

Milorad Telebak

Kr(i)tički osvrt

Mecene i hijene

Nedavno sam čuo i pročitao u novinama da radnici u firmama nekih naših novih poslodavaca od radne odjeće moraju imati na sebi i pampers pelene, kako ne bi gubili vrijeme kad ih natjera nužda! To je inovacija nekih naših „bizmismena“ u racionalnom korišćenju radnog vremena i njihov doprinos povećanju produktivnosti rada. (A i radnicima je udobnije – mekše i toplije!!!)

Sličnu temu ima i sljedeća priča iz vremena socijalističkog samoupravljanja. Na pauzi za doručak, u radničkom restoranu, radnici su brzo smazali, već hladan, burek sa jogurtom i nastavili da čakaju uz cigaretu. Jedan od njih glasno razmišlja: „Nikako mi nije jasno kako hladan burek može biti topli obrok, a vruća rakija – ne može!“ Društvo za stolom je saglasno s njegovim zaključkom o toj „neologičnosti“ i smije se njegovoj duhovitosti, samo jedan od njih, smrtno ozbiljan, vrpolji se na stolici.

- Šta ti je? – upitaće ga.
- Ide mi se u Klozet – prostena on.
- Pa što ne ideš?
- Šta, zar u svom slobodnom vremenu!? – poteže i on svoju „neologičnost“.

Ove dvije priče su, kako je već rečeno, slike dva vremena, dva različita društvena sistema, dva različita morala i dvije različite životne filozofije. – U onom vremenu vladala je deviza: „Niko me ne može tako malo platiti koliko malo ja mogu uraditi“. Ovo sada je vrijeme bezočne gramzivosti onih koje prije rata kuće nije imalo za šta da ujede, ali su se, kao ljudi bez obraza i časti, dobro snašli u lopovskoj privatizaciji i budžašto prigrabili imovinu koju je ovaj narod decenijama stvarao. Njima je novac sve, jedina vrijednost u životu, i zato se tako bezdušno odnose prema čovjeku, radniku, koga bezdušno izrabljuju. Nigdje više zakona, a manje zakonitosti i pravde; nigdje više tzv. odgovornih koji nikada ni za šta ne odgovaraju. Niti se brinu o državi, ni o narodu, samo o sebi, sinovima, kumovima... Sve je u haosu, samo je kriminal organizovan(i). Došlo je vrijeme da će i beskućnici izaći na ulice!

Jedan bivši pijачni preprodavac napravio u svom selu kuću, veleljepan dvorac. To je paralo oči komšijama, domaćinima. Ali jedne noći dvorac završi u plamenu.

- Đavo donio, đavo odnio! – bio je komentar mjesnog sveštenika.

Nedugo potom svešteniku kuću zahvati jaka bujica i ona se nađe na klizištu.

– Vodica donijela, vodica odnijela! – vratio je „bizmismen“ svešteniku milo za drago.

Nasuprot sebičnosti, tvrdičluku i škrrosti današnjih moćnika, obezdušenih, odljuđenih i odnarođenih, naše ljudi su ranije krasili plemenitost, čovjekoljublje, darežljivost i dobročinstvo.

Dobročinstva je bilo kod svih naših naroda, ali je posebno bilo razvijeno kod Srba još od Nemanjića, podizanjem crkava i manastira, bolnica i škola, koje su zadužbinari darovali svome narodu i za spas svoje duše. (Otuda i naziv: za dušu – zadužbina – zadužbina.) Zadužbine Nemanjića su bile svjetski presedan: nisu građene samo po Srbiji nego i na Svetoj Gori, u Carigradu, Jerusalimu..., dakle, bez ikakvih teritorijalnih pretenzija. Sveta Gora (Atos) sa 17 crkava i manastirom Hilandarom, koji je tada bio jači univerzitet od Bolonje, bio je najveći prosvjetni centar u pravoslavnom svijetu. Tu je Nemanja, zapravo, poslao svog najtalentovanijeg sina Rastka (Svetog Savu), da stekne svestrano obrazovanje.

Zadužbinarstvo kod Srba cvjetalo je u 18. i 19. vijeku i imalo karakter institucije. Istorija bilježi mnoge bogate trgovce koji su nešobično pomagali Maticu srpsku (kao najstariju naučnu ustanovu kod Srba), Univerzitet u Beogradu, Srpsku književnu zadrugu, biblioteke, pozorišta. Njihove zadužbine školovale su siromašne i talentovane učenike, od kojih su mnogi postali poznati književnici i naučnici: Milan Rakić, Radoje Domanović, Jovan Cvijić...

Od više stotina dobrotvora, koji su ostavili više od 1 000 zadužbina, pomenućemo samo neke koje će vječno pamtitи srpski rod. Pravnik Sava Tekelija, čija je zadužbina „Tekelijanum“ školovala srpske studente u Pešti. Beogradski trgovac Alekса Krsmanović zavještao je cijelokupnu imovinu za srpske patriotske ciljeve (56 zgrada, od kojih je jedna Biblioteka grada Beograda). Trebinjac Luka Čelović, koji je od šegrta postao najistaknutiji beogradski privrednik, svoju imovinu darovao je Beogradskom univerzitetu. Zadužbina beogradskog trgovca Ilije Milosavljevića Kolarca sagradila je čuveni Kolarčev narodni univerzitet. Jedan od najvećih srpskih mecenata Miša Anastasijević, poznatiji kao Kapetan Miša, darovao je 1864. godine otačestvu najveću i najljepšu palatu srpske prestonice – današnji Rektorat Beogradskog univerziteta na Studentskom trgu.

Daleko smo dogurali: od mecena do hijena!!!

UPUTSTVO AUTORIMA

1. DOSTAVLJANJE RADOVA

Radovi se objavljaju pod uslovom da nisu prethodno objavljeni, niti je podnesen zahtjev za njihovo objavljivanje u nekom drugom časopisu. Radovi koji nisu adekvatno pripremljeni na osnovu ovog uputstva neće se uzimati u razmatranje.

Radovi sa prilozima obavezno se dostavljaju u elektronskom obliku. Tekst rada i grafički prilozi (fotografije, grafikoni) moraju biti odvojeni dokumenti i u pogodnom obliku za konvertovanje i tehničko manipulisanje.

Prilikom dostavljanja rada, autor dostavlja i kontakt podatke: ime i prezime sa srednjim slovom, naučno i titularno zvanje, brojeve mobilnog i fiksнog telefona, poštansku adresu, elektronsku adresu, naziv ustanove u kojoj je zaposlen i radno mjesto u toj ustanovi.

Samo podaci koji se navode kao dio opreme članka (tzv. metapodaci) biće objavljeni u časopisu.

2. PRAVA I OBAVEZE AUTORA I IZDAVAČA

Za objavlјivanje se prihvataju radovi koji, po mišljenju urednika i recenzenta, zadovoljavaju kriterijume časopisa u pogledu relevantnosti, profesionalnog nivoa i aktualnosti. Redakcija zadržava pravo da radove prilagodi opštim pravilima uređivanja časopisa i standardu jezika.

Za sva mišljenja iznesena u objavljenom radu odgovoran je isključivo autor. Urednik, recenzenti ili izdavač ne prihvataju odgovornost za autorova iznesena mišljenja.

Ukoliko je rad prihvaćen za objavlјivanje, pravo reprodukcije rada u svim drugim medijima pripada izdavaču od datuma prihvatanja.

Prilog treba da bude pripremljen prema standardima časopisa. Ukoliko se ne poštuju kriterijumi navedeni u nastavku, redakcija može da ne prihvati tekst ili da traži da se rad prilagodi, zbog čega objavlјivanje može da kasni.

3. TEHNIČKE NORME OBLIKOVANJA ČLANKA

3.1. Obim rada

Rad treba da ima najviše do 15 strana A4 formata (između 15.000 i 30.000 znakova).

3.2. Formati dokumenata, stilovi i oblikovanje

Tekst rada u elektronskom obliku mora biti u jednom od standardnih formata: doc, docx, rtf (*Microsoft Word*).

Ilustrativne priloge treba priložiti u elektronskoj formi kao zasebne datoteke u nekom od standardnih formata: ai, cdr, eps (grafikoni, šeme) ili jpeg, tiff, gif, pdf (fotografije) sa rezolucijom od najmanje 300 tačaka po inču u prirodnoj veličini. U tekstu rada treba jasno označiti mjesto gdje se prilog pojavljuje i naziv priloga kako je označen na mediju.

Bez obzira na jezik, neophodno je da rad bude otkucan u fontu koji podržava unikodni standard (*Unicode*), po mogućnosti *Times New Roman*.

3.3. Jezik i pismo rada

Jezik rada, pored srpskog, može biti bilo koji jezik raširene upotrebe u međunarodnoj komunikaciji i u datoј naučnoj oblasti.

3.4. Sastavni dijelovi opreme članka

3.4.1. Ime autora

Navodi se puno ime i prezime (svih) autora, sa srednjim slovom. Prezimena i imena domaćih autora uvijek se ispisuju u originalnom obliku (sa srpskim dijakritičkim znakovima), nezavisno od jezika rada. Naučna i titularna zvanja autora se ne navode (npr. *prof.*, *dr...*).

3.4.2. Kontakt podaci

Adresa ili e-adresa autora objavljuje se u časopisu. Ako je autora više, daje se samo adresa jednog, obično prvog autora.

3.4.3. Naziv ustanove autora (afiliacija)

Navodi se pun (zvanični) naziv i sjedište ustanove u kojoj je autor zaposlen, a eventualno i naziv ustanove u kojoj je autor obavio istraživanje. U složenim organizacijama navodi se ukupna hijerarhija. Bar jedna organizacija u hijerarhiji mora biti pravno lice. Ako je autora više, a neki potiču iz iste ustanove, mora se naznačiti iz koje od navedenih ustanova potiče svaki od navedenih autora.

Afilijacija se ispisuje na dva jezika (na jeziku na kome je napisan rad i na kome je napisan rezime).

3.4.4. Naslov

U opštem je interesu da se u naslovu koriste riječi prikladne za indeksiranje i pretraživanje. Ako takvih riječi nema u naslovu, poželjno je da se u naslovu pridoda podnaslov. Naslov se ispisuje na dva jezika, i to:

- u datoteci priloga, na dva mesta – na početku rada (na jeziku na kome je napisan rad) i u rezimeu (na jeziku na kome je napisan rezime).

3.4.5. Podnaslovi

Podnaslovi se numerišu po nivoima, arapskim brojevima, po principu: 1. *Prvi podnaslov*, 2. *Drugi podnaslov*, 2.1. *Prvi podnaslov drugog reda*, 2.2. *Drugi podnaslov drugog reda*, 3. *Treći podnaslov...* (poput strukture podnaslova korišćene u ovom uputstvu).

3.4.6. Rezime

Rezime je kratak informativan prikaz sadržaja članka koji čitaocu (ali i učesnicima u uređivačkom procesu) omogućava da brzo i tačno ocijeni njegovu relevantnost. U interesu je autora da sažeci sadrže termine koji se često koriste za indeksiranje i pretragu članaka. Sastavni dijelovi sažetka su cilj istraživanja, metodi, rezultati i zaključak.

Sažetak treba da ima od 100 do 200 riječi i treba da stoji:

- u datoteci priloga, između naslova i ključnih riječi. Sažetak mora biti napisan na jeziku na kome je i rad. Sažetak ne sadrži reference.

Ukoliko je rad na srpskom jeziku, rezime treba da bude napisan i na engleskom jeziku. Za rezime na engleskom jeziku autor mora obezbijediti gramatičku i pravopisnu ispravnost. Obim rezimea može biti do 1/10 obima članka.

3.4.7. Ključne riječi

Ključne riječi su termini koje najbolje opisuju sadržaj članka za potrebe indeksiranja i pretraživanja. Treba ih dodjeljivati s osloncem na neki međunarodni izvor (popis, rječnik ili tezaurus) koji je najšire prihvaćen unutar date naučne oblasti.

Broj ključnih riječi ne smije biti veći od osam.

Ključne riječi daju se na jeziku na kome je napisan rad i na jeziku na kome je napisan rezime. U članku se daju neposredno nakon rezimea.

3.4.8. Sadržaj rada

Rad treba da bude relevantan za naučnu i stručnu javnost, sa jasno naglašenim ciljevima i rezultatima istraživanja, zaključkom, referencama u tekstu i bibliografskim jedinicama na kraju. Ideje u radu moraju biti originalne i značajno doprinositi razvoju predmeta istraživanja, a metodologija mora biti jasno opisana.

3.4.9. Tabelarni i grafički prikazi

Tabelarni i grafički prikazi treba da budu dati na jednoobrazan način. Svaka tabela, grafikon ili slika moraju biti označeni brojem po redoslijedu navođenja u tekstu, s adekvatnim nazivom (npr.: *Tabela 2. Pouzdanost varijabli*).

3.4.10. Citiranje

Citiranje je doslovno navođenje tuđih otkrića, spoznaja, teorija, definicija, dokaza, stavova, teza, interpretacije mišljenja, podataka i sl. i njihovo jasno odvajanje od autorovih, te naznačavanje bibliografskog izvora iz kojeg potiču.

Pozivanje na izvore citiranog teksta označava se u zagradi na mjestu gdje se on nalazi, navođenjem prezimena autora, godine izdanja djela i stranice s koje je citat preuzet.

3.4.11. Implicitno navođenje teksta (parafraziranje)

Implicitno navođenje ili parafraziranje je prenošenje otkrića, spoznaja, teorija, definicija, dokaza, stavova, teza, interpretacije mišljenja, podataka i sl. nekog drugogog autora, ali ne doslovno, kako стоји u korišćenom izvoru, već na sopstveni način, odnosno sopstvenim izražajnim stilom.

Informacioni sadržaj parafraziranjem mora biti prenesen jasno i vjerodostojno, ali sopstvenim stilskim izražajem. Parafrazirani tekst nije iste dužine kao izvorni, on može biti duži ili kraći u zavisnosti od cilja koji se želi postići, ali mora sačuvati suštinu izvornog teksta.

Pozivanje na izvore parafraziranog teksta označava se u zagradi na mjestu u tekstu gdje se on nalazi, navođenjem prezimena autora i godine izdanja djela iz kojeg je tekst preuzet u zagradi.

3.4.12. Napomene (fusnote)

Napomene se daju pri dnu strane na kojoj se nalazi komentarisan dio teksta. Ne unose se „ručno“, već uz pomoć automatskih alatki za označavanje fusnota u konkretnom programu.

3.4.13. Korišćeni izvori u radu

Izvori obuhvataju, po pravilu, bibliografske izvore (članke, monografije i sl.) i daje se isključivo u zasebnom odjeljku članka, u vidu liste referenci. Reference se ne prevode na jezik rada, niti se preslovljavaju.

Za različite vrste bibliografskih jedinica različito se navode bibliografski podaci. Treba poštovati pravila standarda APA, <http://www.apastyle.org/index.aspx>. Nestandardno, nepotpuno ili nedosljedno navođenje izvora jedan je od kriterijuma za objavljivanje članka u časopisu.

U spisku literature navode se samo reference koje je autor koristio pri izradi, abecednim redom po prezimenima autora ili naslovu citirane reference ukoliko se ona tretira kao anonimno djelo.

Tip izvora	Navođenje u spisku izvora	Navođenje u tekstu
Monografija	Stojanović, M. (2012). <i>Ekonomika nacionalne privrede</i> . Beograd: Globus print.	(Stojanović, 2012)
Monografija s više autora	Stanić, S., Komić, J. i Redžić, C. (1991). <i>Matematički modeli i metode u ekonomiji</i> . Banja Luka: Ekonomski fakultet.	prvo citiranje: (Stanić, Komić i Redžić, 1991) dalja citiranja: (Stanić i dr., 1991)
Dio priređene monografije ili članak u zborniku radova	Dmitrović Šaponja, Lj. i Rakovački Tubić, S. (2010). Računovodstvo i zaštita životne sredine. U: <i>Uloga finansijske i računovodstvene profesije u prevazilaženju krize u realnom i finansijskom sektoru</i> (str. 105–137). Banja Luka: Savez računovođa i revizora Republike Srpske.	prvo citiranje i dalja citiranja – ako se radi o dva autora: (Dmitrović Šaponja i Rakovački Tubić, 2010)
Odrednica u enciklopediji ili rječniku	Tomaš, R. (1994). Budžetska jednačina. U: <i>Ekomska i poslovna enciklopedija</i> (Tom 1, A–M, str. 117–118). Beograd: Savremena administracija.	(Tomaš, 1994)
Članak u časopisu s brojevima godišta i svezaka	Komić, J. i Božić, M. (2002). Neki aspekti specifikacije linearog regresionog modela vjerovatnoće. <i>Acta Economica</i> , 1(1), 69–78.	prvo citiranje i dalja citiranja – ako se radi o dva autora: (Komić i Božić, 2002)
Članak na internetu	Fabris, N. (2006). Eurizacija kao instrument monetarne politike Srbije. Preuzeto 19.04. 2015. sa http://www.http://ea.ekof.bg.ac.rs/pdf/168/1-1%20Fabris.pdf	(Fabris, 2006)
Članak u novinama	Rener Smajović, M. (2013, 26. februar). Školovanje u deficitu. <i>Nezavisne novine</i> , 5110, 13.	(Rener Smajović, 2013)
Časopis koji se objavljuje samo na internetu	Novakov, D. (2001). Brankica Čigoja: Najstariji srpski cirilski natpisi. <i>Lingvističke aktuelnosti</i> , 5. Preuzeto 13. 8. 2011. sa http://www.komunikacija.org.rs/komunikacija/casopisi/lingakt/II_5/d010/show_html?stdlang=sm NAPOMENA: Prema 6. izdanju uputstva za APA, kad god je moguće, treba upisivati DOI broj. DOI broj se upisuje na kraju opisa bez tačke.	(Novakov, 2001)
Neobjavljene teze i disertacije	Petraš, M. (2013). <i>Osnovni uzroci neefikasnosti fiskalnih sistema zemalja u razvoju</i> . Neobjavljena doktorska disertacija. Banja Luka: Ekonomski fakultet.	(Petraš, 2013)
Pravni izvori	<i>Zakon o privrednim društvima. Službeni glasnik Republike Srpske, br. 127/08, 58/09, 100/11.</i>	(Zakon o privrednim društvima, 127/08)
Standardi	ISO/IEC. (2005). ISO/IEC 27001:2005 <i>Information technology – Security techniques – Specification for an Information Security Management System</i> . Geneva, Switzerland: ISO/IEC.	(ISO/IEC 27001, 2005)
Rad bez godine izdanja	Vulović, D. (ur.). (b. g.). <i>Religija i savremeni svet</i> . Beograd: Centar za marksizam.	(Vulović, b. g.)
Lična komunikacija	ne navodi se	(D. Jovanović, lična komunikacija, 9. maj 2012)

Ako publikacija ima više izdavača i/ili mjesta izdanja, navodi se samo prvi.

Nema nikakve potrebe navoditi seriju, biblioteku u kojoj je knjiga izdata (to važi i za sabrana/izabrana djela), niti prevodioca, ako je monografija prevedena.

Ako je relevantno istaći broj izdanja, on se navodi iza naslova, u zagradi.

3.4.14. Prilog

U prilogu bi trebalo dati samo one opise materijala koji bi čitaocima bili korisni za razumijevanje, evaluiranje ili ponavljanje istraživanja.

3.5. Jezičke preporuke

Jezik rada treba da pripada naučnom stilu standardnog jezika i da, stoga, bude usaglašen u što je moguće većoj mjeri s pravopisnom, gramatičkom i stilskom normom.

Individualne skraćenice bi trebalo izbjegavati, a ako se koriste, moraju biti raščitane pri prvoj upotrebi.

**IZDAVAČ:**

Finrar d.o.o., Banja Luka i Financing d.o.o., Brčko
www.financingscience.org
e-mail: financing.redakcija@srrrs.org

GLAVNI I ODGOVORNI UREDNIK:

Prof. dr Dragan Mikerević

ZAMJENIK GLAVNOG I ODGOVORNOG UREDNIKA:

Mr Milan Pucarević

REDAKCIJONI ODBOR:**Predsjednik:**

Prof. dr Novak Kondić

Članovi:

Prof. dr Kata Škaric Jovanović

Prof. dr Mirko Puljić

Prof. dr Milorad Ivanišević

Prof. dr Hamid Alibašić

Doc. dr Milan Lakićević

Prof. dr Duško Šnjegota

Prof. dr Goran Radivojac

Prof. dr Dejan Mikerević

IZDAVAČKI SAVJET:**Predsjednik:**

Prof. dr Janez Prašnikar

Članovi:

Akademik dr Mirko Vasiljević

Prof. dr Jovan Rodić

Prof. dr Dragan Đuričin

PhD George W. Kester, D.B.A.

Prof. dr Silvije Orsag

Prof. dr Kemal Kozarić

Prof. dr Franc Koletrnik

Prof. dr Stanko Stanić

PhD Joseph W. H. Lough

Prof. dr Veselin Drašković

Prof. dr Marko Rajčević

Prof. dr Kadrija Hodžić

Prof. dr Đoko Malešević

Prof. dr Branko Krsmanović

PhD Marina Sebastianović, D.B.A.

Prof. dr Radomir Božić

Prof. dr Andelko Lojpur

Prof. dr Nenad Vunjak

Prof. dr Zorica Božinovska Lazarevska

Prof. dr Zdravko Todorović

Prof. dr Goran Popović

Prof. dr Reuf Kapić

Prof. dr Vasilij Žarković

Prof. dr Gordana Ilić

Prof. dr Ljubomir Kovačević

Doc. dr Jugoslav Jovičić

Prof. dr Jovo Aćeljević

Mr Boško Čeko

Mr Borko Reljić

Ranko Travar, dipl. ek.

Dragan Veselinović, dipl. ek.

Doc. dr Mimo Drašković

Lektor:

Mijana Kuburić Macura

Grafička priprema:

Atlantik BB

Za štampariju:

Branislav Galić

Štampa "Atlantik BB"

SADRŽAJ:**Đoko Malešević**

ODRŽIVOST I KONKURENTNOST
LIKVIDNOSTI NOVČANOG TOKA

21

Dinka Antić

ANALIZA IZMJENA POLITIKE AKCIZA
U SVJETLU TREDOVA NA TRŽIŠTU
DERIVATA U BIH

29

Dragan Kulina

PROBLEMI U FUNKCIONISANJU
INTERNE REVIZIJE U JAVnim
PREDUZEĆIMA REPUBLIKE SRPSKE

35

Miloš Grujić

OCJENA OPRAVDANOSTI
FINANSIRANJA PROJEKTA
EMISIJOM OBVEZNICA

48

Biljana Poparić Stojanović

ZNAČAJ UPRAVLJANJA POLITIKOM
CIJENA U ZAJEDNIČKOJ
POLJOPRIVREDNOJ POLITICI
EVROPSKE UNIJE

5



Financija

NAUČNI ČASOPIS ZA EKONOMIJU – 03/16

UDK 005.334:[336.71+658.153
 DOI: 10.7251/FIN1603007M
 Đoko Malešević*

PRETHODNO SAOPŠTENJE

Održivost i konkurentnost likvidnosti novčanog toka

Sustainability and competitiveness of liquidity of the cash flow

Rezime

Motiv i cilj ove rasprave je da se skrene pažnja na značaj analize održivosti i konkurentnosti likvidnosti novčanog toka. Malo je studija o analizi novčanog toka, za razliku od analize profitabilnosti odnosno rentabilnosti, iako se slobodan novčani tok klasificuje glavnom determinantom finansijske fleksibilnosti i pravcem razvoja kompanije. Veza između novčanog toka i održivosti je jaka i, stoga, jak stalani novčani tok je bitna strategijska snaga u pozicioniranju kompanije na tržištu.

Za celishodnu analizu izloženi su određeni koncepti likvidnosti i novčanog toka. Shodno njihovom određenju i razumevanju prikazani su instrumenti i metode (metode i alati) za racionalnu analizu likvidnosti i novčanog toka. Pri tome se ima u vidu da analiza likvidnosti i novčanog toka, u smislu održivosti, ne može, sama po sebi, biti dovoljna za potpuno razumevanje konkurenčke pozicije kompanije. Međutim, značajno može tome doprineti i podići značaj i ulogu opšte poslovne analize na viši nivo.

Ključne reči: održivost, konkurentnost, likvidnost, novčani tok, analiza.

Abstract

The motive and the purpose of this discussion is to draw attention to the importance of analysis of sustainability and competitiveness of liquidity of cash flow. There are only few studies on the analysis of cash flow, opposed to the analysis of the profitability, although free cash flow is classified as the main determinant of financial flexibility and direction of company's development. The relationship between cash flow and sustainability is strong and therefore, a strong steady cash flow is an important force in the strategic positioning of the company on the market.

For meaningful analysis certain concepts of liquidity and cash flow are considered. According to their definition and understanding instruments and methods (methods and tools) are shown in order to obtain rational analysis of liquidity and cash flow. At the same time, one must bear in mind that the analysis of liquidity and cash flow, in terms of sustainability cannot per se, be sufficient to fully understand the competitive position of the company. But it can significantly contribute to raise the importance and the role of the general business analysis to a higher level.

Keywords: sustainability, competitiveness, liquidity, cash flow analysis.

UVOD U RASPRAVU

Opstanak, rast i razvoj preduzeća, pa i domicilne ekonomije uopšte, u tržišnoj ekonomiji turbulentnih promena i izrazito zaoštrenе konkurenциje – poseban je izazov menadžerskog upravljanja u ekonomijama tranzicije. U suštini tog izazova, pored ostalog, stoji profitabilnost i upravljanje njenim tokovima poslovnih aktivnosti, i likvidnost novčanih tokova kao mera održivosti finansijskih tokova i determinanta fleksibilnosti promena.

Sledstveno tome, profitabilnost poslovanja odnosno rentabilnost ulaganja kapitala se uzima za paradigmu i racionalnu efektivnu meru performansi rasta i razvoja preduzeća.

Naspram toga, novčani tok se definiše kao "krvni sistem" poslovanja preduzeća, a likvidnost kao "mera pulsa tog krvotoka".

U čemu se iskazuje suštinska razlika?

To je moguće razumeti ako se uključi kriterijum održivosti tekućeg i projektovanog stanja profitabilnosti i likvidnosti i tome doda sposobnost odbrane od konkurenčkog napada.

Nesporno je da je profit racionalna mera uspešnosti i mogućeg rasta i razvoja preduzeća. Međutim, uzimajući profit za racionalnu meru performansi, nije u potpunosti pouzdana u proceni održivosti, jer sam koncept obračuna ne daje potpunu izvesnost kad će obračunati profit – dobit biti raspoloživ u novčanom iznosu.

* Redovni profesor Ekonomskog fakulteta u Subotici, Univerziteta u Novom Sadu, u penziji, e-mail: erikamalesevic@yahoo.com

Naspram toga, preferira se likvidnost kao mera odnosno performansa održivosti finansijskih tokova, a novčani tok kao osnovna mera održivosti i odrednica operativne fleksibilnosti – mogućnosti da se pronađu nove inicijative i da se firma odbrani od konkurenčkih napada (Fleisher, S. G.; Bensoussan, E. B., 2009).

Teorijsko-metodološko i praktično uporiste koje se preferira u analizi rentabilnosti odnosno profitabilnosti, te likvidnosti novčanog toka, poduprto je saznanjem da se:

- tržište učinaka – roba i usluga, konačni verifikator prihvatljivosti/ neprihvatljivosti od strane kupaca i ostvarivanja/neostvarivanja profita – što konačno efektuirala uspešnost/neuspešnost poslovanja preduzeća i njegovu konkurenčku poziciju;
- poslovno partnerstvo na tržištu novca i kapitala prihvata se ili odbacuje na održivosti likvidnosti i fleksibilnosti novčanog toka.

Otuda u razvijenim zemljama sa dugom tradicijom razvoja tržišne ekonomije dominiraju, bolje reći, imaju centralno mesto: a) analiza tokova profitabilnosti i dodata vrednosti, b) analize likvidnosti i novčanog toka u odnosu na veliki broj studija o analizi profita. To je razumljivo, finansijski izveštaj o novčanom toku je poslednji koji je u ranim 90-im priključen setu obaveznih javnih finansijskih izveštaja. Iniciran je velikom finansijskom recesijom koja je izazvala bankrot velikog broja korporacija. Ovaj finansijski izveštaj je bio odgovor na uzroke propadanja ovih kompanija, iako su po kreativnom računovodstvu sačinjenim finansijskim izveštajima bile uspešne i vredne. Odgovor je u tome što je finansijski izveštaj o novčanom toku baziran na vremenskom razgraničenju priliva i odliva novca – umesto obračunske osnove, i podeli na: a) novčane tokove operativne aktivnosti, b) novčane tokove investicione aktivnosti, i c) novčane tokove finansijske aktivnosti. Utemeljeno na postulatu uklapanja priliva i odliva gotovine: sve što dospeva za naplatu može i treba da se naplati, a sve što je dospelo za naplatu može i treba da se plati. Ako bi to bez prekida funkcionalo, ne bi bilo problema u tokovima finansiranja. Ako pak nastupe prekidi ili nestanak novčanih resursa, tada menadžment gubi samostalnost odlučivanja, investitorima preti rizik gubitka investicija, firma klizi u bankrot. O njenoj sudbini odlučuju povereni. Finansijski izveštaj o novčanim tokovima i njegova analiza su odgovor na manipulativne mogućnosti servisiranja pogrešnih – naduvanih informacija o uspešnosti, održivosti i konkurenčkoj fleksibilnosti preduzeća.

1. ANALIZA LIKVIDNOSTI KAO PERMANESE OPSTANKA ILI NESTANKA KOMPANIJE

1.1. Shvatanje i značaj likvidnosti

Ako je tržište učinaka verifikator prosperiteta ili kraha proizvodne odnosno poslovne orientacije preduzeća, onda je *likvidnost probni kamen finansijskog poslovnog partnerstva* na osnovu koga jača poslovno poverenje ili se ono napušta. Dakle, u fokusu likvidnosti je *operativno pulsiranje internih i eksternih finansijskih odnosa*. Drugim rečima, u pitanju je najvidljiviji sloj složenih finansijskih odnosa koji su rezultat dinamike i međuzavisnosti promena kratkoročne i dugoročne finansijske ravnoteže u odvijanju poslovnih aktivnosti preduzeća.

Splet finansijskih odnosa u preduzeću je složen i njihovo ispitivanje u finansijskoj analizi nije jednostavno, pogotovo ako se finansijska analiza odvija „bez kompasa“ odnosno bez unapred usmerene orientacije. Tu se, po prirodi stvari, postavlja pitanje koji je to splet

finansijskih odnosa koji permanentno pulsira i izkazuje finansijsko i finansijsko-operativno zdravlje kompanije?

Već u samom definisanju predmeta (ili sadržaja) finansijske analize razgraničenja od predmeta (ili sadržaja) finansijske politike, apostrofirana je *likvidnost kao konačni svodni efekat finansijskih odnosa preduzeća*. Reč je o permanentnoj sposobnosti preduzeća da svoje ukupne finansijske napore orientiše i vodi tako da su krunisani sposobnošću kompanije da iz priliva novčanih sredstava (kratkoročno unovčivih ekvivalenta i naplate kratkoročnih potraživanja) redovno izmiruje dospele kratkoročne obaveze. Koliko je značajan ovaj aspekt analize finansija kompanije potvrđuje činjenica da duži prekidi ili pak nemogućnost nesmetanog odvijanja ovih finansijskih odnosa dovode preduzeća u poziciju stečaja.

Zašto je to tako?

Jednostavno rečeno: tržište roba i usluga je kriterijum i selektor njihove prihvatljivosti ili neprihvatljivosti od kupaca. Od toga зависи opstanak ili nestanak preduzeća na tržištu. Sa finansijskog stanovišta:

likvidnost/nelikvidnost je kriterijum za prihvatljivost ili neprihvatljivost preduzeća u poslovnom partnerstvu poverilaca, na tržištu novca i kapitala.

Razlog je jasan: na relaciji finansijskih odnosa, naplata potraživanja – isplata dospelih obaveza kristališe se i jača poverenje u finansijsku sposobnost preduzeća odnosno nepoverenje u finansijsku sigurnost i izmirenje obaveza, što kompaniju briše iz spiska poslovnih partnera. To je, između ostalog, i zbog toga što se na toj relaciji finansijskih odnosa prepliću i kao u životu fokusiraju interni i eksterni finansijski odnosi kompanije. Iz ovog ne treba zaključiti da je likvidnost dovoljna za ispitivanje i ocene finansija preduzeća. Ona se ispoljava *kao konačni – vidljivi dnevni puls finansija* – njihov tekući konačni rezultat, determinisan uslovima:

- da je raspoloživa likvidnosna imovina dovoljna za permanentno izmirivanje kratkoročnih obaveza;
- obrtna (likvidna) imovina: novčani ekvivalenti, kratkoročna potraživanja i obrtna imovina u zalihami, da se konvertuju u novčani oblik, o roku i visini dospeća za plaćanje kratkoročnih obaveza;
- krakoročnih izvora finansiranja odnosno krakoročnih obaveza u smislu roka dospeća za naplatu.

Iz datog poimanja i elemenata koji determinišu likvidnost, finansijska analiza se koristi određenim instrumentariumom i metodološkim postupcima koji čine okvir „sistema analize likvidnosti“. Data metodologija se fokusira na:

1. kvantitativni aspekt odnosa veličina koje determinišu pokazatelje likvidnosti, vrednujući validnost datih koeficijenata u odnosu na prihvaćene standarde (veličine – koeficijente);
2. kvalitativni aspekt ispitivanja i ocene likvidnosti konvertovanja likvidne imovine u novčani oblik i dospećem kratkoročnih obaveza – te njihovog usklađivanja. To se čini korišćenjem novčanog toka odnosno *gotovinskog ciklusa i njegovih pokazatelja*.

Tek racionalnim povezivanjem i primenom ovog „sistema analize“ može se računati na relevantnu (jezgrovitu) produkciju korisnih informacija za odlučivanje o likvidnosti.

1.2. Instrumenti i tok analize likvidnosti

A. Racio analiza likvidnosti i rangiranje likvidne imovine. Shvatanje i pojmovno definisanje likvidnosti kompanije iskazuje se opštim pokazateljem ili odnosom: *likvidna imovina prema kratkoročne obaveze*.

Dati analitičko-matematički pokazatelj odnosno merilo izražava definisani opšti pojam likvidnosti. Za analizu likvidnosti jeste dati odnos polazište u smislu definisanog pojma likvidnosti. Njegova temeljnija analiza podrazumeva dekomponovanje datog odnosa – pokazatela na više izvedenih pokazatelia likvidnosti koji će omogućiti temeljniju i validnu analizu likvidnosti. Naime, reč je o opšteprihvaćenom pokazatelu likvidnosti definisanim opštim odnosom tekuća imovina prema tekućim dugovima. Ovaj pokazatelj se označava i kao pokazatelj konkurentnosti. Za kreditore je posebno važan. Razlog je što je izvesna verovatnoća da će se tekuća sredstva smanjiti jer nije uvek moguće naplatiti sve prispele račune za naplatu ili zbog gubitaka na materijalnim sredstvima. Naspram toga ostaje dugovanja ista. Uz to, treba imati u vidu da se obrtna imovina – zalihe povećava proširenjem i rastom poslovanja. Iz tog razloga kreditor i poverioci traže da je likvidna – tekuća imovina veća dva puta od dugova – kratkoročnih obaveza, što im uliva poverenje da će dužnik moći o roku da servisira i vrati dugove. Tako je i prihvaćen standard za opštu – tekuću likvidnost 2: 1. Dokazana primenljivost ovog pokazatela likvidnosti nametnula je analitičarima diferenciranje na određena merila pokazatelje koji korespondiraju u kontekstu da:

Prilaz i izbor diferenciranih nivoa analize likvidnosti i njihovih pokazatela apriori zahteva:

- a) diferenciranje likvidne imovine po stepenu njene unovčivosti, i
- b) diferenciranje kratkoročnih izvora (obaveza) po roku dospeća plaćanja.

Likvidnu imovinu sačinjavaju:

- gotovina u blagajni i na depozitnim računima po viđenju i oročenim depozitim do godinu dana, u domicilnoj novčanoj jedinici;
- valute – inostrana novčana sredstva;
- hartije od vrednosti unovčive do godinu dana;
- kratkoročna (promptna) potraživanja sa rokom naplate do godinu dana;
- zalihe;
- aktivna vremenska razgraničenja i povraćaj poreza na dodatu vrednost.

Kratkoročni izvori finansiranja ili, bolje rečeno, kratkoročne obaveze koje dospevaju za naplatu do godine dana su:

- obaveze prema dobavljačima,
- obaveze prema državi – porezi i drugo,
- obaveze prema radnicima, plate – zarade,
- obaveze po dospelim otplatama kratkoročnih dugova – kredita,
- pasivna vremenska razgraničenja i plaćanje poreza na dodatu vrednost.

gotovina + novčani kratkoročni ekvivalenti + kratkoročna potraživanja

kratkoročne obaveze

Ubrzana likvidnost postoji ako je dati pokazatelj jednak 1, odnosno ako je iznad 1. Naime, kompanija pri ovim odnosima date likvidne imovine i kratkoročnih obaveza ima *optimalnu likvidnost*, ako je raspoloživa likvidna imovina jednaka kratkoročnim obavezama dospelim za plaćanje, a iznad 1 samo za neophodnu likvidnu rezervu novčanih sredstava. U protivnom, znatno iznad 1 preduzeće ima likvidnost, ali reč je o *preteranoj likvidnosti*; zapravo, ovakva

Stepeni gradiranja likvidne imovine su određeni brzinom (sposobnošću) njihovog konvertovanja u novčani oblik. Ta gradiranja su:

- prvi stepen likvidne imovine čine: novčana sredstva (gotovina plus valute), i hartije od vrednosti odmah unovčive;
- drugi stepen likvidne imovine kumulativno izražen čine: novčana sredstva, hartije od vrednosti, plus kratkoročna potraživanja (bez sumnjivih i spornih);
- treći stepen likvidne imovine čine kumulativno sva obrtna sredstva (bez sumnjivih i spornih) ili: novčana sredstva plus hartije od vrednosti plus kratkoročna potraživanja plus zalihe (kurentne).

Kratkoročni izvori finansiranja ili kratkoročne obaveze dospele za plaćanje se primeravaju odgovarajućim oblicima raspoložive likvidne imovine kojom se te obaveze mogu izmiriti, po obimu i roku dospeća.

Data podela, odnosno gradiranje likvidne imovine je prihvaćeno u teoriji i praksi analize likvidnosti. Međutim, gradiranje likvidne imovine se čini i na više nivoa njene unovčivosti (četiri ili pet), što zavisi od samih analitičara i svrhe likvidnosti.

Za razumevanje brzine ili sposobnosti pojedinih oblika likvidne imovine da se konvertuju u novčani oblik ovo je dovoljno. Međutim, za izbor i građenje pokazatela likvidnosti, njihovo razumevanje i tumačenje mora se imati u vidu jasan odnos zaliha prema dospelim kratkoročnim obavezama. Nije sporno da su zalihe obrtna – likvidna imovina i da se njome mogu plaćati kratkoročne obaveze u iznosu u kome su se zalihe konvertovale u novčani oblik u momentu dospeća plaćanja kratkoročnih obaveza. Zbog toga se trajne zalihe ne finansiraju iz kratkoročnih izvora, već iz dugoročnih izvora i kapitala. Stoga, opšti pokazatelj likvidnosti nije u kratkoročnoj finansijskoj ravnoteži, jer je kratkoročno vezana sredstva (obrtna imovina umanjena za zalihe) na relaciji roka dospeća kratkoročnih izvora finansiranja, odnosno kratkoročne finansijske ravnoteže, dok zalihe (ako su optimalne) vezuju kapital i dugoročne dugove iz kojih se finansiraju na dugi rok i sastavni su deo operativne imovine (fiksne zalihe) koja je na relaciji dugoročne finansijske ravnoteže, koja je uslov održanja kratkoročne finansijske ravnoteže – likvidnosti.

Merjenje i ispitivanje stepena likvidnosti se iskazuje i analiziraju pomoću primarnih pokazatela:

1. *efektivne (ubrzane) likvidnosti* i
2. *perspektivne (potencijalne), odnosno opšte (tekuće) likvidnosti*.

Pokazateli efektivne (ubrzane) likvidnosti se temelje na ispitivanju srazmere odnosa na relaciji: kratkoročno raspoloživa likvidna imovina – dospele kratkoročne obaveze. Dati odnos srazmere je uteviljen na pravilu „acid test”, odnosno 1:1, što odgovara poimanju kratkoročne finansijske ravnoteže. Iz likvidne imovine se isključuju zalihe, pa se po tome ovaj odnos iskazivanja likvidnosti naziva i „redukovana likvidnost“. Taj odnos se u razvijenom obliku izražava:

likvidnost imobiliše izdvojena novčana sredstva koja ne cirkulišu, što je u suprotnosti sa principom rentabilnosti. Norma za koeficijent efektivne (ubrzane) likvidnosti ili *test likvidnosti* kreće se od 1:1 do 0,7:1 srazmere likvidne imovine i kratkoročnih dospelih obaveza.

Ako je koeficijent datog pokazatela manji od 1, onda imamo situaciju *nelikvidnosti* koja može biti:

- a) trenutna i
- b) trajna.

Trenutna likvidnost podrazumeva mogućnost dužnika da izmiri svoje dospele obaveze u kraćem vremenskom roku – prihvatljivom za poverioca.

Trajna nelikvidnost je prisutna kada dužnik nije u mogućnosti na vreme da pribavi potrebnu likvidnu imovinu (sredstva) kojom bi izmirio svoje dospele obaveze. U tom slučaju se, po pravilu, pokreće stečajni postupak dužnika (odnosno kompanije).

$$\text{gotovina} + \text{trenutne unovčive hartije od vrednosti}$$

dospele kratkoročne obaveze

U principu se smatra da je standardno pravilo da se vrednost ovog pokazatelja kreće do visine 0,5 koeficijenta trenutne likvidnosti. To znači da se 50% pokrivenosti kratkoročnih obaveza, dospelih za plaćanje, izmiruje gotovinom i novčanim ekvivalentima, a 50% iz naplate potraživanja. Ni ovo pravilo trenutne likvidnosti nije bez rezerve, ako se imaju u vidu uvođenja kreditnih linija i „stand by“ aranžmana kao zamene za novčanu ravnotežu u likvidnosti.

Pokazatelj optimalne likvidnosti. Nije dovoljno imati saznanje o likvidnosti ili nelikvidnosti iskazanoj pokazateljima ubrzane likvidnosti, niti je pak dovoljno upotpuniti to saznanje o likvidnosti pokazateljem trenutne likvidnosti.

Kratkoročna raspoloživa likvidna imovina u pokazatelju efektivne likvidnosti ima svoje karakteristike i specifičnosti perioda unovčenja. Tako se gotovina u blagajni i na depozitnim računima po

Pokazatelj trenutne likvidnosti. Gotovina i novčani ekvivalenti odmah unovčivi imaju sami po sebi visok stepen likvidnosti. Njihovo učešće u kratkoročno raspoloživoj likvidnoj imovini pruža višu i bržu likvidnost. Ne može se očekivati da će kompanije težiti raspolažanju kratkoročnom likvidnom imovinom u gotovini i novčanim ekvivalentima (odmah unovčivim) da izmiruje potpuno dospele kratkoročne obaveze; čak i ako se ima u vidu savremena tehnologija plaćanja, gde je sve manje prisutan gotov novac. Otuda će pokazatelj trenutne likvidnosti biti po pravilu manji od jedan:

100

100 - procenat rizika unovčenja hartija od vrednosti i naplate kratkoročnih potraživanja

Pokazatelj optimalne likvidnosti je korektivna mera, odnosno standard za pokazatelj efektivne likvidnosti. Zapravo, koeficijent optimalne likvidnosti pokazuje koliki bi morao biti koeficijent ubrzane likvidnosti proračunat za određeni budući (predviđeni) vremenski period. Proračun ili kvantifikovanje ovog pokazatelja je sledeće:

Prvo, izračunava se pokazatelj (koeficijent) ubrzane likvidnosti projektovan na određeni period.

Drugo, procenjuje se moguće nastupanje rizika unovčenja određenih hartija od vrednosti i određenih unovčavanja (naplate) potraživanja izraženo u procentima.

Treće, za te procentualne vrednosti umanjuju se hartije od vrednosti i kratkoročna potraživanja.

Četvrto, dobijene umanjene absolutne vrednosti definisane likvidne imovine uvećavaju se sa raspoloživom gotovinom i depozitima na računima, čime se dobija raspoloživa kratkoročna likvidna imovina za plaćanje dospelih kratkoročnih obaveza u predviđenom periodu.

Ako je koeficijent optimalne likvidnosti iznad ili na nivou koeficijenta ubrzane likvidnosti – predviđena likvidnost je izvesno ostvarljiva. Ako je pak koeficijent optimalne likvidnosti ispod koeficijenta predviđene ubrzane likvidnosti – tada je likvidnost pod rizikom neostvarenja.

Analiza likvidnosti se u ovom delu proširuje dopunjajući primarne pokazatelje ubrzane i tekuće likvidnosti – dodatnim pokazateljima:

- obrta kupaca, odnosno perioda naplate kratkoročnih potraživanja;

viđenju uvećava za iznos oročenih depozita koji će biti oslobođeni vezanosti, u periodu merenja i iskazivanja efektivne likvidnosti. Hartije od vrednosti su po svom dospeću unovčivosti – unovčive odmah i u periodu za koji se utvrđuje i stepen ubrzane likvidnosti. Potraživanja od kupca i druga potraživanja, sa rokom naplate u periodu utvrđivanja i ispitivanja efektivne likvidnosti, računaju se sa izvešnoscu naplate (unovčenja potraživanja).

Praksa, međutim, neretko pokazuje prisutnost izvesnog rizika unovčenja hartija od vrednosti o roku i u nominalnom iznosu na koji glase. Isto tako je još izraženiji rizik naplate od kupaca o roku i u iznosu potraživanja. Prisutnost tih rizika izvesno umanjuje kratkoročnu likvidnu imovinu i u budućem periodu, za koji se predviđa ubrzana likvidnost, čini je neizvesnom. Stoga se koristi dodatno uključivanje još i korektivnog pokazatelja optimalne likvidnosti:

- obrta dobavljača, odnosno perioda plaćanja kratkoročnih obaveza;
- strukture i visine zaliha;
- obrta pojedinih pozicija zaliha odnosno vremena vezivanja – konvertovanja u novčani oblik.

Data analiza likvidnosti se kompletira sa još dva pokazatelja:

- (1) odnos duga prema neto vrednosti i
- (2) odnos materijalnih sredstava prema prodaji.

Prvi pokazatelj se meri odnosom ukupnog duga prema deoničarskom kapitalu ili vlasništvu. Sa stanovišta novčanog toka, ovim pokazateljem se pokazuje koliko su novca uložili u preduzeće vlasnici u odnosu na uloženi novac od strane kreditora. Banke preferiraju da to ne prelazi 50% vrednosti vlasništva za održavanje likvidnosti.

Drugi pokazatelj se meri odnosom poslovni prihodi prema poslovnim sredstvima. Reč je o merilu koeficijenta obrta imovine ili brzine pretvaranja poslovnih sredstava u novčani oblik.

Materijalna – poslovna sredstva su po pravilu velike investicije za preduzeće. Prisutan je rizik gubljenja vrednosti, naročito kod fiksne imovine. Visoka vrednost ovih sredstava zahteva visoku amortizaciju tokom prenošenja vrednosti; zatim tokom poslovne aktivnosti se zahteva gotovina za plaćanje troškova rukovanja, održavanja, smeštaja i osiguranja. Ako se tome doda brzo zastarevanje i pad cena, eventualne prodaje su elementi ugrožavanja mogućnosti održavanja likvidnosti.

Osnovna sredstva povećavaju kapacitet produkcije učinaka, ali to zahteva i povećanje obrtnih sredstava, kao i troškova njihovog skladištenja i održavanja.

Smisao povezanosti korišćenja u analizi likvidnosti datih pokazatelja zasniva se na uzročno-posledičnom odnosu.

Ovaj aspekt racio analize likvidnosti se označava kao statički, ali i polazni, jer pruža jasan uvid u postojanje/nepostojanje likvidnosti u analitičkom periodu i momentu izbalansiranih i izračunatih odnosa likvidne imovine i kratkoročnih obaveza.

Ilustracije radi, na bazi podataka iz bilansa stanja preduzeća „X“ izračunati su sledeći koeficijenti primarnih pokazatelja likvidnosti:

- Ubrzana likvidnost $1,07 > 1$
- Trenutna likvidnost $0,42 < 0,5 < 1$
- Optimalna likvidnost $100/100 - 17,34 = 1,21 - 1,07 = 0,14$
- Ukupni rizici $17,34\%$
- Rizik unovčenja kratkoročnih novčanih ekvivalenta (hartija od vrednosti) 10%
- Rizik naplate potraživanja od kupaca 20%
- Tekuća likvidnost $1,84 > 1,5 < 2$, sa uključenjem AVR i PVR u pokazatelj $1,88 > 1,5 < 2$.

Preduzeće, prema ovim koeficijentima, ima ubrzenu likvidnost ($1,07 > 1$), ostvaruje čak i novčanu rezervu od 7 n. j. na 100 n. j. ($107 - 100 = 7$). Međutim, ako je procena objektivno izvesna da je rizik unovčenja kratkoročnih hartija od vrednosti 10%, a naplata kratkoročnih hartija od vrednosti 10%, a naplata potraživanja od kupaca 20%, onda je izvesno smanjenje ubrzane likvidnosti sa 1,07 na 0,93 ($1,07 - 0,14 = 0,93$). To znači da će nedostajati 7 n. j. na 100 n. j. likvidnih sredstava ($100 - 93 = 7$) za izmirenje dospelih kratkoročnih obaveza ($93/100$).

Trenutna likvidnost $0,42 < 0,5 < 1$ pokazuje da preduzeće ne raspolaže dovoljnom gotovinom i trenutno unovčivim hartijama od vrednosti da izmiruje dospele kratkoročne obaveze. Nedostaje 58 n. j. na 100 n. j. dospelih kratkoročnih obaveza ($100 - 42 = 58$). Otuda je održanje likvidnosti usmereno na naplatu potraživanja i smanjenje rizika.

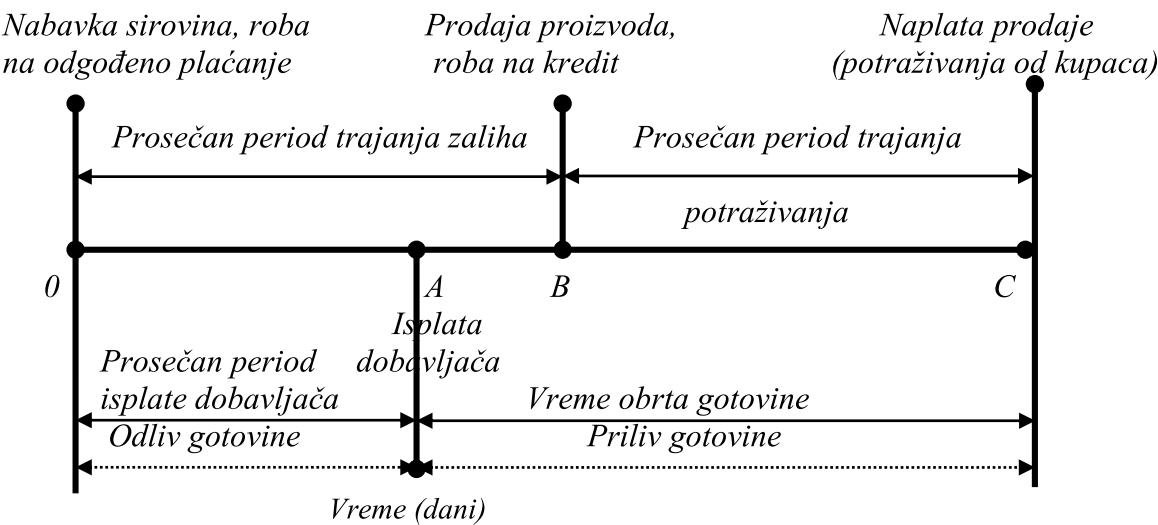
Tekuća likvidnost $1,84$ ili $1,88 < 2 < 1,5$ ukazuje na nedostatak obrtnе imovine i, posebno, potrebu za ispitivanje mogućnosti većeg obra (konvertovanja) zaliha, jer rizici prete klizanju ubrzane likvidnosti u nelikvidnost.

B. Dinamička analiza likvidnosti novčanog toka. Informacije o tokovima gotovine sadrže podatke iz bilansa novčanih tokova (cash flow) o prilivima i odlivima gotovine, ukazujući na uticaj poslovnih, investicionih i finansijskih odluka na finansijsku poziciju preduzeća.

Na osnovu informacija o tokovima gotovine, posebna pažnja se usmerava na:

- 1) sposobnost generisanja gotovine i
- 2) slobodan gotovinski tok (free cash flow), tj. gotovinu koja se ne koristi.

Slobodan neto gotovinski tok ili neto gotovinski tok iz redovnog poslovanja umanjen za dividende i iznose za kupovinu nefinansijske imovine, a uvećan za prodaju nefinansijske imovine. Novčani tok (cash flow) je: neto vrednost iz poslovanja, odnosno dobitak posle oporezivanja (neto dobit), uvećan za amortizaciju, korigovan za promenu dugoročnih rezervisanja i drugih nenovčanih obračunskih elemenata, te umanjen za neto nova investiciona ulaganja i korigovan za dispozicije kapitala, koji slobodnom pozitivnom novčanom toku daje značaj finansijske fleksibilnosti. Razlog tome je sledeći: iznos gotovinskih tokova, koji nastaju iz operativnih aktivnosti, ključni je indikator obima do koga su operacije preduzeća proizvele dovoljno gotovinskih tokova da se isplate zajmovi, održi operativnu stabilnost preduzeća, isplate dividende i učine nova ulaganja, bez pribegavanja smanjenim izvorima finansiranja. Za dinamičku analizu likvidnosti značajan je *gotovinski ciklus* koji prikazujemo slikom 1.



Slika 1. Model vremenske dimenzije kružnog toka gotovine – gotovinski ciklus

Pokazateli (indikatori) za analizu gotovinskog ciklusa:

1. *Prosečna dužina trajanja gotovinskog ciklusa* = prosečan period trajanja zaliha + prosečan period trajanja potraživanja od kupaca – prosečan period isplate dobavljača
2. *Koeficijent obrta gotovine* = $360 \text{ dana} / \text{prosečna dužina trajanja gotovinskog ciklusa (dana)}$
3. *Prosečni saldo gotovine* = ukupni godišnji izdaci gotovine / koeficijent obrta gotovine

4. *Oportunitetni troškovi držanja gotovine* = prosečni saldo gotovine \times oportunitetni troškovi ili moguća stopa ukamaćenja gotovine.

Radi ilustracije i uputa u ovaj segment analize likvidnosti, pretpostavimo sledeći hipotetički primer neke trgovinske kompanije koja ima sledeću situaciju u gotovinskom ciklusu:

- a) iznos kupovine od dobavljača je u vrednosti od 100.000 n. j. dnevno;
- b) isplata dobavljača je u roku od 20 dana;

- c) prosečna vrednost robe prodate kupcima iznosi 150.000 n. j. dnevno;
- d) kupci plaćaju robu u proseku za 40 dana;
- e) prosečno trajanje zaliha je 30 dana.

Utvrđiti i analizirati:

1. Koliko traje ciklus gotovine?
2. Koliko je prosečni iznos ulaganja u tekuća (operativna – obrtna sredstva?)

Ad 1)

Prosečna dužina trajanja gotovinskog ciklusa = $30+40-20=50$ dana, što je period u kojem preduzeće finansira operativnu imovinu (obrtna sredstva) da bi održalo poslovnu aktivnost na istom nivou.

Ad 2)

Za održavanje datog gotovinskog ciklusa preduzeće je potrebno prosečno 5.000.000 n. j. ($100.000 \text{ n. j} \times 50$). Sedamdesetog dana se izjednačavaju odlivi i prilivi, jer suksesivna kupovina od 100.000 n. j. traje 70 dana ($30+40$), a otplata počinje dvadesetog dana i traje do završetka gotovinskog ciklusa.

Sa kolikim prosečnim saldom gotovine preduzeće može da izvrši plaćanja u iznosu od 5.000.000 n. j. godišnje? Analizom se došlo do sledećih podataka:

- a) koeficijent obrta zaliha je 8;
- b) koeficijent obrta kupaca je 10;
- c) koeficijent obrta dobavljača je 9;
- d) oportunitetni troškovi držanja gotovine su u visini kamate 10% na godišnjem nivou.

Proračun na bazi datih podataka:

- 1) prosečna starost zaliha = $360/8 = 45$ dana;
- 2) prosečna starost potraživanja od kupaca = $360/10 = 36$ dana;
- 3) prosečna starost dobavljača = $360/9 = 40$ dana;
- 4) prosečna dužina gotovinskog ciklusa = $45+36-40 = 41$ dan;
- 5) koeficijent obrta gotovine = $360/41 = 8,78$;
- 6) prosečni saldo držanja gotovine = $5.000.000/8,78 = 569.476$ n. j.;
- 7) oportunitetni troškovi držanja gotovine = $(569.476 \times 10)/100 = 56.948$ n. j.

Preduzeće će u toku godine moći da izvrši plaćanja u godišnjem iznosu od 5.000.000 n. j., sa prosečnim saldom gotovine od 569.476 n. j., koeficijentom obrta gotovine od 8,78 godišnje i ciklusom gotovine u trajanju od 41 dan. Oportunitetni troškovi držanja salda gotovine u dатој visini iznosa kamate su 56.948 n. j. pri stopi ukačivanja od 10% na godišnjem nivou.

Konačno, može se zaključiti da u celini prezentovana analiza likvidnosti pruža informativnu osnovu o održivosti likvidnosti.

Dakle, sasvim je jasan zahtev za kontrolu i održanje likvidnosti. Poremećaj bilo kojeg od izračunatih parametara direktno utiče na poremećaj gotovinskog ciklusa i održanje likvidnosti. A to je u dinamici poslovne aktivnosti kompanije prisutno i nužno zahteva permanentnu analizu novčanog toka.

2. ANALIZA NOVČANOG TOKA

2.1. Novčani tok – geneza shvatanja i iskazivanje

U poslovnom naporu da se održi rast i razvoj poslovanja preduzeća, profit se označava kao racionalna mera performansi, a novčani tok se upoređuje sa „krvnim sistemom“ poslovanja. Pokazalo se da preduzeće ostvaruje profit, ali ne raspolaže dovoljnim novčanim resursima i zbog toga nelikvidnost klizi u bankrot, i obrnuto, preduzeće ostvaruje gubitak, ali još uvek raspolaže novčanim resursima i likvidno je.

To se loše odražava na opšte izkazivanje održivosti. Naspram toga, novčani tok se kvalifikuje i ističe kao „osnovna mera održivosti i odrednica operativne fleksibilnosti – mogućnosti da se pronađu nove investicije i da se firma odbrani od konkurenetskog napada“ (C. G. Fleisher; B. E. Bensoussan, 2009, str. 433).

Najčešća definicija koja se uzima za određenje novčanog toka jeste zarada pre oporezivanja i zarada pre odbitka kamata, poreza, amortizacije i otpisa. Studija o analizi konkurentnosti gde je dato mesto i analizi konkurentnosti novčanog toka, koju su uradili i objavili predhodno navedeni autori, ukazuje na genezu shvatanja i razlike u pojmovnom određenju novčanog toka, na koju ukazujem na nastavku.

Inicijativu za istraživanje je podstaklo usvajanje posebnog izveštaja, „Novčanog toka“, koji se dodao završnom računu u ranim 90-im. Suština je u naglašavanju razlike između profitnog i novčanog toka, za razliku od obračunskog koncepta dobitka (profita) u bilansu uspeha. Bilans ostvarenih prihoda i nastalih troškova se sačinjava po konceptu vremenskih razgraničenja da bi se omogućio jasan uporedivo pregled ostvarenih prihoda i nastalih rashoda i identifikovanost ostvarenih novčanih tokova.

Jedino pravilo koje se strogo poštuje u ovom finansijskom izveštaju je da se svaki put kada kompanija nešto plati dešava novčani odliv, a kada nešto naplati dešava se novčani priliv. Dosledno primeni ovog pravila, isključuje se mogućnost manipulacije prikazivanja boljeg stanja poslovanja nego što jeste i prikrivanje prethodnih skorog bankrotstva. Dosledno tome, izveštaj o novčanom toku je podešen tako da pruža odvojeno informacije o novčanim tokovima iz operativnih, finansijskih i investicionih aktivnosti.

Rani pokušaji analize novčanog toka bili su bazirani na izveštajima obračunskog računovodstva. Suština analize održivosti, pored profita, temeljena je na pokazatelju tekuće likvidnosti, tj. na usklađenosti tekućih sredstava i tekućih obaveza. Još 1919. godine Aleksandar Val (Alexander Wall) je potvrdio da je tekući racio nestalan i da nije najbolji parametar za predviđanje održivosti odnosno propasti preduzeća. On je ukazao na druge faktore koji uzrokuju promene u poslovnoj aktivnosti preduzeća pre nego što se ta mogućnost uoči i predviđi bankrot.

Vinaker (Winaker) i Šmit (Smith) ističu da se analiza novčanog toka ne može napraviti izolovano za jedno preduzeće bez njenog dovođenja u neposredno poslovno okruženje sektora kojem ona pripada, koji se mora odrediti i razumeti.

Godine 1966. Vilijam Bever (William Beaver) fokusirao se na analizu novčanog toka na osnovu jedinstvenog okvira koji je vezan za knjigovodstvene pokazatelje.

Investitoru kao Varerenu Buferu (Warren Buffet) preferiranje novčanog toka objašnjavaju na sledeći način: „Dugoročno naglašavanje knjigovodstvenih izveštaja u odnosu na ekonomsku supstancu donosi veoma male rezultate u obe oblasti.“ „Preference naših akvizicija idu u cilju poslovanja koje stvara gotov novac odnosno dobit, a ne one koje ga troše... kako god bili aktivni brojevi koji pokazuju

zaradu, ostajemo nepoverljivi prema poslovima koji ne mogu da iskažu poslovanje odnosno dobit u gotovini."

Godine 2001. Mekinsey and Co. objavili su procenu kompanija koje prikazuju preko interneta (tzv. dot-kom kompanije), a koja je usledila kao rezultat kolapsa procenjenih kompanija, koje zapravo ništa ne vrede.

U tom kontekstu, investicione banke koriste metodu analize diskontovanog novčanog toka, jer su usmerene da utvrde da li će dužnik izvesno moći da zaradi dovoljno slobodnih novčanih sredstava kako bi mogao redovno da servisira dug.

2.2. Operativno i strategijsko objašnjenje i implikacije novčanog toka

Analiza novčanog toka je orientisana na:

- (1) operativnu – tekuću analizu novčanog toka, ili istorijsku analizu odnosno analizu ex-post i
- (2) strategijsku analizu novčanog toka ili buduću – ex-ante analizu.

Polazna premla u celini analize novčanih tokova jeste identifikacija slabosti i ograničenja odnosno mogućih snaga i prednosti koje su osnova procene održivosti i konkurenntske pozicije preduzeća. Naravno, samo analizom likvidnosti i novčanog toka ne može se spoznati i odrediti u potpunosti održivost i konkurenntsnost preduzeća. Međutim, ovom analizom se doprinosi validnost opšte poslovne analize.

Tekuća – operativna – istorijska analiza novčanog toka je primarno orientisana ka čitanju izveštaja o novčanim tokovima: operativnim, investicionim i finansijskim, identificujući prilive i odlive novčanih resursa.

Svrha je da se ima u vidu kompletna alokacija izvora i korišćenja novčanih fondova. Utvrđivanjem neto novčanog toka na osnovu razlike krajnjeg i početnog stanja gotovine pri čemu se izdvaja dugoročna i kratkoročna analiza izvora i korišćenja-upotrebe novčanog fonda sadržanog u "rezervoaru" kroz koji fluktuiraju novčani tokovi.

Strategijska – buduća – *ex-ante* analiza novčanog toka se fokusira na buduće – projektovano održavanje i postojanje – konkurenntsnost preduzeća. Reč je o analizi i projektovanju modela novčanog toka na relaciji okruženje – preduzeće, u kome preduzeće preferira ostvarivanje viškova ili manjkova novčanih resursa u budućim godinama poslovne aktivnosti. Viškovi ostvarivanja novčanih sredstava su strategijski novčani tok koji menadžmentu daje mogućnost ulaska u nove investicije, povrat akcionarima ili smanjivanje troškova.

Analiza novčanog toka nije samo povezana sa održivošću poslovanja i postojanja preduzeća, već ima i šire implikacije:

Prvo, sloboden novčani tok je glavna determinanta fleksibilnosti, omogućuje preduzeću ulazak u nove investicije ili da preduzima nove strateške pravce razvoja preduzeća.

Drugo, sloboden novčani tok je glavna strateška snaga – poluga za podsticanje i prenos strategija i na druge delove istog preduzeća.

Treće, novčani tok, njegova stabilnost i održanje naglašava stilove i ciljeve menadžmenta.

Po mišljenju Varda (Ward), sposobnost zadržavanja stabilnosti novčanog toka postiže se finansijsko zdravlje i stabilnost.

Foster i Vard (Foster and Ward) tvrde da ispitivanje interakcija između operativnog, investicionog i finansijskog novčanog toka ukazuje na nivo finansijskog stresa u kojem se nalazi preduzeće i obezbeđuje informacije za korekciju.

Održiva stopa rasta i njena projekcija je finija varijanta analize novčanog toka.

Ovaj koncept analize je definisao i uveo u praksu analize Robert Higgins (Robert Higgins) 1977. godine. Suština je u utvrđivanju odnosno projektovanju mere koliko preduzeće može da poveća svoju prodaju – prihod, a da ne povećava, odnosno da ne probije prihvatljivu i održivu meru koeficijenta zaduženosti. Ovu stopu rasta određuju:

- (a) potreban nivo sredstava za podršku prodaji,
- (b) prodajna marža – profit,
- (c) koliko je profita izašlo iz preduzeća u formi dividendi i
- (d) nivo zaposlenosti.

Za projektovanje novčanog toka u budućem dužem periodu koriste se analiza osetljivosti i analiza scenarija radi izbora opcija – alternativnih rešenja.

Polazna osnova je temeljna *ex-ante* analiza novčanog toka i šire – opšta analiza preduzeća – okruženje. Primena ovih metoda analize temelji se na prepostavkama analize osetljivosti – "šta ako", a više "šta ako" daje metod analize scenarija. Veština i znanje analitičara i pouzdanost polaznih prepostavki daju validnost konačno projektovanom višegodišnjem toku gotovine.

Računovodstvo i finansijski izveštaji jesu nezaobilazni polazni izvor podataka i informacija. Međutim, opreznost računovođe – analitičara poverenje u finansijske izveštaje ne isključuje opreznost prema mogućim manipulacijama u okviru kreativnog računovodstva, na koje analiza novčanog toka ne ukazuje.

Konačno, za poslovnu analizu uopšte, pa i analizu održivosti i konkurenntsosti poslovanja i novčanog toka preduzeća, nisu dovoljni samo izveštaji. Kompleksnija analiza zahteva poznavanje drugih alata za celishodnu i validnu analizu svakog segmenta i u celini poslovanja preduzeća. Neke od povezanih alata i tehnika analize novčanog toka čine: (a) analiza konkurenata, (b) kost-benefit analiza, (c) finansijska analiza, (d) istorijska analiza tendova, (e) analiza sektora, (f) predviđanje tržišta, (g) održiva stopa rasta.

3. ISTORIJSKA I BUDUĆA ANALIZA NOVČANOG TOKA

Za istorijsku (*ex-post*) i za buduću (*ex-ante*) analizu novčanog toka ključna je održivost; to jest da li novčani tok može održati plaćanje obaveza i/ili rast kapitala. Stoga se za validnost ovih analiza preporučuju sledeći saveti (C. S. Plezsher; B. E. Bensussan, str. 441–442).

A. Preporuke za istorijsku analizu gotovinskog toka

1. Da li su brojevi racionalni? Ako se veruje da su brojevi manipulisani, nema smisla raditi analizu. Dovoljan je letimičan pogled da se vidi da li postoje takve cifre koje mnogo odstupaju, ili koje ukazuju na moguće netačno iskazivanje.
2. Koji je glavni izvor toka gotovine i koliko je bio stabilan proteklih nekoliko godina? Za start-ap (start-up) poslovanja se očekuje da imaju gubitak u ranim godinama u poslovanju, tako da je jedini izvor novčanog toka ubrizgivanje kapitala. Međutim, kada je poslovanje stalno na svoje noge, očekuje se da glavni izvor novčanog toka bude iz operativnog poslovanja.
3. Postoji zabrinutost u vezi sa korišćenjem rizičnih izvora finansiranja.
4. Takođe, postoji zabrinutost ako se strategija proširenja bazira na zaduženju. Mora postojati bilans između dugovanja i kapitala, kako

bi se održala stopa zaduženosti. Zaduživanje je opasnije ukoliko postoje velike divedende, tako da se preveliki iznos sredstava odliva putem isplate zarade akcionarima.

B. Preporuke za buduću analizu novčanog toka

1. Opet je ključna reč održivost. Da li je novčani tok došao iz stalnih i tekućih operacija ili potiče iz nastalih povremenih poslova?
2. Ako se buduća analiza novčanog toka prikaže kao predviđanje, opet se mora testirati da li je to predviđanje korektno izračunato, pre nego što se kreće u podrobniju analizu. Pregledati da li postoje veliki brojevi koji su neobično veliki ili menjaju trend u posmatranom periodu.
3. Da li su svi elementi uključeni u predviđanje? Opšta greška je da se izostave efekti rasta na potrebe obrtnog kapitala.
4. Sledeće, da li su pretpostavke u vezi sa predviđanjem budućeg gotovinskog toka racionalne? Projekcije uvek dobro izgledaju na papiru, ali koliko će kompanija prikazati da predviđa pad poslovanja ili negativni gotovinski tok? Međutim, da li su pretpostavke povezane sa tekućim pokazateljima i šta se može očekivati u budućem poslovanju?
5. Da se procenila racionalnost pretpostavki, analitičar mora da razume industriju odnosno sektor, konkurenčiju i samo poslovanje. Predviđanja budućeg novčanog toka ne treba napamet dati i raditi, već na osnovu potrebne analize svih važnih pokazatelja.

3.1. Temeljni elementi u procesu korišćenja tehnika analize

41

Analiza novčanog toka, kako je već konstatovano, radi se retko i netemeljno. Razlog tome je što analiza novčanog toka zahteva od računovođa jasan pristup i problemsku orientisanost analize sa jasnim metodološkim određenjem toka analize. Kako je ova analiza kompleksna i teška, bez postojanja opšteprihvatljivog –

standardizovanog modela analize, na koji su računovođe naviknuti da im se ponudi, uz rizik pojave brojnih grešaka, može se razumeti zapostavljenost, ako ne i izbegavanje ovog vira analize. Naspram toga, studije analize novčanog toka koje nudi naučna literatura i najbolja praksa analize novčanog toka u razvijenim tržišnim privredama, upućuju na objektivnu nužnost ove analize i nude određene koncepte polaznih elemenata koje treba poznavati i razumeti.

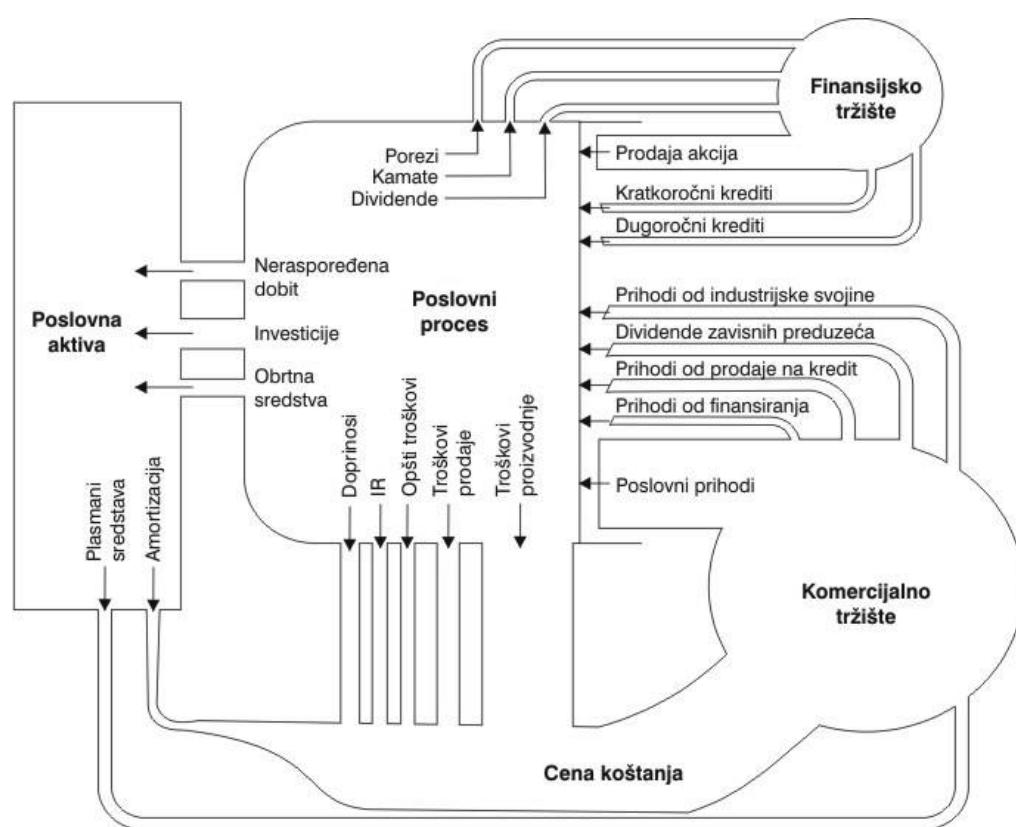
Za analizu novčanog toka od strane računovođa – analitičara neophodno je znanje i veština primene sledećih temeljnih elemenata i orientacije ove analize:

1. jasna predstava novčanog toka kao "krvotoka preduzeća" kojim se prenosi vrednost unutar procesa preduzeća i transakcije na tržištu;
2. upodobljavanju novčanog toka sa ključnim komponentama operativnih i neoperativnih tokova gotova gotovine;
3. oslonac i korišćenje prilagođenog finansijskog izveštaja, standardizovanog za analizu novčanih tokova;
4. koncipirani bilans novčanih tokova i identifikacija izvora i korišćenje izvora novčanog toka.

Reč je o elementima neophodnim za analizu novčanog toka, ali i alatima analize koji ohrabruju računovođe – analitičare na preuzimljivu aktivnost u ovom domenu analize.

Novčani tok: "krvotok preduzeća". U fokusu je složenje iskazivanje priliva i odliva novčanih tokova. Pored identifikacije novčanih tokova unutar procesa samog preduzeća, njime se prezentuje uvid i u novčane tokove na relaciji preduzeće-tržiste.

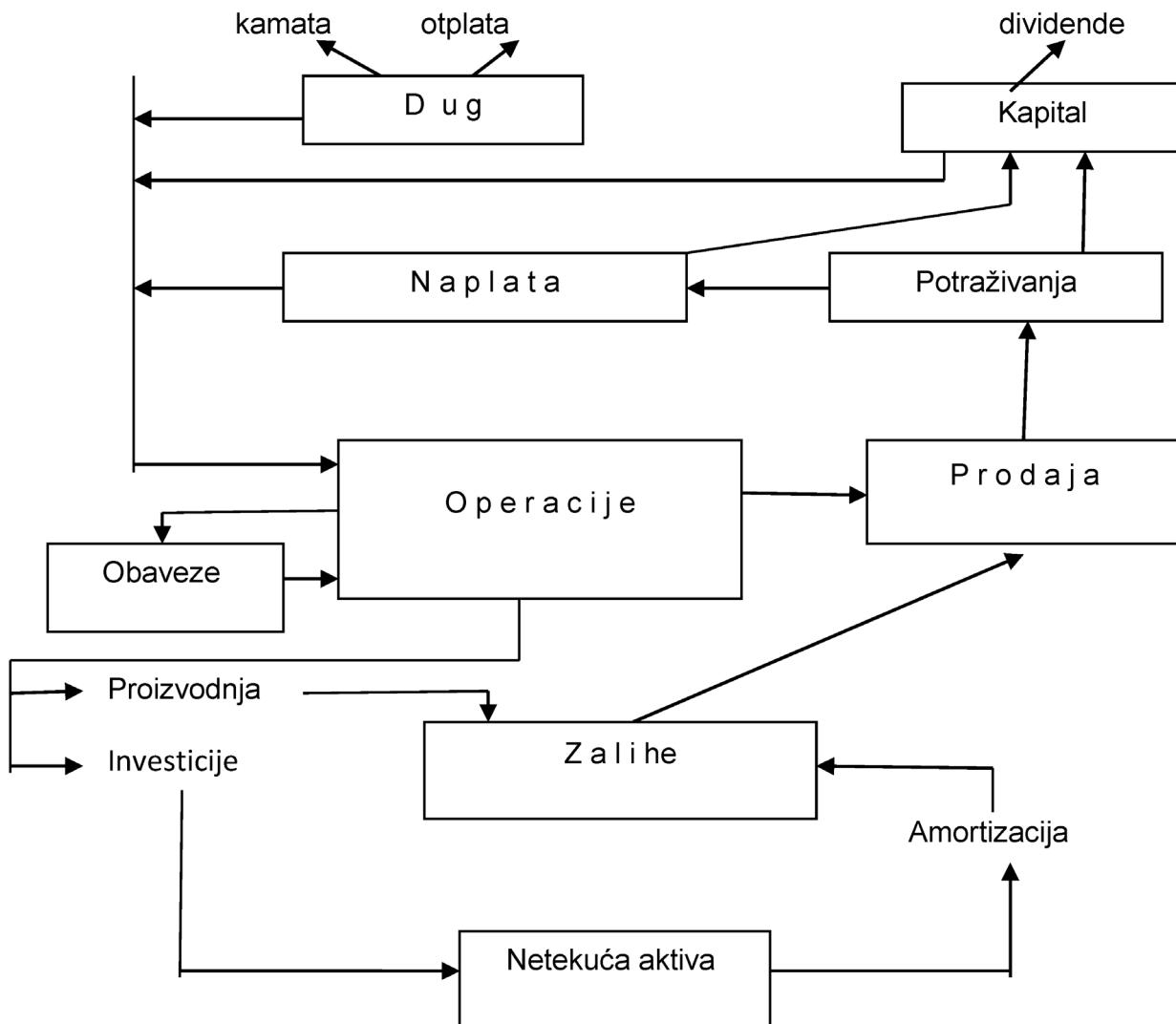
Naravno, u pitanju je komercijalno tržiste sa kojim preduzeće ima transakcije novčanih tokova iz operativne aktivnosti po osnovu prodaje roba i usluga. Potom, sa finansijskim tržistem sa kojim preduzeće ima transakcije neoperativnih aktivnosti. To dovoljno ilustruje sliku 2.



Slika 2. Novčani tok kao "krvotok" preduzeća

Prethodno prezentovanje novčanog toka nije dovoljno za razumevanje novčanog toka za analizu. U tu svrhu je ponuđen novčani tok koji "operacije" koje ga određuju predstavlja u finansijskim

izveštajima kao prihode – odnosno finansijske performanse. Slika 3. ilustruje komponente novčanog toka.



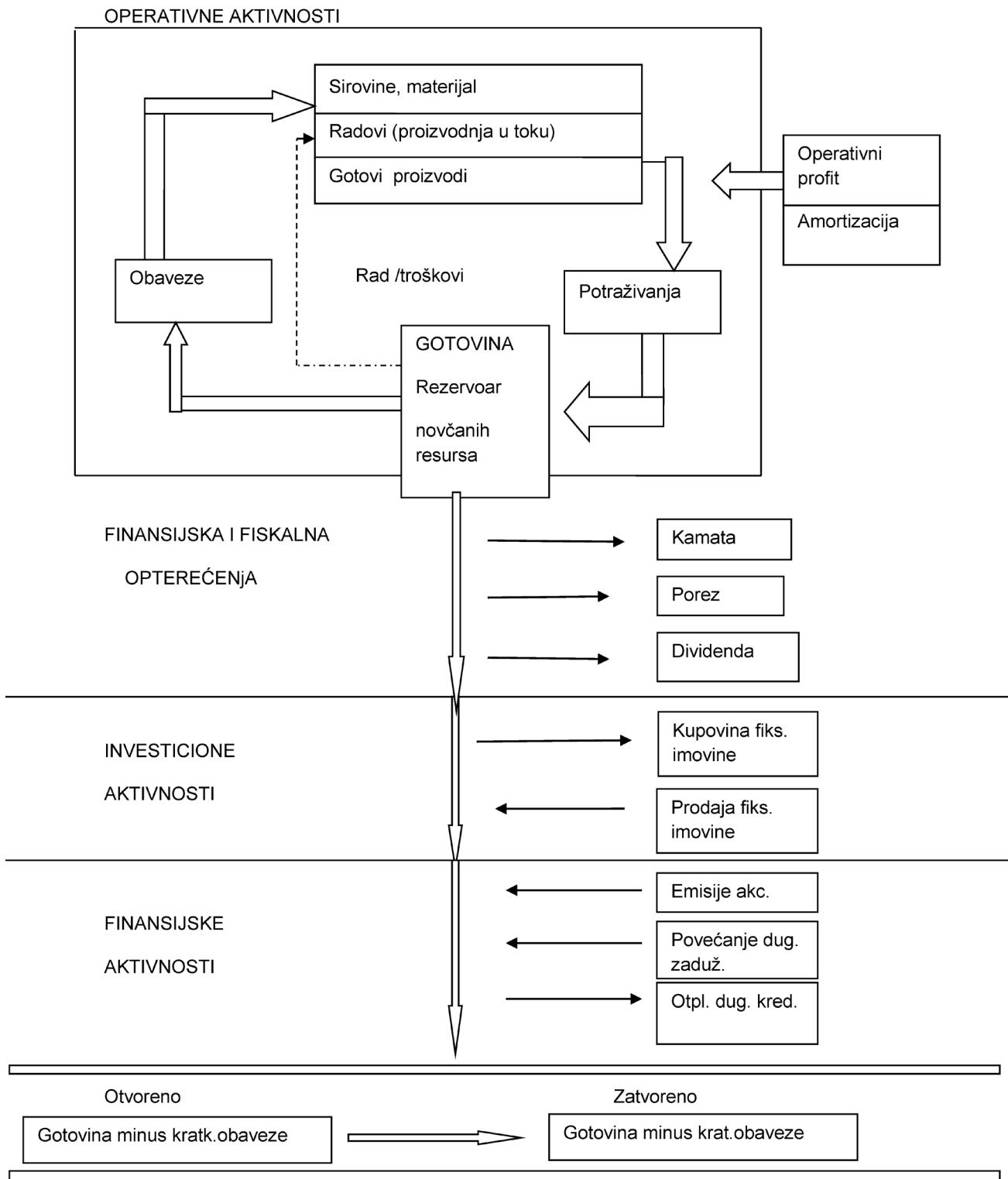
Slika 3. Novčani tok za praktičnu analizu – identifikacija komponenata

Elementi prezentovanog novčanog toka iskazuju finansijsku poziciju preduzeća.

Za potrebe analize novčanog toka, koja produkuje dovoljnu informativnu podršku investitorima i bankarima, Bord finansijskih i računovodstvenih standarda (FASB) iz nekoliko razvijenih zemalja preporučio je standardizovani finansijski izveštaj. Standardom se reguliše identifikovanje posebnih komponenti novčanog toka i njihovih ekvivalenta: (1) operativne aktivnosti, (2) finansije i porezi, (3) investicione aktivnosti, (4) finansijske aktivnosti.

Glavne tokove izveštaja novčanog toka prezentuje slika 4. (Key management ratios, str. 151):

Slika 4. prikazuje glavne tokove izveštaja novčanog toka u preduzeću.



Slika 4. Glavni tokovi izveštaja novčanog toka

Prihvatanje i razumevanje prezentovanog standardizovanog izveštaja za analizu novčanih tokova zahće izvesna podrobnija objašnjenja. Očigledno da je u osnovi izveštaj o novčanim tokovima koncipiran sa jasnom podelom na:

- novčane tokove gotovine iz operativnih aktivnosti kao ključni zaokruženi novčani tok – koga upotpunjavaju i efektuiraju operativni profit – neto dobit i amortizacija;
- novčani tokovi finansijskih i fiskalnih opterećenja koji u celini umanjuju značajan profit – dobit;
- iz investicionih aktivnosti koje dugoročno umanjuju i uvećavaju profit – dobit, finansijskih aktivnosti koje čine finansijske tokove

po osnovu dugoročnih priliva i odliva – po osnovu povećavanja dugoročne zaduženosti; i

- konačno, rezultira razlikom početnog i krajnjeg tekućeg novčanog toka, kojim e preduzeće raspolaže ili mu nedostaje.

Suština je u usmeravanju analičara ne samo da razume date pozicije novčanog toka nego i da locira gde su uzroci dobrog i lošeg korišćenja izvora novčanog toka.

Usmerenost datog izveštaja za analizu novčanog toka je u planiranju iskazivanja tokova profita – dobiti i njegovog iskazivanja u konceptu bilansiranja novčanih tokova.

Shvatanje novčanog toka iz poslovnih aktivnosti se može razumeti prenošenjem vrednosti, počev od obaveza kojim se obezbeđuju materijali i sirovine kako bi one prešle u proces stvaranja gotovih učinaka – proizvoda i usluga roba. U tom procesu gotovina se menja u formi plaćanja dobavljačima, rada i utrošaka. Gotovi učinci su sledeća arterija valorizacije vrednosti na tržištu prihvatljive od kupaca – izražene u vidu potraživanja. Naplatom potraživanja se vrednost novčanog toka prenosi u novčani gotovinski „rezervoar“ novčanih resursa. Time se zatvara novčani tok iz poslovnih aktivnosti.

Uključivanje profita (dobiti) u operativni novčani tok je razumljivo, jer on rezultira, u suštini, iz tog novčanog toka, samo je razlika u njegovom iskazivanju, odnosno obračunu na osnovu tokova prihoda i rashoda.

Priklučivanje amortizacije operativnom novčanom toku proističe iz njegovog definisanja: operativni novčani tok = operativni profit (dabit) + amortizacija.

Amortizacija se u obračunskoj osnovi tretira kao trošak za koji se umanjuje profit – dobit preko rashoda u iskazivanju prihoda, a li ne uzrokuje odliv gotovine. Čini je, zapravo, odloženim plaćanjem do momenta likvidacije fiksne imovine i nabavke nove za zamenu. Amortizacija u obračunu dobitka smanjuje dobit, ali i isključuje odliv gotovine po osnovu poreza na dobit, što povećava održanje gotovine i likvidnost.

Zbog činjenice da je fiksna oprema – imovina sve savršenija i visoke vrednosti, ali brzog zastarevanja zbog tehničkog progresa, mnoge firme imaju visoku amortizaciju, držeći se gesla da, dok je god amortizacija veća od gubitka, novčani tok je pozitivan. Naravno, to je moguće ako država svojim propisima zaštite fiskalnog finansiranja to omogućava.

U analizi neoperativnih aktivnosti, prioritet je na finansijskim i fiskalnim opterećenjima – kamate, porezi i dividende, jer ona, prema istraživanjima, čine 75% umanjenja dobiti.

Istovremeno, upućuju na uzroke zaduživanja, poresku politiku države i politiku plaćanja ili zadržavanja dividendi, što umanjuje ili omogućuje rast i razvoj poslovne aktivnosti preduzeća.

Segment finansijskih aktivnosti upućuje na odliv gotovine kupovinom fiksne imovine. Analitičar treba da ima na umu da amortizacija i gotovina stečeni prodajom likvidirane fiksne imovine nisu dovoljni za kupovinu nove, koja je skupljia i savremenija, pa zahteva dodatno dugoročno zaduživanje i odliv gotovine. Naspram toga, prodaja fiksne imovine je najčešće iz nužde.

Novčani tok finansijskih aktivnosti produkuje povećanje gotovine dugoročno: (a) emisijom akcija, pogotovo kad uspešno kotiraju na berzi novca i kapitala, i (b) po osnovu dugoročnog zaduživanja. Naravno, odlivi se efektuiraju u otplati duga. Pri ovom segmentu ne treba zaboraviti i kratoročna zaduživanja koja su smeštena u segment finansijskih i fiskalnih opterećenja.

Praksa i nastojanje banaka jeste da preferiraju kratkoročne pozajmice nad dugoročnim. Razlog je smanjenje rizika povrata duga i sklonosti dužnika da posezanjem za kratkoročnim pozajmicama rešava probleme tekuće likvidnosti. Računovoda ne sme smetnuti sa uma ocenu odnosa prema sklonosti bankara „kada su vremena loša i tržište ne funkcioniše dobro, bankari moraju biti obazrivi, konzervativni i strogi.“

Njihov posao se često upoređuje sa čovekom koji je spreman da pozajmi kišobrane kada je lepo vreme, pa ih traži nazad kada počne da pada kiša“ (Ser Geoffrey Crowther).

Smisao poznavanja datih elemenata u okviru prezentovanog bilansa novčanih tokova prilagođenog za analizu je orientacija i sposobnost analitičara da uoči i utvrdi uklapanja i neuklapanja priliva i odliva gotovine, nego otkrije uzroke i predloži mogućnost njihovog održanja na duži rok. Pri tome, analitičar se pridržava temeljnih pravila:

1. Ako se sva potraživanja prispeva za naplatu naplate, a sve obaveze prispevaju za plaćanje plate – poremećaja u novčanom toku nema.
2. Svi odlivi novčanog toka mogu da budu i prilivi novčanog toka. Tako povećavanje troškova povećava odlive gotovine, a smanjenje troškova povećanje priliva gotovine. Ili, zaduženje povećava gotovinu ali otplate kamata i glavnice duga smanjuje gotovinu. Odlaganje poreza povećava gotovinu, prispeće za naplatu smanjuje porez na rate.

Analiza novčanog toka primenom bilansnog metoda je ispitivanje i ocena alokacije izvora i upotrebe odnosno korišćenja novčanih fondova (Key management ratios, str. 136–148). Svrha je da se ključnom menadžmentu racio analizom daju filtrirane informacije o važnijim izvorima i upotrebi novčanih fondova u tekućem i predhodnom bilansnom periodu. Na osnovu te analize menadžeri će donositi odluke o racionalnom upravljanju dugoročnim i kratkoročnim tokovima gotovine i održanju njene stabilnosti.

3.2. Studija slučaja – važniji segmenti analize novčanog toka

Analiza novčanog toka nije sama sebi cilj, već je dobro oruđe da se kombinuje sa nekoliko drugih analitičkih tehniki i da bude kontrolna baza za druge tehnike, kako bi rezultirala relevantnim i pouzdanim informacijama korisnim za upravljanje održivošću i konkurentnošću novčanog toka. Za potpuni uvid izlaze se kompletna studija slučaja. Implementaciju datog modela analize novčanog toka i shvatanja da finansijski izveštaj o novčanom toku nije samo statistički podatak u setu finansijskih izveštaja, već dragoceni izvor podataka i informacija za analizu likvidnosti i novčanog toka, ključne poluge za ostvarivanje konačnog cilja preduzeća.

To se ilustruje visokoindikativnim segmentima analize.

Analiza izvora i korišćenja fondova novčanog toka – metod bilansa

Za analizu novčanog toka je polazni bilans novčanih tokova gde su prikazani izvori i upotreba novčanih fondova.

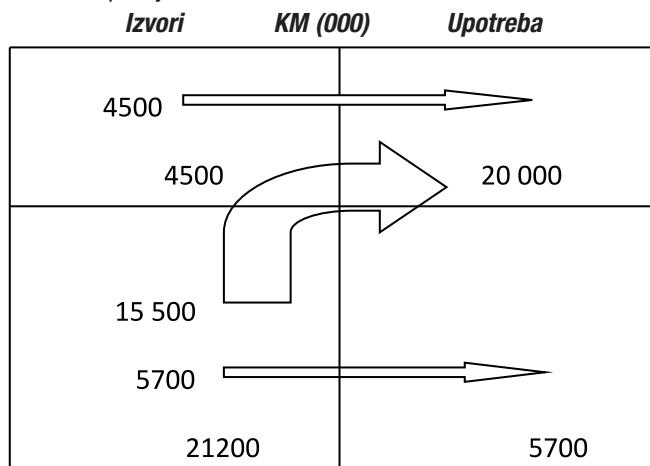
Bilans stanja (KM 000)	Period		Izvori	Upotreba
	prethodni	tekući		
Sredstva				
Osnovna (fiksna sredstva)	45000	6500		20000
Obrtna sredstva	25000	28700		3700
• Zalihe				
• Potraživanja (kratkor.)	30000	32000		2000
• Novčana sredstva (gotovina)	3500	0	3500	
Ukupna sredstva	103500	125700		
Obaveze				
• Akcijski kapital	36000	3600	2500	
• Rezerve	19000	21500	2000	
• Dugoročni zajmovi	16000	18000		
Tekuće obaveze				
• Kratkoročne obaveze	27500	34000	6500	
• Bankarski krediti (kratkoročni)	0	10200	10200	
• Porezi	5000	6000	1000	
Ukupno obaveza	103500	125700	25700	23700
Bilans novčanog poravnjanja				
A Početna novčana pozicija				3500
Odlivi novca				
Osnovna fiksna sredstva	(20000)			
Zalihe	(37000)			
Potraživanja	(2000)			
B Ukupni odlivi nov. sred.	(25700)			
Prilivi novčanih sredstava				
Rezerve	2500			
Dugoročni zajmovi	2000			
Kratkoročne obaveze	6500			
Porezi	1000			
C Ukupni odlivi nov. sred.	12000			
D Neto novčani tok (V-B)				(13700)
Zaključna novčana pozicija (A-G)				(10200)

Preduzeće je ostvarilo negativan novčani tok u visini 10.200.000 KM. Glavni izdatak gotovine je dugoročna upotreba (korišćenje) zbog kupovine osnovnih sredstava u vrednosti od 20.000.000 KM. Tu dugoročnu kupovinu fiksne imovine pratio je iznos od 5.000.000 KM dugoročno primljene gotovine preko rezervi i dugoročnih pojmica, i znatno je ispod izdatka za kupovinu date fiksne imovine.

Poremećaj u dugoročnoj finansijskoj ravnoteži povlači za sobom poremećaj u kratkoročnoj ravnoteži, jer se deficit u odnosu izvora i upotrebe gotovine u domenu dugoročne ravnoteže izravnava preko kratkoročnih izvora, što ugrađava likvidnost preduzeća. Najveći deo gotovine se priliva iz potraživanja i bankarskih kredita koji se moraju otpлатiti u roku od 12 meseci. Preduzeće je koristilo kratkoročne

obaveze da bi finansiralo dugoročna sredstva. Ovaj vid finansiranja uz evidentno povećanje tekućih obaveza upućuje na rast rizika

za održavanje tekućeg racija likvidnosti. To dokazuje plastično i sledeća kocka trenda:



Analizom datog trenda uočava se pojačano kretanje u novčanim fondovima gde je kratkoročno pozajmljeno 15.500.000 KM i dugoročno investirano. Ovakva strategija nosi rizik teškoća izvlačenja novčanih sredstava iz investicija u kratkom roku za koji se kratkoročne pozajmice moraju otplatiti. To će dovesti preduzeće u novo zaduživanje uzimanjem kratkoročnih pozajmica za rešavanje tekuće likvidnosti.

Datom strategijom je poremećen princip uklapanja u finansiranju dugoročnih zaduženja dugoročnim izvorima, a kratkoročnih zaduženja kratkoročnim izvorima. Takođe je poremećen princip "srazmernosti odnosa duga i akcijskog kapitala". Iz odnosa 60%

duga prema 40% akcijskog kapitala je za očekivati da će novčani fondovi pratiti ovu situaciju. U datom primeru analize taj odnos je 90% duga prema 10% akcijskog kapitala, koji čine date fondove novčanog toka (23200 : 5000). U ovom slučaju odnos duga prema akcijskom kapitalu je pomeren sa 47% na 54%, što je loše i za brigu menadžmentu.

Iz istorijske analize novčanog toka, iz sumarno iskazanih vidova trenda ukrštenih delova novčanog toka iz dve tačke operativnih, investicionih, finansijskih aktivnosti, jasno se mogu uočiti slabosti. Taj segment analize ilustruje slučaj preduzeća „Y”

U milionima KM			
G o d i n e	2013.	2014.	2015.
Neto iz operativnih aktivnosti	100	50	63
Neto iz investicionih aktivnosti	- 400	- 349	- 117
Neto iz finansiranja	200	136	138

Tabela 1. Elementi novčanog toka preduzeća „Y”

Ukrštanjem trenda neto nočanih tokova analiza upućuje na sledeće:

1. Preduzeće se nalazi u razvoju.
2. Pad neto operativnog novčanog toka (100:63), izrazito negativan neto novčani tok investicija i visoki iznosi neto novčanog toka iz finansiranja upućuju na permanentno zaduživanje kompanije.
3. U celini, preduzeće gubi konkurenčku moć, održivost i fleksibilnost na tržištu. Pretnja od bankrotstva je očigledna.

Strategija preduzeća „Y” se izvesno mora usmeriti na restrukturiranje uz podršku banke, nadajući se da će banka dati prioritet spasu od bankrota da bi spasila svoj kapital koji je značajno uložen u razvoj.

Druga moguća opcija je pripadanje ili prodaja jačem konkurentu.

Buduća analiza novčanog toka je složenija. Validnost ove analize zavisi od poznavanja profila preduzeća, slabosti, mogućnosti, šansi i pretrji u odnosu na konkurentno poslovno okruženje. Potrebno je eksperatsko znanje analitičara, jer formulisanje ostvarivih pretpostavki u prognostici buduće analize to zahteva. Pored toga, analitičar mora znati koristiti instrumente analize osetljivosti i analize scenarija. Ovaj model analize pretpostavlja validnu i temeljnju istorijsku analizu od koje buduća analiza polazi. Za ilustraciju ovog segmenta analize prezentuje se primer iz studije kompanije Pover (Power) iz analize konkurentnosti na tržištu piva.

Godina 1	Godina 2	Godina 3	Godina 4	Godina 5	Godina 6
Pad obima za 10% posle prve godine					
- 40,7 mil. USD	13,3 mil. USD	14,4 mil. USD	14,7 mil. USD	14,6 mil. USD	14,4 mil. USD
Pad obima za 20% posle prve godine					
-40,7 mil. USD	-1,6 mil. USD	-1,7 mil. USD	-1,6 mil. USD	-1,4 mil. USD	-1,3 mil. USD
Pad cena za 10% posle prve godine					
-40,7 mil. USD	12,1 mil. USD	17,3 mil. USD	18,0 mil. USD	18,0 mil. USD	18,0 mil. USD
Pad cena za 20% posle prve godine					
-40,7 mil. USD	-6,5 mil. USD	4,4 mil. USD	4,9 mil. USD	5,5 mil. USD	6,2 mil. USD
Pad cena i obima za 20%, uključujući i obrt kapitala					
-43,3 mil. USD	-28,2 mil. USD	-23,8 mil. USD	-25,2 mil. USD	-26,7 mil. USD	-27,5 mil. USD

Tabela 2. Varijante analize novčanog toka

Očigledno, rast i održivost toka su nemogući, zbog negativnog novčanog toka koji prouzrokuju pad obima, a potom i pad obima i cena. Spas je moguć u zajedničkim ulaganjima sa vodećim konkurentom na tržištu širim od domicilnog.

Studija slučaja buduće analize jeste vrednovanje postavljenog modela sa racionalnim prepostavkama i testom osetljivosti, i pokazuje da li su date strategije i poslovni plan dobri ili loši.

Objektivnost i pouzdanost date analize se obavezno testira FAROUT kriterijumima (FAROUT – engleski akronim):

F – buduća orientacija – srednja do visoka. Model novčanog toka je sinteza svih tehnika koje treba posmatrati u budućnosti.

A – Tačnost – srednja do visoka za istorijsku analizu novčanog toka. Tačnija je ili barem pouzdanija nego ostali računovodstveni parametri. Za buduću analizu novčanog toka, tačnost bi bila srednja. Modeli zahtevaju dobro razumevanje poslovanja i njegovog okruženja, kao što često zahtevaju i određene veštine u modeliranju i poslovanju.

R – Efikasnost resursa – niska. Neke informacije se mogu dobiti iz javnih dokumenata, ali mnogi detalji o operativnosti zahtevaju internu analizu poslovanja i mogu zahtevati poznavanje marketinga, tehnike, operacija i oporezivanja.

O – Objektivnost – srednja. Kod istorijske analize je prilično visoka. Upotreba nekoliko prepostavki u predviđanju može biti pod političkim uticajem ili želje da se vidi lepše nego što jeste. Postoje alati za testiranje racionalnosti prepostavki, kao što su trendovi, tehničke procene (korišćenje kapaciteta) i analiza prelomne tačke.

U – Korisnost – visoka. Dobro postavljeni modeli imaju veliku upotrebu za stratešku i poslovnu procenu, kao i za analizu konkurenatske situacije i alternativne strategije.

T – Blagovremenost – niska do visoka. Istorija analiza novčanog toka se može uraditi veoma brzo iz domena javnog informisanja. Modeli složenog predviđanja mogu zahtevati dosta vremena kako bi se napravili i upotrebili.

Naša teorija i praksa analize se isključivo oslanjaju na podatke koje pruža računovodstvo. Nema sumnje, bez računovodstva nema validne analize, ali računovodstvo nije jedini i dovoljan izvor podataka i informacija za obuhvatniju poslovnu analizu. To potvrđuje i činjenica da su za buduću analizu korišćeni povezani alati i tehnike:

analiza konkurenata, kost-benefit (cost-benefit) analiza, finansijska analiza, istorijska analiza trendova, analiza industrije (sektora), predviđanje tržišta, održivost stope rasta.

2. Likvidnost i novčani tok se osnovano preferiraju determinantom rasta i fleksibilnosti kompanije tržišnim promenama.
3. Analiza održivosti likvidnosti se mora proširiti od tekućih racija i njihovih varijanti ka dinamičkim pokazateljima novčanog toka.
4. Analiza novčanog toka ne svodi se samo na njegovo utvrđivanje, već i na njegovo fluktuiranje u odlivima i prilivima gotovine.
5. Konkurentnost novčanog toka ne određuje konkurentnost preduzeća u celini.
6. Analiza naročito budućeg novčanog toka ukazuje na održivost rasta preduzeća ili pretnju bankrota (u razmatranom slučaju).

U celini, ovaj rad treba da podstakne računovode-analitičare u praksi naših preduzeća da cene i koriste analizu finansijskih izveštaja o novčanom toku.

IZVORI

1. Blazek, A., Deyhle, A., Eiselmayer, K. (2014), *Controlling system*, Menadžment centar, Beograd.
2. Fleisher, S. G., Bensoussan, E. B. (2009), *Business and Competitive Analysis*, Fourth Printing.
3. Harvey, D., Melany, E., Atrill, P. (2001), *Accounting for Business*, Butterwirth Heinemann.
4. Kleinebeckel, H. (1993), *Penzügyi és likviditás irányítás*, Saldo.
5. Key management ratios (2002), Prentice Hall, Dablin.
6. Malešević, N. Đ., Starčević, B. V. (2010), *Poslovna analiza*, FPE, Bijeljina.
7. Malešević, N. Đ. (1997), *Cash flow – instrument finansijskog upravljanja*, Finansing broj 12, Novi Sad.
8. Malešević, N. Đ. (2012), *Relevantnost racio analize za odlučivanje o likvidnosti i rentabilnosti*, Zbornih radova, 16. kongres SRRRS, Banja Vrućica.
9. Mikerević, D. (2005), *Finansijski menadžment*, EF, Banja Luka.
10. Mikerević, D. (2005), *Strateški finansijski menadžment*, EF, Banja Luka.
11. Peridon, L., Steiner, M., Rathgeber, A. (2009), *Finanzwirtschaft der Unternehmung*, Verlag Vahlen, München.
12. White, I. G., Sondhi, C. A., Freid, D. (1997), *The Analysis and use of Financial Statements*, John Wiley and Sons.

ZAKLJUČAK

U osnovi, poruke ovog napisa bi se mogle svesti na sledeće ključne kostatacije:

1. Studije o analizi profitabilnosti na dugi rok su bez sumnje značajne, ali ne daju siguran odgovor na opstanak i rast kompanije.

UDK 336.226.331:339.764.2(497.6)

DOI: 10.7251/FIN1603021A

Dinka Antić*

PREGLEDNI RAD

Analiza izmjena politike akciza u svjetlu trendova na tržištu derivata u BiH

Analysis of the excise policy in the context of trends of petroleum products in the market of BiH

Rezime

Politika akciza na derivata u BiH u osnovi podrazumijeva diferenciran pristup prema vrsti derivata. U posljednjih sedam godina dodatno je uvedeno namjensko oporezivanje dizela i benzina putarinom iz cijene derivata, što je podstaknulo nelegalno korištenje lož-ulja za pogon vozila. Nezakonita supstitucija na tržištu derivata nafte u manjila je očekivane fiskalne efekte uvodenja namjenske putarine za auto-puteve i produbila distorzije na tržištu energenata. Prijedlog izmjena Zakona o akcizama u BiH predviđa linearno povećanje akciza na derivata nafte i transformaciju sadašnje nenamjenske putarine u namjensku putarinu za izgradnju puteva i auto-puteva. Rad ima za cilj da na bazi analize dosadašnjih trendova u oporezivanju derivata nafte sagleda implikacije prijedloga izmjena Zakona o akcizama na naplatu prihoda od akciza i putarine i na strukturu tržišta derivata u BiH.

Ključne riječi: akcize, oporezivanje derivata nafte.

21

Abstract

Excise policy on derivatives in BiH basically implies a differentiated approach to the type of products. In the past seven years has been further introduced earmarked taxation of diesel and gasoline toll from the price of derivatives, which encouraged the illegal use of heating oil to power vehicles. Illegal substitution in the market of petroleum products reduce the expected fiscal effects of the introduction of a dedicated toll highways and deepened distortions in the energy market. Proposal for amendments to the Law on Excise Duties in BiH provides a linear increase in excise duties on petroleum products and the transformation of the current improper toll in a dedicated toll for the construction of roads and highways. The work aims to based on an analysis of past trends in the taxation of petroleum examine the implications of the proposed amendments to the Law on Excise Tax on revenue from excise and road tolls and the structure of the derivatives market in BiH.

Keywords: excise, taxation of oil products

UVOD

Donošenje prvog državnog zakona o akcizama u BiH krajem 2004. podrazumijevalo je integraciju politike, legislative, administriranja i prikupljanja prihoda od poreza na naftne derivata na nivou BiH. Na uvoz i promet derivatima nafte ubiru se PDV, akciza i putarina iz maloprodajne cijene derivata. Pored nenamjenske putarine od 0,15 KM/l, koja je naslijedena od entiteta i Distrikta, novim Zakonom o akcizama¹, koji je na snazi od 1.7.2009. godine, uvedena

je i dodatna namjenska putarina za izgradnju auto-puteva u BiH u visini od 0,10 KM/ l derivata. Nenamjenska putarina od 0,15 KM/ l smatra se prihodom budžeta, te se uključuje u redovitu raspodjelu prihoda od indirektnih poreza po koeficijentima raspodjele koje utvrđuje Upravni odbor Uprave za indirektno oporezivanje (UO UIO). S druge strane, namjenska putarina od 0,10 KM/ l predstavlja prihod entitetskih direkcija za auto-puteve, te se raspodjeljuje prema posebnim koeficijentima koje utvrđuje UO UIO.²

* Šef Odjeljenja za makroekonomsku analizu Upravnog odbora UIO i docent na Fakultetu pravnih nauka Panevropskog univerziteta „Apeiron“ Banjaluka.
E-mail: dinka.antic@uino.gov.ba

¹ Zakon o akcizama u BiH („Službeni glasnik BiH“ br. 49/09, 49/14. i 60/14).

² Više: Antić, D. (2015). Implikacije politike selektivnog oporezivanja derivata u BiH, Finnar br. 2, Banjaluka.

Politika oporezivanja derivata nafte podrazumijeva diferenciran pristup:

- s obzirom na vrstu derivata, propisane su niže stope za dizel, kerozin i lož-ulje;
- omogućen je povrat akcize na dizel koji se koristi za zagrijavanje poslovnih i stambenih prostorija, plastenika i staklenika;
- na lož-ulje se ne plaća putarina, jer se pretpostavlja da se koristi za zagrijavanje poslovnih i stambenih prostorija, a ne za pogon vozila;
- rudnici, termoelektrane i željeznice oslobođeni su plaćanja putarine.

Politika oporezivanja derivata nafte nije se mijenjala od 1.7.2009. godine, kada je uvedena namjenska putarina iz cijene naftnih derivata. Od tada, bilo je više inicijativa da se uvedu novi namjenski porezi (npr. za željeznice, za stvaranje rezervi energetika i sl.) ili poveća postojeća namjenska putarina za izgradnju autoputeva. Posljednji prijedlog izmjena Zakona o akcizama³ u osnovi podrazumijeva (i) povećanje poreza na derivate i (ii) prekompoziciju raspodjele prihoda od akciza i putarine između budžeta i namjenskih prihoda entitetskih direkcija za puteve i auto-puteve. Imajući to u vidu, fiskalni efekti⁴ izmjena Zakona mogu se očekivati uglavnom na strani prihoda od namjenske putarine, dok se putarina kao budžetski prihod ukida.

Prijedlog izmjena Zakona uključuje sljedeće:

- povećanje stopa akciza na derivate nafte za 0,15 KM/l;
- transformaciju putarine od 0,15 KM/l u namjensku putarinu za izgradnju puteva i auto-puteva;
- oporezivanje biodizela akcizom i putarinom u nivou oporezivanja dizela;
- oporezivanje tečnog naftnog plina putarinom.

Poredišći ukupno akcizno opterećenje derivata nafte prema postojećem Zakonu i prijedlogu izmjena, može se zaključiti da će najvažniji derivati biti dodatno oporezovani sa 0,15 KM/l + PDV. Akcizno opterećenje kerozina ostaje nepromijenjeno. S obzirom na to da su dizel i biodizel supstituti, korištenje neoporezovanog

biodizela prema sadašnjem Zakonu predstavlja poticaj na legalnu poresku evaziju. Uvođenjem akciza na biodizel koje su identične akcizama na dizel, potrošnja biodizela, kao supstituta dizela, biće svedena na minimum. Oporezivanje tečnog naftnog plina putarinom ima za cilj internalizaciju eksternih troškova koje država snosi za izgradnju i održavanje puteva i auto-puteva na teret vozača vozila na pogon na tečni naftni plin, kao što je sada slučaj sa vozačima koji za pogon vozila koriste dizel i benzin.

1. TRENDovi NA TRŽIŠTU DERIVATA

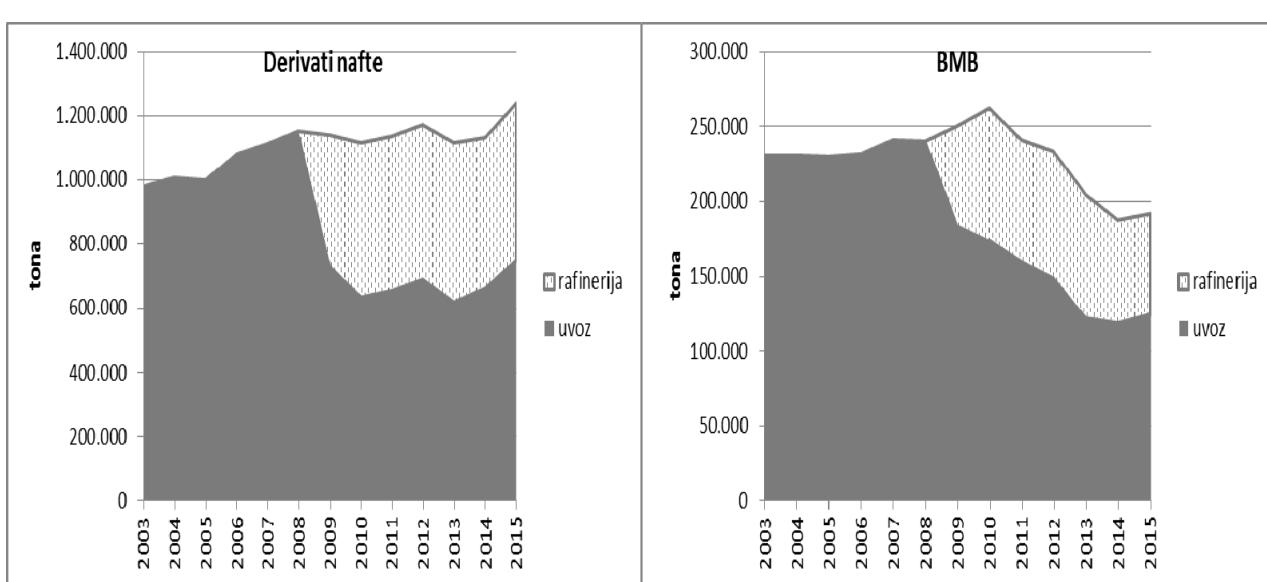
U 2015. godini uvezeno je i stavljen u promet preko 1,2 mil. tona derivata, što predstavlja istorijski maksimum u posljednjih 13 godina (grafikon 1). U odnosu na 2014. godinu, zabilježen je rast ukupne količine oporezovanih derivata nafte za 9,4% (grafikon 2, linija „ukupno“). Pritom je uvoz derivata porastao za 12,8%, a količine domaćih derivata za 5%.

Ovako snažan rast može se objasniti rastom potrošnje derivata zbog djelovanja nekoliko faktora:

- maloprodajne cijene derivata u zemlji su drastično pale, kao odraz pada cijena nafte na svjetskom tržištu, što je utjecalo na rast potrošnje u zemlji;
- potrošnja je dodatno generirana izvana (prekogranična potrošnja i tranzitni promet), zbog niskih maloprodajnih cijena derivata, kao posljedice poreske konkurentnosti BiH (najniža stopa PDV-a i najniže stope akciza u odnosu na okruženje i EU);
- kreirane su dodatne zalihe derivata za slučaj porasta cijena na tržištu.

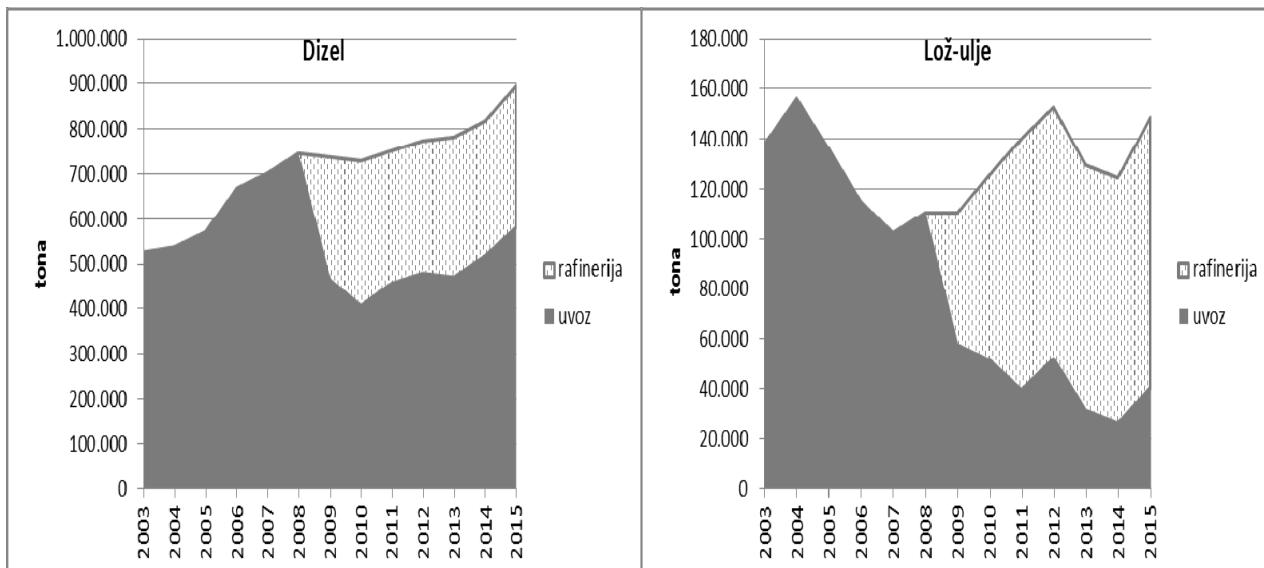
Trend rasta oporezovanih količina derivata u BiH nastavljen je i u 2016. U prvom kvartalu zabilježen je rast od 13,8%, pri čemu su količine domaćih derivata bile na nivou prvog kvartala 2015, dok su količine uvezenih derivata povećane za čak 21,6%. Pored navedenih razloga može se pretpostaviti da je pojačan uvoz derivata u prvom kvartalu ove godine rezultat i najava izmjena Zakona o akcizama koje bi trebalo da donese povećanje akciza na derivate nafte.

Grafikon 1.



³ U proceduri u Parlamentu BiH, www.parlament.ba.

⁴ Više o efektima izmjena Zakona o akcizama i rizicima za ostvarenje projekcija u programskom scenariju projekcija prihoda od indirektnih poreza, OMA bilten br. 130-131, maj/juni 2016, www.oma.uino.gov.ba.

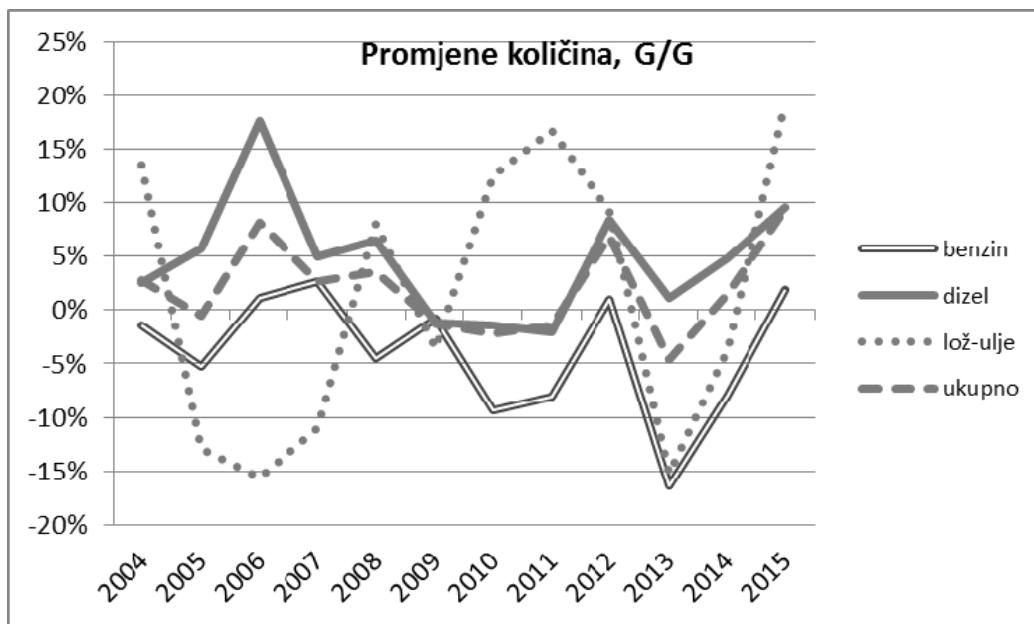


Izvor: Uprava za indirektno oporezivanje (2005–2015), Vanjskotrgovinska komora BiH (2003–2004).

S obzirom na heterogenu strukturu tržišta derivata nafte, potrebno je analizirati trendove po segmentima. Grafikon 2. ukazuje na snažne godišnje oscilacije. U periodu 2004–2008. zabilježen je rast tržišta dizela i benzina, dok je tržište lož-ulja bilo u značajnom padu iako je jaz u oporezivanju između lož-ulja i dizela ostao isti kao i prije reforme indirektnih poreza. To se može objasniti efektom uspostave UIO i jedinstvenog sistema naplate i kontrole u smislu kontrole upotrebe lož-ulja za pogon vozila. U periodu 2009–2012. ponovno je zabilježen snažan rast tržišta lož-ulja na račun tržišta dizela. Može se pretpostaviti da je to bio odgovor potrošača na

uvođenje namjenske putarine. Uvođenjem namjenske putarine jaz u oporezivanju između dizela i lož-ulja značajno se povećao, što je predstavljalo poticaj na veću potrošnju lož-ulja za pogon vozila. Potrošnja lož-ulja je eskalirala u 2012. godini, kada je zabilježen rast od 16,8%. Primjenom kontrolnih mjera UIO i entiteta već u 2013. dolazi do stabilizacije trendova, te postupnog rasta količina dizela. U 2015. zabilježen je rast kod svih vrsta derivata. Količine dizela su povećane za 9,6%, dok su količine benzina povećane za 1,9%. Potrošnja lož-ulja je ponovno eskalirala, te je zabilježen rast od 19,3%.

Grafikon 2.

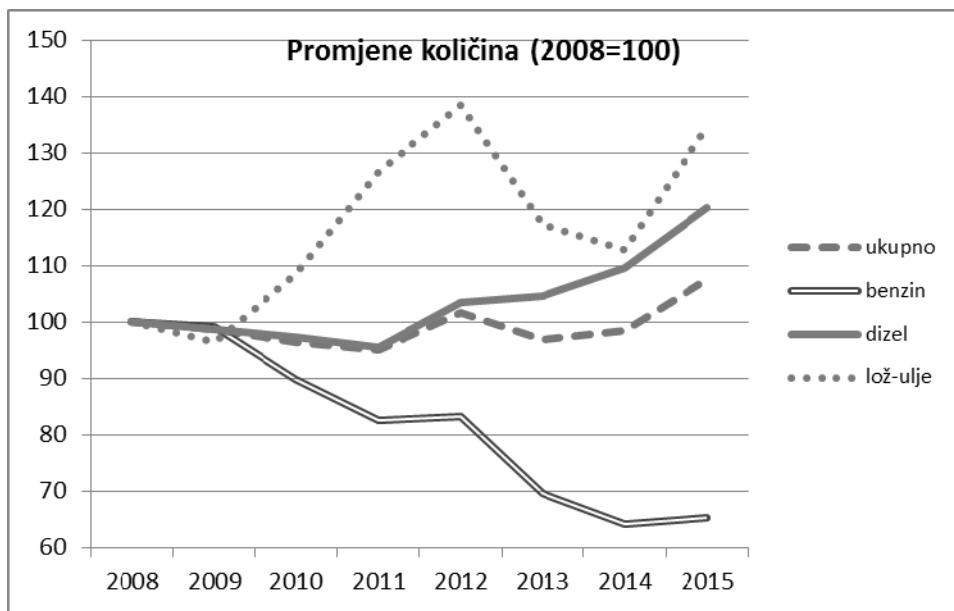


Izvor: Uprava za indirektno oporezivanje (2005–2015), Vanjskotrgovinska komora BiH (2003–2004), izračun autora.

U prvom kvartalu 2016. nastavljeni su trendovi iz 2015. godine. U odnosu na prvi kvartal 2015. godine, količine dizela su povećane za 13,6%, a lož-ulja za 13,3%. Zabilježen je i snažan oporavak

tržišta benzina od 10,6%, što je i dalje u okviru dvije trećine tržišta iz 2008. godine.

Grafikon 3.



Izvor: Uprava za indirektno oporezivanje (2005–2015), Vanjskotrgovinska komora BiH (2003–2004), izračun autora.

24

Grafikon 3. pokazuje dugoročne trendove na tržištu derivata, polazeći od bazne 2008. Ova godina je izabrana za poređenje iz dva razloga. Prvo, radi se o pretkriznoj godini u kojoj je zabilježen rast ekonomije, dohotka i vladine potrošnje, kao odraz rasta ekonomije i budžetskih suficita iz 2006. i 2007. godine. Drugo, to je posljednja godina u kojoj se primjenjivala akcizna politika usvojena krajem 2004. Već polovinom naredne godine, uvođu se namjenska putarina, koja je značajno poremetila strukturu tržišta derivata, stvarajući poticaj za poresku evaziju supstitucijom dizela lož-uljem.

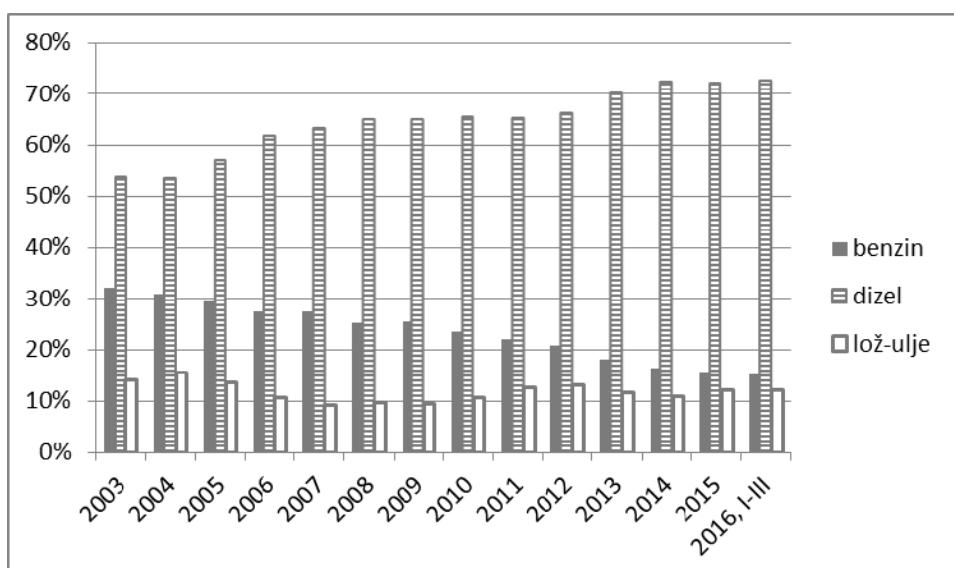
Grafikon 3. ukazuje na dugoročni trend pada količina benzina. Razlozi mogu biti više cijene benzina, viši porezi, veća potrošnja i sklonost građana i vlada da nabavljaju automobile na dizel.

Trendovi na tržištu dizela pokazuju pad do 2012., kao posljedica krize, pada ekonomije, dohotka i budžetskih deficitova. Od 2013. na sceni je stabilan rast tržišta, koje u 2015. za 20% premašuje tržište dizela u 2008.

Primjetan je snažan rast segmenta lož-ulja do maksimuma u 2012. godini, kada je tržište poraslo za 40% u odnosu na baznu 2008., potom pad nakon intervencija UIO i entiteta, te ponovno snažni rast. U 2015. segment lož-ulja je za 35% bio veći nego u 2008. godini.

U posljednjih 13 godina desile su se dramatične promjene u strukturi tržišta. Divergentni trendovi na tržištu derivata posljedica su i poreske politike. Na početku perioda (2003–2004) udio dizela je tek premašivao polovinu tržišta, a u 2015. je dostigao udio od 73% i postao dominatna vrsta derivata nafte u BiH. S druge strane, udio benzina, koji je iznosio skoro trećinu, danas je prepоловљен. Ovako dramatične promjene su u značajnoj mjeri mijenjale strukturu automobila u BiH, a time i trasirale buduće pravce uvoza u ovom segmentu. Najmanji udio lož-ulja od 9,2% zabilježen je u 2007., a maksimalni, od 15,2%, u 2004. godini. U posljednjih pet godina udio se stabilizovao između 11% i 13%. Slični trendovi su nastavljeni i u prvom kvartalu 2016. (grafikon 4).

Grafikon 4.



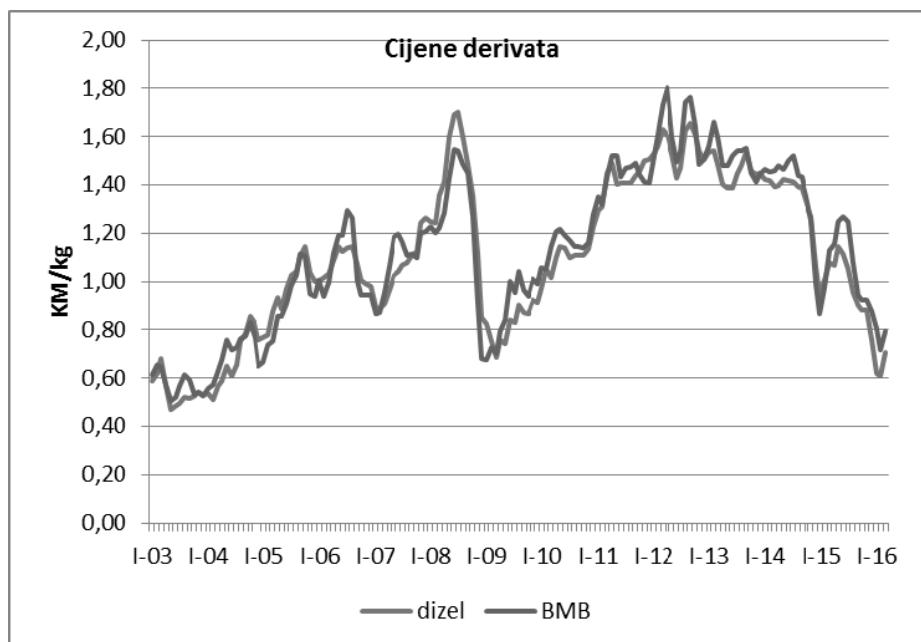
Izvor: Uprava za indirektno oporezivanje (2005–2015), Vanjskotrgovinska komora BiH (2003–2004); izračun autora.

Kretanje cijena nafte/derivata na svjetskom, pa potom i na domaćem tržištu, imalo je promjenljiv utjecaj na potrošnju derivata nafte u BiH. Iz ovog se može izvesti zaključak da potrošnju determiniraju i drugi faktori. Posmatranje kretanja cijena derivata na granici ukazuje na dva perioda. U periodu 2003–2008. cijene derivata su kontinuirano rasle, da bi dostigle svoj maksimum u julu 2008. (grafikon 5). Globalna ekonomska kriza donijela je drastičan pad cijena derivata već u trećem kvartalu 2008. godine. Od kraja 2010. cijene počinju ponovno postepeno rasti do maksimalnih u septembru 2012. Od

tada cijene polako padaju, a od decembra 2014. cijene drastično padaju. Tako je prosječna cijena uvezenog dizela na granici u 2015. bila na nivou prosječne cijene iz 2005. godine.

Cijene dizela i benzina su imale sličan trend. Iako su cijene benzina u pravilu više od cijena dizela, grafikon 5. pokazuje da su oscilacije cijena benzina često bile oštrome. Prosječna cijena uvezenog bezolovnog benzina na granici u 2015. bila je na nivou prosječne cijene iz 2006. godine.

Grafikon 5.

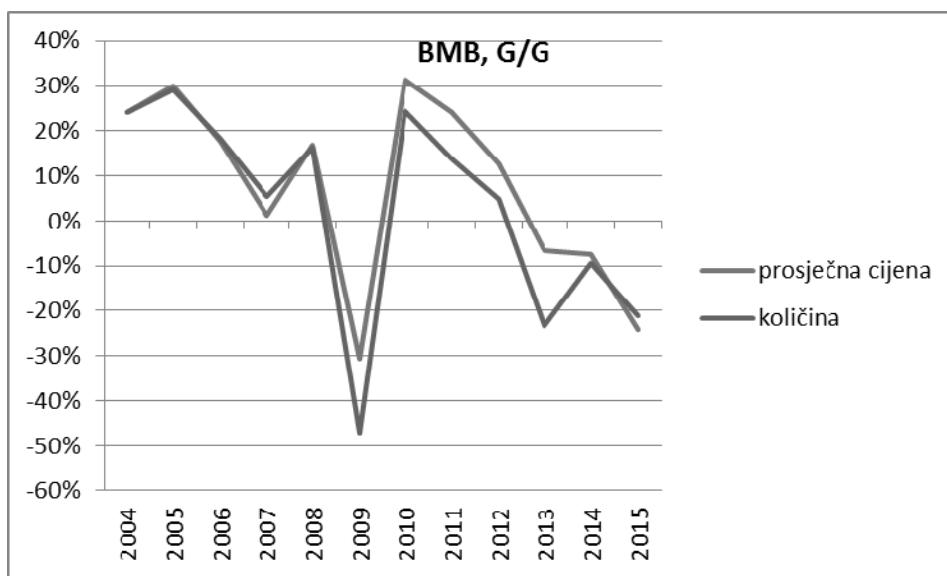


Izvor: Uprava za indirektno oporezivanje (2005–2015), Vanjskotrgovinska komora BiH (2003–2004), izračun autora.

Imajući u vidu teoriju elastičnosti, derivati nafte bi trebalo da budu cjenovno elastična dobra. Oni nisu lokalna dobra, niti nužna dobra, luksuzna ili monopolска dobra da bi potražnja za njima bila cje-

novno neelastična. Kretanje uvezenih količina bezolovnog benzina i njegove prosječne cijene benzina u momentu uvoza potvrđuje iznesenu tvrdnjnu (grafikon 6).

Grafikon 6.

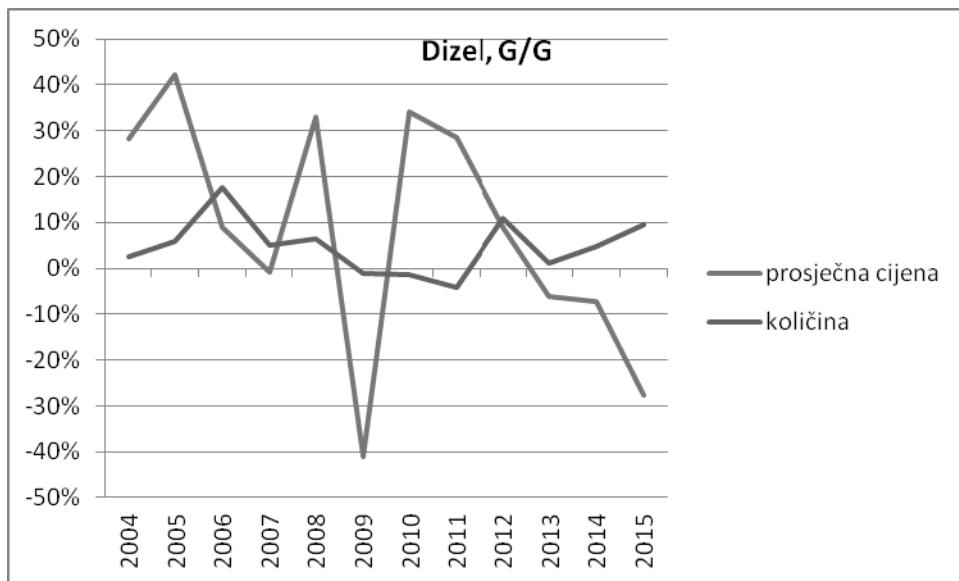


Izvor: Uprava za indirektno oporezivanje (2005–2015), Vanjskotrgovinska komora BiH (2003–2004), izračun autora.

Međutim, relacija cijena i količina dizela pokazuje nekonistentnost sa elastičnom potražnjom benzina (grafikon 7). Neusklađenosti između kretanja cijena i kretanja količina dizela prisutne su u skoro cijelom periodu posmatranja. Rast cijena u periodu 2004–2008. bio je praćen rastom količina. Drastičan pad cijena u prvim godinama

djelovanja krize donio je samo blaži pad količina. Sličan efekat je imao i snažan rast cijena u 2010. i 2011. Iznenadujuće, rast cijena u 2012. bio je praćen rastom uvezenih količina. Tek od 2013. smanjivanje cijena rezultira rastom količina uvezenog dizela.

Grafikon 7.



Izvor: Uprava za indirektno oporezivanje (2005–2015), Vanjskotrgovinska komora BiH (2003–2004), izračun autora.

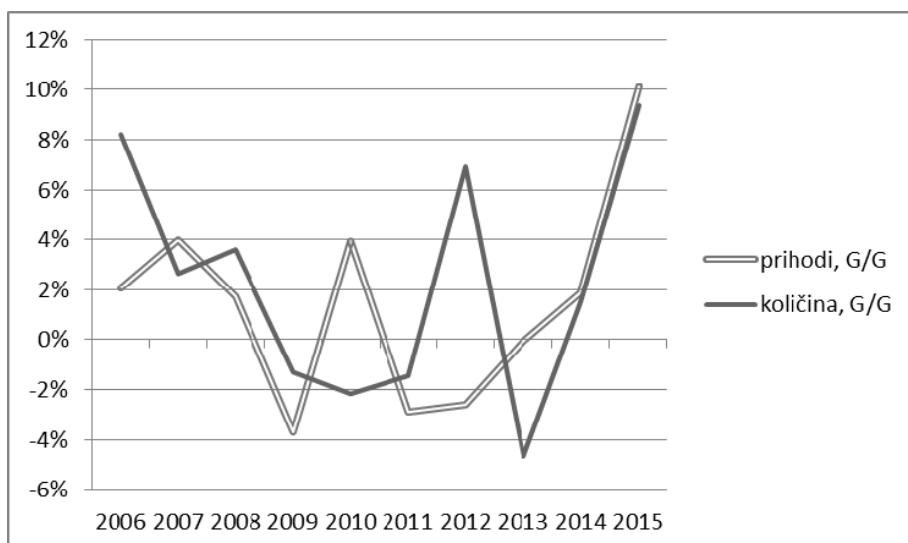
Iz gornje analize može se zaključiti da je potrošnja dizela u BiH neelastična, a potrošnja benzina elastična. Razlozi za neelastičnost dizela mogu biti snažne preferencije građana u korist potrošnje dizela zbog nižih cijena dizela u odnosu na benzin, manje potrošnje po km, ali i sklonosti građana i institucija prema određenim markama dizel automobila. Pored toga, snažan generator potrošnje dizela je industrija, čija potrošnja je stabilnija, jer je radi o inputu potrebnom za proizvodnju i poslovanje, u odnosu na potrošnju stanovništva, koja je pod snažnim djelovanjem kretanja dohotka. S druge strane, elastičnost benzina je posljedica njegove upotrebe uglavnom od strane građana, koji u uvjetima ograničenih dohodaka korigiraju potrošnju ovisno o promjenama cijena.

globalne ekonomske krize. Već 2010. prihodi od akcize dostižu pretkrizni nivo, da bi potom u naredne tri godine bili u negativnoj zoni rasta. Za analizu su zanimljiva suprotna kretanja potrošnje i prihoda u periodu 2010–2012. (grafikon 8). Snažan rast potrošnje derivata u 2015. donio je rast prihoda od akciza od 9,4% u odnosu na 2014., a u odnosu da dotadašnji maksimum iz 2010. rast je iznosio 6,1%. S početkom rada Rafinerije 2009. godine, oko 40% prihoda od akciza naplaćuje se u zemlji (grafikon 9). U prvom polugodištu 2016. nastavljen je trend pozitivnog rasta prihoda od akciza od 8,6%. Pritom je akciza na uvoz derivata naplaćeno 14% više nego u prvom kvartalu 2015., a prihodi od domaćih akciza su na nivou naplate iz istog perioda 2015.

Prihodi od putarine uglavnom prate trend prihoda od akciza, osim u 2009. godini, kada je došlo do enormnog rasta prihoda od putarine zbog uvođenja namjenske putarine polovinom godine (grafikon 10). Postoji nekoliko razloga za razlike u stopi rasta prihoda od akciza i putarine.

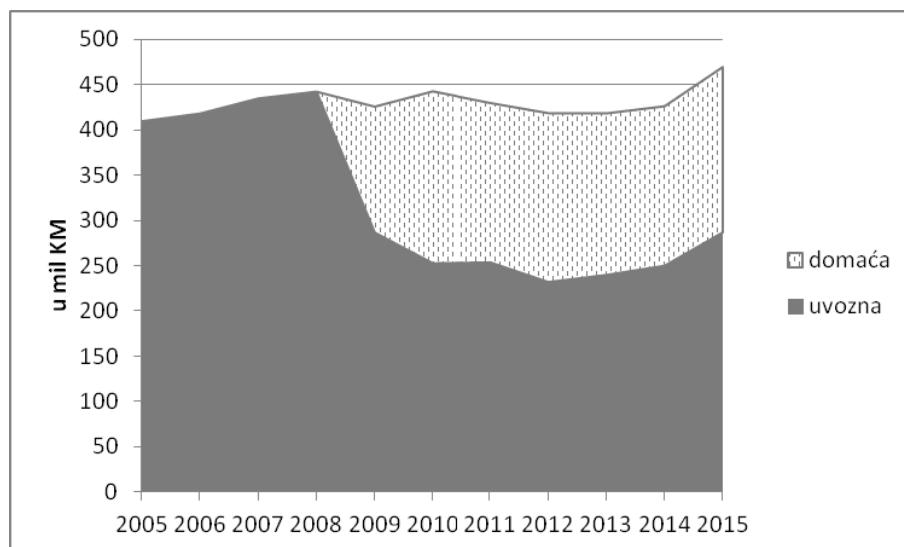
Faktor raskoraka naplate akciza i putarine jeste obim oslobođanja rudnika, termoelektrana i željeznica. U 2015. godini, gubici na putarinama po osnovu oslobođanja navedenim subjektima iznosili su 14,6 mil. KM.

Grafikon 8.



Izvor: Uprava za indirektno oporezivanje (2005–2015), izračun autora.

Grafikon 9.



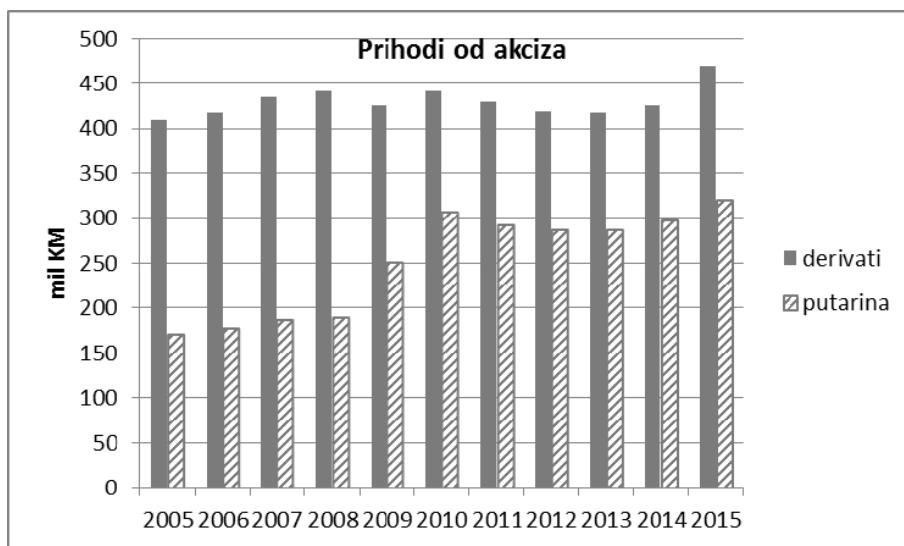
Izvor: Uprava za indirektno oporezivanje (2005–2015), izračun autora.

Naplata prihoda od putarine ovisi o strukturi potrošnje derivata. Na povećanje prihoda utječe samo rast potrošnje dizela i benzina. S obzirom na to da se na lož-ulje ne plaća putarina, svaka supsticija dizela lož-uljem za pogon vozila rezultira nezakonitom poreskom evazijom i gubicima prihoda od putarine.

Gubici prihoda od putarine se mogu grubo procijeniti polazeći od bazne 2008. godine. Navedena godina je uzeta kao referentna za nivo potrošnje lož-ulja jer je to pretkrizna godina, a prethodi godini kada je uvedena namjenska putarina za auto-puteve. Obračun

razlike u količinama lož-ulja koje su uvezene i stavljenе u promet u periodu 2009–2015. u odnosu na količinu iz referentne 2008. godine ukazuje na ukupan gubitak prihoda od putarine od cca 48 mil. KM. Stvarni gubici su vjerovatno i veći, jer je politika povoljnijeg poreskog tretmana lož-ulja preuzeta 2005. godine iz entitetskih poreskih sistema. I u vrijeme primjene entitetskih politika, kao i u razdoblju primjene prvog državnog zakona o akcizama u BiH,⁵ diferencirano oporezivanje derivata stvaralo je poticaj na supsticiju dizela lož-uljem, proizvodeći poresku evaziju u manjem obimu zbog manje razlike u poreskom opterećenju.⁶

Grafikon 10.



Izvor: Uprava za indirektno oporezivanje (2005–2015), izračun autora.

ZAKLJUČAK

Imajući u vidu procjene dosadašnjih gubitaka prihoda od putarine zbog supsticije dizela potrošnjom lož-ulja može se zaključiti da je uvođenje namjenske putarine pogoršalo poresku evaziju na tržištu derivata. Premda će jaz u oporezivanju između dizela i lož-ulja ostati identičan i nakon usvajanja izmjena Zakona o akcizama, ipak se može očekivati jačanje nelegalne supsticije dizela lož-uljem zbog

prevaljivanja dodatnog poreskog opterećenja na maloprodajne cijene derivata. Iako se ne povećava jaz u poreskom opterećenju između lož-ulja i dizela, više cijene dizela u odnosu na cijene lož-ulja uvijek predstavljaju poticaj za supsticiju potrošnje. Dodatno pogoršanje se može očekivati u slučaju rasta cijena nafte na svjetskom tržištu nafte. U konačnici, može se zaključiti da će nova politika oporezivanja derivata dovesti do jačanja poreske evazije koja će umanjiti očekivane prihode od putarine.⁷

⁵ Radi se o zakonu koji je bio na snazi od 1.1.2005. do 30.6.2009. godine.

⁶ Do 1.7.2009. razlika u poreskom opterećenju litre lož-ulja iznosila je 0,15 KM/l + PDV, a nakon uvođenja namjenske putarine ta razlika iznosi 0,25 KM/l + PDV.

⁷ Više o efektima izmjena Zakona o akcizama i rizicima za ostvarenje projekcija u programskom scenariju projekcija prihoda od indirektnih poreza, OMA biltan br. 130–131, maj/juni 2016, www.oma.uino.gov.ba.

Selektivan pristup oporezivanju derivata proizvodi distorzije na tržištu derivata nafte, a potom i umanjuje očekivane namjenske prihode od putarine. Time se u osnovi derogiraju ciljevi kojima su se vodile fiskalne vlasti prilikom njihovog uvođenja. Imajući u vidu da i ekonomska teorija ukazuje na negativne strane uvođenja namjenskih poreza, najefikasniji model finansiranja puteva i auto-puteva podrazumijevao bi miks poreskih i budžetskih instrumenata: primjenu jedinstvenih stopa akcize na sve derivate nafte, bez diferencijacije po osnovu vrste derivata ili njegove upotrebe, i finansiranje održavanja puteva i određenih projekata izgradnje auto-puteva ciljanim transferima iz budžeta vlada prema direkcijama za puteve/auto-puteve. Na taj način eliminirale bi se distorzije na tržištu derivata, koje su bile proizvod selektivnog oporezivanja, a osigurali bi se stabilni izvori za namjensko finansiranje.

IZVORI

1. Antić, D. (2015). Implikacije politike selektivnog oporezivanja derivata u BiH, *Finrar* br. 2, Banjaluka.
2. Projekcije prihoda od indirektnih poreza u periodu 2016–2019, OMA bilten br. 130–131, maj/juni 2016, www.oma.uino.gov.ba
3. Zakon o akcizama u BiH („Službeni glasnik BiH“ br. 49/09, 49/14. i 60/14).
4. Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o akcizama u BiH, prijedlog, www.parlament.ba

UDK 657.633:330.14(497.6 RS)
 DOI: 10.7251/FIN1603029K
 Dragan Kulina*

STRUČNI RAD

Problemi u funkcionisanju interne revizije u javnim preduzećima Republike Srpske

The problems of functioning the internal audit of public sector enterprises of Republic of Srpska

Rezime

Rad razmatra problem koji postoji u funkcionisanju interne revizije u javnim preduzećima Republike Srpske. Ključni razlog za to jesu zakoni koji regulišu uspostavljanje i djelovanje interne revizije u javnom sektoru i javnim preduzećima u Republici Srpskoj zbog toga što regulišu iste stvari na različit način. Uz to, neke odredbe zakona nisu uskladene sa međunarodnim standardima interne revizije i najboljim praksama. Istraživanje obuhvata analizu Zakona o javnim preduzećima u Republici Srpskoj i Zakona o internoj reviziji javnog sektora u Republici Srpskoj u kontekstu međunarodnih standarda i ograničenja koja proizilaze iz loših zakonakih rješenja.

Ključne riječi: javno preduzeće, standardi, odbor za reviziju, interni revizor, zakonske odredbe, centralna harmonizacijska jedinica.

Abstract

This paper discusses about audit problem which exist in functioning of internal audit in public (state) companies of the Republic of Srpska. The key reason for that are laws regulate establishment and operations of internal audit in the public sector and public companies in the Republic of Srpska, as they regulate the same matters in a different manner. Moreover, some provisions of the laws are not harmonized with international standards of internal audit and the best practices. The research encompasses the analysis of the Law on public companies in the Republic of Srpska and Law on internal audit of Public Sector in the Republic of Srpska in terms of international standards and constraints arising from inadequate legal solutions.

Keywords: public company, standards, audit committee, internal auditor, legal provisions, central harmonisation unit.

UVOD

Revizijska profesija u Republici Srpskoj imala je vidljiv napredak u posljednje dvije decenije. Asocijacija računovođa i revizora Republike Srpske punopravni je član Međunarodne asocijacije računovođa i revizora, a članstvo u toj asocijaciji je dokaz da je profesija organizovana u skladu s međunarodnim standardima.

Ipak, postoji razlika u dostignutom nivou razvoja eksterne revizije u odnosu na internu reviziju, naročito u javnom sektoru, koji obuhvata i javna preduzeća. Eksterna revizija javnog sektora u Republici Srpskoj (Glavna služba za reviziju javnog sektora RS) postala je prepoznatljiva u stručnoj i široj javnosti sa zavidnim ugledom, dok interna revizija još uvek nije na tom nivou razvoja.

Ključni razlozi za takvo stanje su to što provođenje Zakona o internoj reviziji u javnom sektoru RS ne teče po željenoj dinamici i što su

pojedine odredbe Zakona o javnim preduzećima RS u koliziji sa rješenjima sadržanim u pomenutom zakonu o internoj reviziji (koji je baziran na međunarodnim standardima).

Rad je fokusiran na uporednu analizu ova dva zakona i drugih relevantnih propisa s ciljem identifikovanja i pojašnjenja svih onih odredbi koje ograničavaju brži razvoj interne revizije u javnim preduzećima Republike Srpske.

1. ZAKONODAVNI OKVIR

Zakonodavni okvir uspostavljanja i funkcionisanja interne revizije u javnim preduzećima Republike Srpske trenutno čine sljedeći akti:

- Zakon o javnim preduzećima („Službeni glasnik RS“ br. 75/04 (dalje: ZJP),

* Vanredni profesor Ekonomskog fakulteta Pale Univerziteta u Istočnom Sarajevu. E-mail: dragankulina@gmail.com

- Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o javnim preduzećima („Službeni glasnik RS“ br. 78/11),
- Zakon o internoj reviziji u javnom sektoru Republike Srpske („Službeni glasnik RS“ br. 17/08) (dalje; ZIR) i
- Priručnik za interne revizore u javnom sektoru Republike Srpske („Službeni glasnik RS“ br. 10/12) (dalje: Priručnik).

Zakon o javnim preduzećima, zajedno sa izmjenama i dopunama tog zakona (prečišćen tekst), ima 55 članova, od kojih se na uspostavljanje interne revizije u javnim preduzećima odnosi svega devet članova.

Zakon o internoj reviziji ima 32 člana, kojima se detaljno, pored osnivanja, uređuje i funkcionisanje sistema efikasne interne revizije u javnom sektoru Republike Srpske. Radi se o zakonu koji je usvojen četiri godine nakon usvajanja Zakona o javnim preduzećima.

U skladu s ovim zakonom, naknadno je donesen i objavljen Priručnik koji detaljno definiše proces interne revizije u javnom sektoru Republike Srpske.

Postojanje dva zakona koji regulišu istu oblast i koji su djelimično u koliziji predstavlja problem u njihovom provođenju u praksi.

Naime, u članu 28. ZJP stoji: „*Direktor odjeljenja interne revizije dužan je i odgovoran da uspostavi odjeljenje za internu reviziju odgovarajućeg obima potrebnog da se adekvatno obavljaju dužnosti utvrđene ovim zakonom, te ima isključivu odgovornost za izbor i rukovođenje licima zaposlenim u navedenom odjeljenju*“, dok su ostali članovi Zakona propisali dužnosti odjeljenja za internu reviziju i odbora za reviziju te način imenovanja direktora odjeljenja interne revizije.

Nasuprot tome, ZIR obuhvata sve segmente, kako uspostavljanja, tako i funkcionisanja interne revizije u javnom sektoru. Neke odredbe ovog zakona djelimično se preklapaju sa odredbama ZJP, neke odredbe propisuju pitanja koja nisu obuhvaćena u ZJP, a postoje i odredbe koje su u koliziji sa ZJP.

Zakonodavac je donekle otklonio dilemu oko primjene ovih zakona pošto je u članu 10. ZIR propisao da „*preduzeća na koja se odnosi Zakon o javnim preduzećima Republike Srpske uspostavljaju jedinicu interne revizije u skladu sa Zakonom o javnim preduzećima Republike Srpske*“.

Proizlazi da uspostavljanje funkcije interne revizije u javnim preduzećima treba izvršiti prema odredbama ZJP, dok odredbe ZIR koje se tiču osnivanja interne revizije treba da primjenjuju ostali subjekti javnog sektora. Ostale odredbe ZIR koje se odnose na funkcionisanje interne revizije u javnom sektoru RS treba da primjenjuju i javna preduzeća pošto ta oblast gotovo da nije obuhvaćena ZJP. Primjer je odredba ZIR koja precizno definije standarde koje treba primjenjivati u reviziji, o kojoj će kasnije biti više riječi. Ona otklanja konfuziju nastalu nepreciznom formulacijom tog pitanja sadržanom u ZJP.

Međutim, postoje i drugi problemi koji utiču na provođenje zakona, koji se tiču:

1. neusklađenosti pojedinih odredbi zakona (ZJP šturo, na nestandardan način, reguliše nadležnosti i funkcionisanje funkcije IR, za razliku od ZIR, koji je u punoj mjeri usklađen sa međunarodnim standardima interne revizije)
2. sporosti u implementaciji ZIR (nedonošenje ključnih akata za provođenje revizije).

O neusklađenosti pojedinih odredbi zakona i posljedicama tih neusklađenosti detaljnije ćemo govoriti u narednim tačkama. Prije toga, daćemo kratak osvrt na sporost u implementaciji ZIR, a posebno na neispunjavanje zakonske odredbe koja se odnosi na usvajanje međunarodnih standarda interne revizije. Naime, član 5. stav 2. ZIR, između ostalog, propisuje sljedeće:

„(2) Funkcija interne revizije se vrši u skladu sa:

- a) Metodologijom i Upustvom o internoj reviziji u javnom sektoru Republike Srpske izdatim od strane Centralne jedinice za harmonizaciju Republike Srpske,
- b) Međunarodnim standardima za profesionalnu praksu interne revizije izdatim od strane Instituta internih revizora (IIA) i usvojenim od strane Centralne jedinice za harmonizaciju Republike Srpske,
- v) Kodeksom profesionalne etike za internu reviziju izdatim od strane Instituta internih revizora (IIA) i usvojenim od strane Centralne jedinice za harmonizaciju Republike Srpske.“

Ovako formulisane odredbe Zakona nedvosmisленo propisuju koje standarde treba da primjenjuju interni revizori u javnom sektoru Republike Srpske i ko treba da ih donese. Međutim, Centralna jedinica za harmonizaciju Republike Srpske (dalje: CHJ) još uvijek nije usvojila Međunarodne standarde interne revizije kao ključnu pretpostavku za razvoj interne revizije u javnom sektoru. Umjesto toga, četiri godine nakon usvajanja ZIR-a objavljen je Priručnik za interne revizore u javnom sektoru Republike Srpske („Službeni glasnik RS“ br. 10/12), iako je obaveza za donošenje istog propisana članom 28. stav 1. ZIR „*u roku od četiri mjeseca od dana imenovanja direktora CHJ*“.

U Priručniku se navodi da je isti sačinjen na osnovu Okvirnog priručnika, koji je donesen na nivou BiH, a zanemaruje činjenica da su tom prilikom doneseni i zakonom propisani standardi interne revizije za nivo BiH. Ostaje nejasno zašto je propuštena prilika da se donesu i propisani standardi revizije za Republiku Srpsku, kao što je to učinjeno na nivou BiH, ako se zna da su dva priručnika gotovo identična. Slično je i u drugim segmentima zakona, a posebno u dijelu koji se tiče edukacije i certifikacije internih revizora.

U nastavku ćemo se osvrnuti na sporne odredbe ZJP koji se odnose na internu reviziju, po sljedećim segmentima:

- nadležnost interne revizije,
- osnovni principi i organizacija interne revizije,
- finansiranje interne revizije i sukob interesa,
- postupci i aktivnosti interne revizije,
- odbor za reviziju.

2. NADLEŽNOSTI INTERNE REVIZIJE

Nadležnost interne revizije u javnom sektoru RS decidno je propisana članom 3. i članom 4. ZIR. Prema članu 3, interna revizija pruža usluge uvjerenjana odnosno nadležna je da provodi sve vrste interne revizije (operativnu reviziju, reviziju usklađenosti i finansijsku reviziju), dok član 4. uređuje pitanje pružanja konsultantskih usluga koje postaju sve značajniji segment rada interne revizije.

S druge strane, ZJP u članu 31. samo uopšteno propisuje dužnosti i odgovornosti odjeljenja interne revizije koje se odnose na sam proces revizije.

Uvidom u pojedine odredbe ova dva zakona mogu se uočiti određena neslaganja i/ili nelogičnosti, kako slijedi:

U članu 31. stav 1. tačka b). ZJP navedeno je da Odjeljenje za reviziju „*podnosi odboru za reviziju izvještaj o obavljenim revizijama i preporuke putem direktora odjeljenja za internu reviziju*“, dok je u članu 16. ZIR propisano da se izvještaji dostavljaju rukovodiocu organizacije. Ako se tome doda i odredba člana 26. tačka i) ZJP, koja propisuje da Odbor za reviziju „*razmatra izvještaje odjeljenja interne revizije i daje preporuke po izvještajima o reviziji*“, onda ispada da interna revizija u javnim preduzećima nema nikakvu odgovornost prema rukovodiocu organizacije čiji je dio, već da je ona odgovorna samo odboru za reviziju. Nadalje, izvještaje podnosi odjeljenje inter-

ne revizije odboru za reviziju, a članovi odjeljenja (interni revizori) moraju biti zaposleni u javnom preduzeću, dok članovi odbora za reviziju ne mogu biti zaposleni u javnom preduzeću. Odjeljenje izvještaje šalje putem direktora koji takođe ne može biti zaposlen u javnom preduzeću. Time je, po našem mišljenju, neosnovano proširena uloga odbora za reviziju koji nema mehanizme za potpuno ispunjenje dodijeljenih dužnosti, kao ni zakonska ovlašćenja za donošenje potrebnih odluka. S druge strane, prema ZIR, odbor za reviziju je savjetodavno tijelo koje treba da pomaže nadzornom odboru i skupštini preduzeća.

Poseban problem jeste tačka v) člana 31. ZJP, koja kaže da Odjeljenje interne revizije „*obavlja svoje dužnosti u skladu sa standardima međunarodne revizije*“. Ovdje se radi o uopštenoj normi, kojom ne samo da nije precizirano koji su to tačno standardi (jer ih je više), već nije naznačeno ni ko ih donosi. Međutim, dilemu oko toga otklanja odredba sadržana u članu 5. ZIR, budući da jasno propisuje da se radi o Međunarodnim standardima za profesionalnu praksu interne revizije izdatim od strane Instituta internih revizora (IIA standardi) i usvojenim od strane Centralne jedinice za harmonizaciju Republike Srpske. Nejasno je zašto CHJ nije postupila po zakonu i ispunila svoju obavezu donošenja standarda. Rukovodstvu javnog preduzeća i internim revizorima jedino preostaje da direktno primijene zakon i u tu svrhu donesu odluku o primjeni standarda interne revizije koji su već objavljeni, tj. da primjenjuju već prevedene standarde do donošenja standarda od strane CHJ. Alternativa je primjena Priručnika o internoj reviziji u javnom sektoru koji je usvojen i objavljen u skladu sa ZIR. U tom slučaju, u izveštajima interne revizije revizije treba naglasiti tu činjenicu.

3. OSNOVNI PRINCIPI I ORGANIZACIJA INTERNE REVIZIJE

Osnovni principi i organizacija interne revizije uređeni su članovima od 5. do 11. ZIR. Član 5. definiše principe po kojima se izvršava interna revizija i propisuje obavezu usvajanja i izdavanja potrebnih metodologija, upustava, međunarodnih standarda revizije i etičkog kodeksa. U prethodnim izlaganjima razmatrali smo probleme i neusaglašenosti ovih zakonskih odredbi sa ZJP.

Članovi od 6. do 12. obuhvataju problematiku organizovanja funkcije interne revizije u institucijama javnog sektora i zapošljavanja revizijskog osoblja prema kriterijumima koje utvrđuje CHJ. Odredbe zakona su formulisane na način da se obezbijedi uspostavljanje funkcije interne revizije u javnom sektoru RS, ali i da se obezbijedi puna nezavisnost revizije. Tako se u članu 7. tačka 3. navodi da „*rakovodilac Jedinice interne revizije i interni revizori nemaju odgovornost za uspostavljanje i funkcionisanje adekvatnog i efikasnog finansijskog menadžmenta i sistema kontrola, jer je za to odgovoran rukovodilac organizacije*“, a u tački 4. da „*rakovodilac Jedinice interne revizije i interni revizori neće izvršavati poslove u organizaciji koji nisu vezani za funkciju interne revizije*“. To znači da interni revizori ne mogu preuzimati na sebe niti biti odgovorni za ono što je odgovornost rukovodstva niti poslove interne revizije može obavljati neko ko već radi u organizaciji na nekim drugim poslovima.

Ukoliko ovo dovedemo u vezu sa članom 32. ZJP, koji propisuje da „*radnici odjeljenja za internu reviziju moraju biti u radnom odnosu u preduzeću i da direktor odjeljenja za internu reviziju ne može biti zaposlen u preduzeću*“, vidjećemo da su ove odredbe ne samo neusklađene već i problematične. Štaviše, u nekim javnim preduzećima ova odredba se, po našem mišljenju, pogrešno tumači, tako da poslove interne revizije obavljaju lica koja već obavljaju neke druge poslove u javnom preduzeću. To je u koliziji sa međunarodnim standardima revizije i etičkim kodeksom jer se time narušava osnovni princip revizije – nezavisnost.

Odredba po kojoj direktor odjeljenja interne revizije ne može biti zaposlen u JP je neuobičajena i nije jasno čime se rukovodio zakonodavac kada se opredijelio za ovakvo rješenje. Najvjerovaljnije se radi o namjeri da se osigura nezavisnost direktora interne revizije od rukovodstva javnog preduzeća i u tom kontekstu se mogu tumačiti i odredbe člana 29. ZJP koje propisuju mogućnost da glavni revizor javnog sektora Republike Srpske imenuje direktore odjeljenja interne revizije u javnim preduzećima. Ovakvo rješenje u jednu ruku obezbuđuje nezavisnost direktora od rukovodstva javnog preduzeća jer ga imenuje glavni revizor. Međutim, istovremeno dovodi do toga da bi time glavni revizor narušio temeljni princip revizije – nezavisnost, pošto on provodi i reviziju javnih preduzeća. Ukoliko bi imenovao direktora interne revizije javnog preduzeća, onda ne bi mogao izvršiti reviziju u skladu sa standardima jer ona podrazumijeva i provjeru rada interne revizije u javnim preduzećima. To je vjerovalno ključni razlog što glavni revizor u praksi ne koristi pravo koje mu je dato ZJP i prepušta imenovanje direktora interne revizije odboru za reviziju javnog preduzeća. Time ova odredba postaje besmislena. Uz sve to, član 29. ZJP propisuje da „*direktor odjeljenja za internu reviziju obavlja funkciju člana odbora za reviziju, bez prava glasa u ovom odboru*“¹, što je nepotrebno ako se zna da odbor za reviziju postavlja tog istog direktora i da on treba da „polaze račune“ tom odboru.

Što se tiče zapošljavanja revizionog osoblja, ZIR u članovima 11., 12. i 13. precizno propisuje uslove koje moraju ispunjavati interni revizori, što nije slučaj sa ZJP koji to nije definisao. Stoga bi bilo preporučljivo da javna preduzeća ove uslove inkorporiraju u svoje pravilnike do eventualne izmjene ZJP u tom domenu.

Pažnju privlače i odredbe člana 24. ZJP, koji nosi naziv „*Računovodstveni i revizijski standardi*“, koji je u potpunom neskladu sa sadržajem tog člana. Nije jasno kako je došlo do ovoga, ali je moguće da se radi o nespretnom prevodu pošto su u izradu zakona bili uključeni i međunarodni konsultanti.

4. FINANSIRANJE INTERNE REVIZIJE I SUKOB INTERESA

Za uspješno funkcioniranje interne revizije neophodno je da ona ima finansijsku i funkcionalnu nezavisnost i odgovarajući stepen organizacione nezavisnosti. Finansijska nezavisnost podrazumijeva da internoj reviziji moraju biti obezbijeđena sredstva potrebna za nesmetano izvršavanje njene funkcije. S tim u vezi, ZIR je u članu 12. jasno propisao sljedeće:

- (1) *Svaka organizacija koja ispunjava jedan od kriterijuma koje definiše Centralna jedinica za harmonizaciju u skladu sa članom 7. ovog zakona će zaposliti jednog izvršioca kao rukovodioca svoje jedinice za internu reviziju, koji će biti imenovan od strane rukovodioca organizacije.*
- (2) *Jedinica za internu reviziju će imati budžetsku alokaciju koja se može identifikovati za izvršenje odgovornosti i aktivnosti uspostavljenih ovim zakonom.*

Time je stvoren osnov za kakvu-takvu finansijsku nezavisnost interne revizije. Nasuprot tome, ZJP ne tretira ovo pitanje na bilo koji način osim što u članu 32. definiše pitanje plate direktora odjeljenja interne revizije, propisujući da za obavljene usluge koje pruža preduzeću direktor „...ostvaruje naknadu u skladu sa odgovarajućim tarifama koje utvrđuje glavni revizor ili nadležno ministarstvo“.

O funkcionalnoj i organizacionoj nezavisnosti biće još riječi u tački 5. Kada je u pitanju sukob interesa, ZIR je u članu 14. propisao oblike sukoba interesa prema sljedećem:

„Rukovodilac jedinice za internu reviziju ili interni revizor neće učestvovati u reviziji ako postoje neki od sljedećih oblika sukoba interesa:

- a) ako je interni revizor bio zaposlen kao rukovodilac u organizaciji kod koje vrši reviziju za vrijeme posljednje tri godine;
- b) ako su revizor, njegov bračni drug ili rođaci do drugog stepena srodstva bili zaposleni na poziciji rukovodioca u organizaciji u kojoj se vrši revizija za tri posljednje godine;
- v) ako revizor, njegov bračni drug ili rođaci do drugog stepena srodstva imaju akcije ili udjele u organizaciji u kojoj se vrši revizija;
- g) ako postoje druge okolnosti koje mogu dovesti do sukoba interesa, ako se smatraju takvim i ako su objašnjene pismenim putem od strane rukovodioca jedinice za internu reviziju".

ZJP je nešto detaljnije propisao slučajevе koji dovode do sukoba interesa, ali za sva povezana lica odnosno za sve zaposlene u javnom preduzeću, bez posebnog isticanja interne revizije. Iako je za reviziju prihvativije da primjenjuje odredbe u vezi sa sukobom interesa koje sadrži etički kodeks II A, citirane odredbe ZJP mogu „premostiti“ period do njegovog usvajanja.

5. POSTUPCI I AKTIVNOSTI INTERNE REVIZIJE

Postupcima i aktivnostima interne revizije posvećeno je osam članova ZIR kojima su propisane osnovne aktivnosti interne revizije, rukovodioca interne revizije i internih revizora. ZJP niti jednim članom nije definisao aktivnosti i postupke interne revizije. Da je to nedostatak najbolje pokazuje sadržaj člana 15. ZIR, u kojem je propisano da se osnovne aktivnosti interne revizije obavljaju kroz sljedeće procese:

- ”...
 - a) strateško (trogodišnje) i godišnje planiranje revizije;
 - b) testiranje, ispitivanje i ocjena podataka i informacija;
 - v) izvještavanje o rezultatima i davanje preporuka da bi se poboljšalo poslovanje i
 - g) pregled praćenja i izvršavanja preporuka interne revizije od strane uprave.
- (2) Navedeni procesi definišu se u Smjernicama za internu reviziju u javnom sektoru, koje će propisati Centralna jedinica za harmonizaciju,

a u članu 16. taksativno je propisano šesnaest obaveza rukovodioca interne revizije.

Poređenja radi, u ZJP u članu 28. propisano je da je direktor odjeljenja interne revizije dužan i odgovoran „da uspostavi odjeljenje za internu reviziju odgovarajućeg obima potrebnog da se adekvatno obavljaju dužnosti utvrđene ovim zakonom, te ima isključivu odgovornost za izbor i rukovođenje licima zaposlenim u navedenom odjeljenju“, a u članu 31. istog zakona u sklopu definisanja dužnosti i odgovornosti odjeljenja interne revizije je indirektno propisana dužnost direktora odjeljenja jer je propisano da Odjeljenje „podnosi odboru za reviziju izvještaj o obavljenim revizijama i preporuke putem direktora odjeljenja za internu reviziju“.

Odredbe člana 28. ZJP se direktno odnose na stvaranje prepostavki za određeni stepen organizacione nezavisnosti interne revizije, a odredbe člana 31. se odnose na funkcionalnu nezavisnost.

Članom 17. ZIR propisana su prava internog revizora, a to su:

„Interni revizor ima prava da:

- a) uđe u prostorije organizacije u kojoj vrši reviziju, uzimajući u obzir sigurnosna pravila i pravila dobrog ponašanja;
- b) pristupi odgovarajućoj dokumentaciji vezanoj za reviziju u organizaciji u kojoj vrši reviziju, uključujući boravak, profesionalnim ili poslovnim tajnama i ostaloj dokumentaciji i podacima koji su

elektronski čuvani, obezbjeđujući zaštitu tajnosti definisano u zakonima, podzakonskim i internim aktima;

- v) traži fotokopije, izvode ili potvrde pomenutih dokumenata, i u izvjesnim slučajevima, da uzme originalna dokumenta, ostavljajući kopiju nazad, sa potvrdom o uzimanju;
- g) zahtijeva usmenu ili pismenu informaciju od zaposlenih radnika ili rukovodioca organizacije u kojoj se vrši revizija;
- d) zahtijeva informacije od drugih institucija vezano za aktivnosti i upravljanje organizacijama u kojima se vrši revizija“.

U osnovi ove odredbe jeste namjera da se obezbijedi funkcionalna nezavisnost interne revizije kao i u slučaju člana 30. ZJP, koji glasi:

„(1) Uprava je dužna i odgovorna da:

- obezbijedi adekvatan prostor s ciljem da se omogući operativnost odjeljenja za internu reviziju i da mu se omogući da neometano obavlja svoj posao;
- obezbijedi da, bez izuzetka, odjeljenje za internu reviziju ima potpuni i cjelovit uvid u svu evidenciju preduzeća.

(2) Uprava može prenositи ovu dužnost, ali je i dalje odgovorna za realizaciju iste.“

Osim prava, ZIR je u članu 18. precizno propisao i obaveze internih revizora, što nije slučaj sa ZJP jer je on vrlo šturo propisao obaveze odjeljenja za reviziju.

U nastavku, ZIR u članu 19. propisuje obavezu organizacije u kojoj se obavlja revizija i obaveze rukovodioca interne revizije koje se odnose na revizorske nalaze i preporuke sadržane u revizorskim izvještajima. Tim odredbama je jasno propisana obaveza organizacije u kojoj je vršena revizija da na osnovu revizorskih nalaza i preporuka „pripremi akcioni plan određujući odgovorna lica i krajnji rok za preduzimanje neophodnih mjer u okviru njihove nadležnosti i informiše rukovodioca organizacije i rukovodioca jedinice za internu reviziju o primjeni akcionog plana“.

U drugom stavu istog člana rukovodilac interne revizije se obavezuje da prati primjenu preporuka i da o tome izvijesti rukovodioca organizacije i odbor za reviziju ako postoji.

Iako je ova odredba u skladu sa međunarodnim standardima interne revizije i najboljim praksama, nije sasvim precizno navedeno ko u organizaciji treba da pripremi akcioni plan, ali se može pretpostaviti, na bazi drugih odredbi zakona, da se radi o rukovodstvu organizacije. Da to treba biti tako potvrđuju i rješenja sadržana u Priručniku, u kojem u tački 6. – „Izvještavanje“ stoji da „na osnovu revizorskih nalaza i preporuka mendžment institucije priprema akcioni plan za realizaciju istih, određujući odgovorna lica i krajnji rok za preduzimanje neophodnih mjer i radnji s ciljem realizacije preporuka. O sprovodenju ovog akcionog plana navedena odgovorna lica dužna su informisati rukovodioca institucija i rukovodioca interne revizije“.

ZJP se nije posebno bavio obavezama interne revizije u vezi sa revizorskim nalazima i preporukama, osim što u članu 26. propisuje da odbor za reviziju:

- „i) razmatra izvještaje odjeljenja interne revizije i daje preporuke po izvještajima o reviziji i
- j) izvještava nadzorni odbor o realizaciji preporuka po izvještajima o reviziji“,

te u članu 31. stav 1. tačka b) navodi da odjeljenje za internu reviziju „podnosi odboru za reviziju izvještaj o obavljenim revizijama i preporuke putem direktora odjeljenja za internu reviziju“.

Ovako formulisane odredbe ZJP ostavljaju prostor za različito tumačenje ko je odgovoran za davanje preporuka odnosno izradu izvještaja o realizaciji preporuka. Postoji mogućnost „prebacivanje optice“ sa interne revizije na odbor za reviziju. Naime, iako je propisano da odbor za reviziju izvještava nadzorni odbor o realizaciji preporuka, jasno je da odbor za

reviziju nije operativni organ koji može izvršiti takvu vrstu provjere već jedino može u tu svrhu angažovati odjeljenje interne revizije. Takođe, ove odredbe su zbnjujuće jer ispada da postoje dvije vrste preporuka: preporuke koje daju revizori u izvještaju o reviziji i preporuke koje po izvještajima za reviziju daje odbor za reviziju, koji i izvještava nadzorni odbor o realizaciji preporuka po izvještajima o reviziji.

Ovu neusklađenost moguće je trenutno prevazići primjenom odredbi Priručnika (koji je sačinjen i objavljen u skladu sa ZIR), čija su rješenja usklađena sa standardima revizije, o čemu će više riječi biti u nastavku, u tački 6.

Što se tiče aktivnosti izvještavanja i obezbjeđenja kvaliteta rada interne revizije, ZJP je u članu 31. propisao da odjeljenje interne revizije podnosi izvještaj o izvršenoj reviziji odboru za reviziju, dok je pitanje eksterne procjene kvaliteta interne revizije definisano kao jedna od dužnosti odbora za reviziju navedenih u istom članu ZJP pod tačkom ž), koja propisuje da je odbor za reviziju dužan „da se konsultuje sa glavnim revizorom u pogledu nezavisne revizorske organizacije ili strukovne stručne grupe koja vrši unutrašnje strukovno ocjenjivanje odjeljenja za internu reviziju svake dvije do tri godine“.

Ovo rješenje nije u suprotnosti sa standardima, ali bi u slučaju izmjene zakona trebalo obezbjeđenje kvaliteta propisati na konzistentan način.

6. ODBOR ZA REVIZIJU

Kada je u pitanju odbor za reviziju, odredbe zakona su usklađene u smislu da se ne preklapaju jer je u članu 23. stav 2. definisano da se osnivanje odbora za reviziju u javnim preduzećima vrši u skladu sa Zakonom o javnim preduzećima u Republici Srpskoj. Međutim, ako pažljivo analiziramo odredbe ZIR koje se odnose na odbor za reviziju, vidjećemo da su one u potpunosti usklađene sa međunarodnim standardima revizije, najboljom praksom i principima korporativnog upravljanja. Naime, u članu 2. ZIR dato je objašnjenje značenja pojma „odbor za reviziju“, koji „podrazumijeva nezavisno, stalno tijelo izabrano izvan uprave organizacije koji pruža savjete u oblasti interne revizije“. Nadalje, u članu 24. ZIR, precizirane su nadležnosti odbora za reviziju, koje uključuju:

- a) usvajanje pravilnika o radu odbora za reviziju;
- b) podršku aktivnostima interne revizije putem savjeta o:
 - 1) strukturi jedinice za internu reviziju,
 - 2) imenovanju i razrješenju rukovodioca jedinice za internu reviziju,
 - 3) strateškom i godišnjem planu jedinice za internu reviziju,
 - 4) godišnjem izvještaju jedinice za internu reviziju,
 - 5) izvještaju o naknadnom pregledu i
 - 6) izvještaju o eksternom pregledu kvaliteta rada jedinice za internu reviziju.“.

Dakle, odbor za reviziju je, po ovome, u osnovi, stručno tijelo sastavljeno od nezavisnih stručnjaka koje treba da pruža savjete u oblasti revizije.

Nasuprot tome, ZJP je odbor za reviziju pretvorio u operativno-upravljačko tijelo s većim ovlašćenjima i širim nadležnostima nego što je to uobičajeno i potrebno. To predstavlja otežavajuću okolnost u primjeni zakona.

Prema članu 26. ZJP, odbor za reviziju je dužan da:

- a) imenuje vanjskog revizora;
- b) imenuje direktora odjeljenja za internu reviziju na osnovu javnog konkursa za izbor najboljeg kvalifikovanog kandidata, ukoliko glavni revizor nije izvršio imenovanje u roku od 30 dana od

dana kada je isti obaviješten, u skladu sa članom 30. stav 5. ovog zakona;

- v) razmotri godišnju studiju rizika i plan revizije u kojima su prikazane pojedinosti u pogledu rizičnih područja i revizija koje će se izvršiti, te osigura da prijavljena pitanja budu bez odlaganja i na odgovarajući način korigovana;
- g) razmotri studiju rizika iz prethodnog stava i plan revizije u sporazumu sa glavnim revizorom po pitanju obrade, naročito u slučaju kada je glavni revizor imenovao direktora odjeljenja za internu reviziju preduzeća;
- d) osigura da odjeljenje za internu reviziju izvrši svoj posao u skladu sa planom revizije;
- d) osigura da interne kontrole preduzeća budu adekvatne i da funkcionišu kako je predviđeno;
- e) podnese nadzornom odboru sažete mjesecne izvještaje o svojim sastancima svakog mjeseca;
- ž) konsultuje se sa glavnim revizorom u pogledu nezavisne revizorske organizacije ili strukovne stručne grupe koja vrši stručno unutrašnje strukovno ocjenjivanje odjeljenja za internu reviziju svake dvije do tri godine;
- z) osigura da odjeljenje za internu reviziju obavlja svoje obaveze u skladu sa međunarodnim revizionskim standardima;
- i) razmatra izvještaje odjeljenja interne revizije i daje preporuke po izvještajima o reviziji;
- j) izvještava nadzorni odbor o realizaciji preporuka po izvještajima o reviziji;
- k) izvještava skupštinu javnog preduzeća o računovodstvu, izvještajima i finansijskom poslovanju javnog preduzeća i njegovih povezanih preduzeća;
- l) izjašnjava se o prijedlogu odluke o raspodjeli dobiti koju usvaja skupština i
- lj) izvještava o usklađenosti poslovanja javnog preduzeća sa zakonskim i drugim regulatornim zahtjevima.
- (2) Odbor za reviziju podnosi izvještaj na svakoj godišnjoj skupštini, a na vanrednoj sjednici skupštine kada smatra da je izvještavanje potrebno ili kada to zatraži nadzorni odbor.
- (3) Odbor za reviziju dostavlja poseban izvještaj skupštini o ugovorima zaključenim između javnog preduzeća i povezanih lica u smislu ovog zakona.

Očigledno je da su nadležnosti/dužnosti odbora za reviziju u ZJP veoma heterogene, za razliku od ZIR, gdje su nadležnosti definisane vrlo koncizno. Prostim upoređivanjem gore citiranih odredbi moguće je uočiti sljedeće:

- Odbor za reviziju JP je dužan da imenuje vanjskog revizora koji treba da izvrši reviziju finansijskih izvještaja (tačka a)), dok odbor za reviziju prema ZIR nema takvu nadležnost. To je razumljivo pošto je revizija finansijskih izvještaja institucija javnog sektora u nadležnosti Glavne službe za reviziju javnog sektora Republike Srpske i zakonom je definisano to pitanje. Istina, Glavna služba može takođe vršiti (i vrši po potrebi) reviziju finansijskih izvještaja javnih preduzeća, ali je to takođe definisano zakonom, iako treba naglasiti da u tom domenu postoji dualitet.
- U skladu sa tačkom b), odbor za reviziju JP imenuje direktora interne revizije ukoliko to ne učini glavni revizor, dok je ZIR predviđena savjetodavna uloga odbora za reviziju u tom domenu pošto je zapošljavanje u administraciji regulisano setom drugih propisa.
- Dužnosti propisane tačkama v), g), d), e), z) i ž) su uobičajene aktivnosti odbora za reviziju, bespotrebno rasparčane, i sadržane su u nadležnostima odbora za reviziju prema ZIR.
- Dužnost propisana pod tačkom d), po kojoj odbor treba da „osigura da interne kontrole preduzeća budu adekvatne i da

- funkcionišu kako je predviđeno*“ nespretno je formulisana i praktično neprovodiva jer su interne kontrole isključiva nadležnost uprave. To potvrđuju i odredbe člana 7. ZIR, koji jasno propisuje da je za uspostavljanje i funkcionisanje adekvatnog sistema internih kontrola odgovoran rukovodilac organizacije. Svakako da odbor za reviziju nadzire i podržava aktivnosti interne revizije, koje su, u suštini, usmjerene na provjeru internih kontrola i u sklopu toga može pomoći u tome, ali ne i osigurati njihovu adekvatnost i funkcionisanje.
- Tačke i) i j) unose zabunu pri njihovoj primjeni, pošto djeluje da postoje dvije vrste preporuka: preporuke odbora za reviziju po izvještajima o reviziji (kako stoji u tački i) i preporuke po izvještajima o reviziji (kako stoji u tački j). Ovdje se vjerovatno radi o nespretno formulisanoj normi jer je uobičajena praksa da interna revizija daje preporuke i prati njihovo izvršenje, što potvrđuje i odredba člana 15. ZIR, kao i Priručnik.
 - Dužnost odbora za reviziju da „izvještava skupštinu javnog preduzeća o računovodstvu, izvještajima i finansijskom poslovanju javnog preduzeća i njegovih povezanih preduzeća“, propisana u tački k), neprecizna je i, ovako kako je napisana, prije bi trebalo da bude svrstana pod nadležnosti uprave.

- Izvještavanje o usklađenosti poslovanja javnog preduzeća sa zakonskim i drugim regulatornim zahtjevima (tačka lj) jeste dužnost koja odbor za reviziju stavlja u poziciju da izvještava o nečemu iza čega ne može stajati ukoliko prethodno nije izvršena odgovarajuća provjera poslovanja. Drugim riječima, odbor za reviziju može podnijeti izvještaj o usaglašenosti poslovanja javnog preduzeća samo na bazi izvještaja interne revizije, ali se onda postavlja pitanje zašto praviti dva izvještaja. Dalje, nije jasno da li se to odnosi na cijelokupno poslovanje ili na segmente obuhvaćene revizjom.

Očito je da ova odredba samo unosi zabunu i na neki način dio odgovornosti za poštovanje zakona pokušava prenijeti na odbor za reviziju sa drugih organa upravljanja koji su po zakonima odgovorni za zakonitost poslovanja. Stoga se ona u praksi može provoditi (i provodi) samo forme radi, davanjem pisane izjave o tome, bez ikakvog suštinskog efekta.

Osim člana 26, sporne su i odredbe člana 27. ZJP, koje glase: „Uprava je dužna i odgovorna za realizaciju preporuka odbora za reviziju u roku koji preporuči odbor za reviziju. Uprava može prenositи ovu dužnost, ali je i dalje odgovorna za realizaciju iste“ i odredbe člana 25. stav 2. ZJP, prema kojima nadzorni odbor ima obavezu odgovornost da „u primjeni preporuka datih od stane odbora za reviziju i spoljnog revizora vrši nadzor nad upravom“.

Kontroverza je u tome što ispada da je odbor za reviziju „nadređen“ upravi javnog preduzeća pošto joj može odrediti rokove za realizaciju preporuka, drugim riječima – raspoređivati tuđe vrijeme i resurse. To je nelogično, ako ni zbog čega, onda zbog činjenice da članovi odbora za reviziju nisu uključeni u operativne poslove organizacije jer se biraju izvana, tako da nemaju osnov za objektivno određivanje rokova. Uz sve to, ovim poštovanje rokova postaje forma, dok se zanemaruje suština.

Ispravna rješenja sadržana su u Priručniku u dijelu 5.2.6, koji govori o izvještavanju na sljedeći način:

- da preporuke revizije obično treba da budu navedene na kraju svakog pogлавlja, „*preporuke treba da budu navedene u posebnim pasusima kojima će prethoditi podnaslov „Preporuke“*;“
- da u prilogu konačnog izvještaja o izvršenoj internoj reviziji treba unijeti popunjeno plan aktivnosti/ prijedlog preporuka (poznat i kao akcioni plan).

Iz same procedure sačinjavanja akcionog plana, koja je definisana priručnikom u tački 5.2.7. (Praćenje preporuka), takođe je vidljivo da su ključni akteri tog procesa interna revizija i rukovodstvo. Odbor za reviziju se i ne pominje, a procedura je definisana na sljedeći način:

„...Plan aktivnosti po preporukama interne revizije je od suštinske važnosti za evidentiranje i praćenje svih mjeru koje je rukovodstvo preduzelo na osnovu preporuka interne revizije. Pomoću njih su naknadne revizije mnogo lakše i efikasnije ... Obrazac Plan aktivnosti/ prijedlog preporuka dostavlja se rukovodstvu uz nacrt izvještaja, a rukovodilac jedinice interne revizije treba da se pobrine da ga rukovodstvo popuni i vrati zajedno sa ostalim komentarima na nacrt izvještaja (ako ih ima).

Popunjeno Plan aktivnosti unosi se kao prilog uz konačni izvještaj ...

Vrijeme za praćenje (naknadne revizije) treba da se utvrdi u odnosu na značaj i uticaj preporuka, kao i važnost za sistem koji je bio predmet revizije. Isto tako treba uzeti u obzir i rokove koje je rukovodstvo navelo u obrascu Plan aktivnosti.“

Ovo rješenje je moguće primijeniti i u javnim preduzećima, a naročito proceduru sačinjavanja akcijskog plana, s obzirom na to da isti nije direktno tretiran u ZJP, a jeste međunarodnim standardima interne revizije i Priručnikom.

ZAKLJUČAK

Javna preduzeća su nosioci privredne aktivnosti i razvoja u Republici Srpskoj i raspolazu značajnim resursima. Zbog toga su organizovana po principima savremenog korporativnog upravljanja.

Shodno tim principima, uspostavljena je funkcija interne revizije u javnim preduzećima i odbor za reviziju, kao tijelo u funkciji zaštite javnog interesa.

Međutim, brojna su organičenja za efikasno i efektivno funkcioniranje interne revizije u javnim preduzećima zbog nedorečenosti i kolizije pojedinih odredbi zakona koji regulišu pitanje interne revizije u javnim preduzećima.

Dodatni problem jeste i spora implementacija Zakona o internoj reviziji javnog sektora, što predstavlja veliki problem, prije svega za one koji direktno izvode reviziju.

Ovakvo stanje je nedopustivo i zato je potrebno pokrenuti paralelne aktivnosti promptne implementacije postojećih zakonskih rješenja i postupak izmjene postojećeg zakona o javnim preduzećima.

To zasigurno nije nešto što je neizvodljivo i što traži pretjeran napor, a stvorilo bi prepostavke za brži razvoj interne revizije.

IZVORI

1. Archie R. Thomas, *Essentials: An Internal Audit Operations Manual*, Toronto, 2008.
2. IIA's Internal Auditing Standards Board (IASB), *International Standards for the Professional Practice of Internal Auditing*, 2010.
3. Sawyer, L., Dittenhofer, M., Scheiner, J., *Sawyer's Internal Auditing*, 5th Edition, 2003.
4. Priručnik za interne revizore u javnom sektoru Republike Srpske („Službeni glasnik RS“ br. 10/12).
5. Zakon javnim preduzećima („Službeni glasnik RS“ br. 75/04).
6. Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o javnim preduzećima („Službeni glasnik RS“ br. 78/11).
7. Zakon o internoj reviziji u javnom sektoru Republike Srpske („Službeni glasnik RS“ br. 17/08).
8. Priručnik za interne revizore u javnom sektoru Republike Srpske („Službeni glasnik RS“ br. 10/12).

UDK 336.761:[005.412+334.7]

DOI: 10.7251/FIN1603035G

Miloš Grujić*

PREGLEDNI RAD

Ocjena opravdanosti finansiranja projekta emisijom obveznica

Justification of project financing by issuing bonds

Rezime

Finansiranje investicionih projekata emisijom obveznica u Republici Srpskoj dramatično dobija na značaju nastankom i razvojem tržišta entitetskih, korporativnih i municipalnih obveznica od 2007. Obveznice koje je emitovala Republika Srpska namijenjene su za potrebe izmirenja stare devizne štednje, ratne štete i za servisiranje budžeta. S ciljem da ukažemo na mogućnost finansiranja različitih projekata, u radu smo se fokusirali na municipalne i korporativne obveznice na domaćem tržištu kapitala. U radu smo pokazali postupak ocjene isplativosti finansiranja investicionog projekta koji je u potpunosti finansiran emisijom obveznica, s namjerom da stručnoj i domaćoj javnosti približimo ideje i mogućnosti koje nudi emisija obveznica. Ocjenu investicionih projekata smo zasnovali na dinamičkim metodama neto sadašnje vrijednosti i metodi interne stope prinosa.

Prema načinu plaćanja kamate, na tržištu kapitala Republike Srpske postoje dva tipa obveznica: obveznice koje se amortizuju anuitetski i kuponske obveznice. U skladu s tim, razmatrali smo oba modela za ocjenu isplativosti projekta koji bi bio finansiran emisijom obveznica.

Ključne riječi: finansiranje projekata emisijom obveznica, municipalne obveznice, korporativne obveznice, interna stopa prinosa.

35

Abstract

Financing of investment projects by issuing bonds in the Republika Srpska dramatically gained in importance with the emergence and development of entity, corporate and municipal bonds since 2007. Republika Srpska issued bonds with the purpose of settling the old foreign currency savings, war damage and for the servicing of the budget. In this paper, in order to emphasize the possibility of financing various projects, we were focused on the municipal and corporate bonds in the domestic capital market. We have also demonstrated the proceedings to assess the cost-effectiveness of financing investment projects, which are completely financed by issuing bonds in order to close the idea of the opportunities offered by the bonds to professional and wider public. We have based evaluation of investment projects on a dynamic method of net present value and internal rate of return method.

According to the method of payment of interest on the capital market of the Republika Srpska there are two types of bonds: annuity amortized bonds and coupon bonds. Accordingly, we discussed both models for the evaluation of the cost-effectiveness of the project which would be financed by issuing bonds.

Keywords: financing projects by issuing bonds, municipal bonds, corporate bonds, internal rate of return.

UVOD

U zemljama koje odlikuje razvijeno tržište kapitala pribavljanje novca emisijom obveznica predstavlja veoma čest i djelotvoran način za finansiranje realizacije investicionih projekata. Procesu pribavljanja novca za realizaciju projekta prethode detaljna planiranja i pripreme koje podrazumijevaju složene kalkulacije. Nakon što se obave sve radnje koje prethode traženju izvora finansiranja projekta, pristupa se ocjeni isplativosti projekta ili komparaciji više projekata. Najprihvaćenija metoda ocjene isplativosti investicionog projekta jeste metoda interne stope prinosa (internal rate of return). Interna stopa prinosa je jedna od dinamičkih metoda ocjene i rangiranja investicionih projekata. Uz nju, najčešće se koristi i metod neto sadašnje vrijednosti.

Metoda interne stope prinosa jasno, u novčanim jedinicama, izjednačava troškove i koristi projekta, poštujući i vremensku vrijednost novca. Ona predstavlja opšti koncept koji se odnosi na prihode od investiranja kapitala. (Pirs, D. V., 2005.)

Drugim riječima, ona izjednačava sadašnju vrijednost (present value) očekivanih novčanih priliva iz projekta sa sadašnjom vrijednošću njegovih troškova. Dakle, $PV_{\text{priliva}} = PV_{\text{troškova}}$ (početno ulaganje), odnosno stopa uz pomoć koje dobijamo neto sadašnju vrijednost jednaku nuli.

Smisao metode interne stope prinosa je u izračunavanju stope prinosa projekta koja se poredi sa cijenom (troškom) kapitala kojim se finansira taj projekat. Ako je stopa prinosa projekta viša od cijene kapitala kojim se finansira, projekat je isplativ.

* Narodna skupština Republike Srpske, milos.grujic@narodnaskupstinars.net

S ciljem da pokažemo postupak ocjene isplativosti određene investicije, u radu ćemo pokazati donošenje odluke o realizaciji projekta, koristeći postupak izražavanja interne stope prinosa. Pokazaćemo to na primjeru projekta koji je u potpunosti finansiran emisijom obveznica. S tim u vezi, prikazaćemo sve relevantne troškove za realizaciju projekta, elemente projekta, planiranje novčanih priliva, odliva i konačno – izračunavanje kamate na emitovane obveznice. Cilj je da ukažemo na elemente od kojih zavisi isplativost projekta i da pokažemo gornju granicu kamatne stope obveznica kojima bi se finansirao projekat.

1. FINANSIRANJE PROJEKATA EMISIJOM OBVEZNICA NA BANJALUČKOJ BERZI

Obveznice (eng. Bonds) najčešće se definisu kao dokumenti kojima se njihov izdavalac (emitent) obvezuje da će vlasniku obveznice isplati, dinamikom naznačenom u obveznici, iznose novčanih sredstava naznačenih u obveznici. (Orsag, S., 1997.) Ovakva definicija obveznica ukazuje na njihov zajmovni – kreditni karakter. Domaći Zakon o tržištu hartija od vrijednosti prihvata koncept dematerijalizacije hartija od vrijednosti. Po ovom zakonu, obveznica je „prenosiva isprava u nematerijalizovanom obliku – elektronskom zapisu, emitovana u seriji,

na osnovu koje vlasnici ostvaruju prava prema emitentu u skladu sa zakonom i odlukom o emisiji“. (Zakon o tržištu hartija od vrijednosti, 2006.) Prema tome, obveznice su definisane kao dužničke hartije od vrijednosti koje vlasniku daju pravo na naplatu glavnice i kamate, odnosno drugih prihoda u skladu sa zakonom i odlukom o emisiji. (Zakon o tržištu hartija od vrijednosti, 2006.)

Imajući u vidu njihov zajmovni karakter, emitenti i investitori sa manjim nivoom tolerancije prema riziku mogu da nađu zajednički interes na tržištu manje rizičnih finansijskih instrumenata, poput obveznica.

1.1. Razvoj tržišta duga u Republici Srpskoj

Kao emitenti obveznica na Banjalučkoj berzi pojavljuju se entitet Republika Srpska (entitetske obveznice), gradovi i opštine (municipalne obveznice), privredna društva te finansijske institucije. Na tržištu Banjalučke berze u julu 2016. godine listirano je ukupno 64 emisije obveznica: 32 emisije Republike Srpske, od čega: 16 dugoročnih obveznica, 10 serije RSRS, tri RSDS, dvije serije RSOD i jedna serija RSIO, te 20 emisija municipalnih obveznica, šest serija obveznica finansijskih institucija i šest serija obveznica finansijskih institucija.² Kada se stave u odnos promet svih obveznica i ukupan promet na Banjalučkoj berzi, uočavamo da poslednjih godina obveznice predstavljaju sve važniji finansijski instrument na domaćem finansijskom tržištu (tabela 1).

Tabela 1. Promet dužničkim hartijama od vrijednosti na Banjalučkoj berzi

Godina	Tržište akcija	Promet obveznicama	Tržište trezorskih zapisa	Ukupan promet	Promet akcijama u odnosu na ukupan promet	Promet obveznicama u odnosu na ukupan promet	Promet trezorskim zapisima u odnosu na ukupan promet
2002.	6,989,170.33	-	-	6,989,170.33	100.00%	0.00%	0.00%
2003.	72,528,710.75	-	-	72,528,710.75	100.00%	0.00%	0.00%
2004.	100,806,619.88	-	-	100,806,619.88	100.00%	0.00%	0.00%
2005.	278,107,652.15	-	-	278,107,652.15	100.00%	0.00%	0.00%
2006.	388,464,941.86	-	-	388,464,941.86	100.00%	0.00%	0.00%
2007.	741,764,285.21	818,005.97	-	742,582,291.18	99.90%	0.10%	0.00%
2008.	245,467,664.01	29,622,572.55	-	275,090,236.56	89.20%	10.80%	0.00%
2009.	130,354,130.42	50,139,176.95	-	180,493,307.36	72.20%	27.80%	0.00%
2010.	120,337,515.40	55,857,565.14	-	176,195,080.54	68.30%	31.70%	0.00%
2011.	128,679,009.96	208,461,617.99	88,316,355.60	425,456,983.55	30.20%	49.00%	20.80%
2012.	64,765,960.46	83,861,137.27	112,304,843.00	260,931,940.73	24.80%	32.10%	43.00%
2013.	93,836,761.84	77,884,632.48	204,135,118.43	375,856,512.75	25.00%	20.70%	54.30%
2014.	113,921,677.86	280,695,564.42	191,990,319.11	586,607,561.39	19.40%	47.90%	32.70%
2015.	41,499,790.74	191,072,012.28	103,086,674.06	335,658,477.08	12.40%	56.90%	30.70%

Izvor: Banjalučka berza, kalkulacije autora

Entitetske obveznice emituju se za izmirenje stare devizne štednje, ratne štete i za servisiranje budžeta. U radu ćemo se fokusirati na municipalne i korporativne obveznice na domaćem tržištu kapitala.

Prve obveznice koje su uvrštene na službeno tržište Banjalučke berze su obveznice Balkan investment banke – 31. maja 2007. godine.³ Prve obveznice Republike Srpske za izmirenje obaveza po osnovu verifikovanih računa stare devizne štednje, RSDS-O-A, na službeno

berzansko tržište Banjalučke berze uvrštene su 7. marta 2008. godine.

Emitenti prije početka postupka za emisiju obveznica zaključuju ugovor sa agentom emisije s ciljem da im agent emisije, koristeći svoje znanje i iskustvo, olakša emisiju obveznica. Ovaj posao se odnosi na pravljenje prospekta i koordinaciju sa emitentom s ciljem pribavljanja drugih dokumenata.⁴

² Obveznice finansijskih institucija emitovane su sa rokom dospijeća koji je duži od pet godina. Obveznice ovih karakteristika nazivaju se subordiniranim obveznicama i moguće ih je tretirati kao dopunski kapital banaka. Prema Bazelskim standardima, osnovni kapital se sastoji od običnih akcija, prioritetnih nekumulativnih akcija, zadrzane dobiti i opštih zakonskih rezervi, a dopunski od prioritetnih kumulativnih akcija, subordiniranog duga i iznosa opštih rezervi za kreditne gubitke.

³ Već 5. juna iste godine obavljena je prva trgovina tim obveznicama na službenom berzanskom tržištu.

⁴ Uloga agenta je značajna u promociji i pronalaženju investitora. Najvažniji posao je savjetovanje emitenta o visini kamatne stope i iznosu emisije koja će biti prihvatljiva za investitore na osnovu stanja na tržištu. Korišćenje usluga agenta emisije nije obavezno.

Tabela 2. Emitovane opštinske obveznice po iznosu kamatne stope, roku dospijeća, iznosu emisije i sekundarnoj trgovini

Oznaka HOV	Naziv HOV	Kamatna stopa	Rok dospjeća (u godinama)	Godina listinga	Iznos emisije	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	Ukupno
BNF-0-A	Opština Bijeljina	6,75%	10	2009	11.000.000	-	-	-	1.187.572	296.690	-	-	-	-	-	1.484.262
GRRZ-0-A	Opština Gradiška – druga emisija	6,00%	15	2011	7.000.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ISKP-0-A	Opština Istočni Stari Grad	6,00%	10	2010	515.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
KSFO-0-A	Opština Kostajnica – prva emisija	6,00%	15	2011	1.080.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
KSIN-0-A	Opština Laktasi – druga emisija	6,00%	14	2012	720.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
LKDК-0-A	Opština Laktasi – druga emisija	5,00%	8	2011	4.500.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
NGRD-0-A	Opština Novi Grad	6,25%	15	2011	2.000.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
OBDI-0-A	Opština Brod	6,75%	10	2010	4.000.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
OKFO-0-A	Opština Kneževio	6,00%	20	2011	5.600.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
OKVII-0-A	Opština Kotor Varoš	6,00%	10	2010	4.500.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
OLKI-0-A	Opština Lopare – prva emisija	6,75%	10	2010	280.000	-	-	-	1.000	65.000	-	-	-	-	-	66.000
OLKI-0-B	Opština Lopare – druga emisija	6,75%	10	2011	420.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
OPNS-0-A	Opština Petrovo	6,00%	10	2012	400.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
OSBD-0-A	Opština Osmaci	6,75%	7	2011	3.500.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
OSFO-0-A	Opština Srbac – druga emisija	6,00%	15	2011	1.000.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
OSRM-0-A	Opština Srbac – prva emisija	5,00%	20	2010	1.500.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
OTKP-0-A	Opština Trnovo	6,00%	15	2012	850.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
OZRN-0-A	Opština Zvornik	6,75%	10	2011	3.000.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
SMFO-0-A	Opština Šamac	5,90%	6	2009	4.580.000	-	-	-	200.000	-	-	-	-	-	-	200.000
SPSD-0-A	Opština Šipovo	7,00%	10	2012	1.700.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Delistirane obveznice																
GRDS-0-A	Opština Gradiška – prva emisija	6,00%	6	2008	2.700.000	-	-	-	-	729.871	-	-	-	-	-	729.871
LKSD-0-A	Opština Laktasi – prva emisija	5,75%	6	2008	10.000.000	-	3.009	928.750	1.999.261	249.067	-	-	-	-	-	3.180.088
BLMI-0-A	Grad Banja Luka	5,75%	3	0	7.000.000	-	3.009	928.750	4.457.704	810.757	-	-	-	-	-	540.000
Ukupno					77.845.000	-										6.200.220

Izvor: kalkulacije autora, www.blberza.com

Pregledom trgovine obveznicama zapažamo da je sekundarno tržište drugih dužničkih hartija od vrijednosti još nerazvijeno (tabela 2).

Otplatni plan obveznica u Republici Srpskoj sličan je otplatnom planu obvezica u regiji. Kad investitor kupuje obveznicu između dvije isplate kupona, prilikom sljedeće kuponске isplate, prodavcu pripada pravo na novčani iznos kamate koju je stekao do trenutka prodaje.⁵ Izuzetak su planovi obveznica RSBD-0-A, RSBD-0-C i RSBD-0-C. Ovi planovi napravljeni su po uzoru na „klasičan“ otplatni plan.

1.2. Kriterijumi razvrstavanja instrumenata duga

Jedna od najširih definicija instrumenata duga koja ukazuje na suštinu ove grupe finansijskih instrumenata kaže da su oni hartije od vrijednosti kojima emitent dolazi do sredstava na kreditnoj osnovi i obavezuje se da imaocu isplati određeni iznos kamate i glavnici u predviđenom roku dospijeća.

Na razvijenim tržištima postoji mnoštvo različitih instrumenata duga i različitih pojmoveva koji se koriste. U stručnoj terminologiji na našem govornom području, uslijed nerazvijenosti instrumenata i tržišta, ne postoji diverzifikacija pojmoveva vezanih za dužničke hartije od vrijednosti. Dominantni pojmovi su zapis, obveznica i certifikat. Strana stručna literatura razlikuje note, bondove, debenture, promisorne note obligacije i razne derivate izvedene iz ovih hartija.

Prema kriterijumima razvrstavanja instrumenata duga razlikujemo instrumente duga prema:

- emitentu (Erić, D., 2003.) (državne dužničke hartije – koje emituju vlade, entiteti i ostali državni organi i organizacije i dužničke hartije koje emituju privredna društva);
- roku dospijeća (Jeremić, Z., 2012.) (kratkoročne i dugoročne instrumente duga);
- porijeklu (Orsag, S., 1997.) (domaće hartije od vrijednosti, koje se emituju na domaćem tržištu, i inostrane hartije – instrumenti duga, koje se emituju i prodaju na finansijskim tržištima druge zemlje, tj. izvan zemlje sjedišta emitenta);
- obezbjeđenju (osiguranju) obaveze (Orsag, S., 1997.) (neosigurane i osigurane hartije – instrumente duga);

8

Tabela 3. Emitenti, vrijednosti i namjena emitovanih municipalnih obveznica na Banjalučkoj berzi

Emittent	Oznaka	Vrijednost emisije (u KM)	Broj emitovanih obveznica	Rok dospijeća (u godinama)	Kamatna stopa	Grace period	Namjena
Grad Banja Luka*	BLMI-0-A	7,000,000	70000	3	5.75%	0	Izgradnja mosta na Vrbasu
Opština Laktaši – prva emisija	LKSD-0-A	10,000,000	100000	6	5.75%	0	Izgradnja sportske dvorane
Opština Gradiška – prva emisija	GRDS-0-A	2,700,000	27000	6	6.00%	0	Izgradnja sportske dvorane
Opština Šamac	SMFO-0-A	4,580,000	45800	6	5.90%	1	Refinansiranje ranijeg kratkoročnog duga
Opština Bijeljina	BNIF-0-A	11,000,000	110000	10	6.75%	0	Izgradnja industrijske i komunalne infrastrukture, izgradnja Centra za kulturu
Opština Brod	OBDI-0-A	4,000,000	40000	10	6.75%	0	Izgradnja sportske dvorane i rekonstrukcija privredne i komunalne infrastrukture
Opština Kotor Varoš	OKVI-0-A	4,500,000	45000	10	6.00%	3	Finansiranje kapitalnih investicija i refinansiranje ranijeg kratkoročnog duga
Opština Istočni Stari Grad	ISKP-0-A	515,000	5150	10	6.00%	3	Osnivanje i opremanje komunalnog preduzeća

⁵ Ako se stecena kamata uključi u cijenu obveznice na tržištu, govor se o ukupnoj cijeni (dirty price) koju kupac plaća prodavcu obveznice.

⁶ Takva situacija podrazumijeva postojanje razlika u prioritetima prava imalača tih obveznica nad aktivom emitenta u slučaju neizvršenja obaveze i bankrotstva.

- starosti (subordiniranosti) duga (Brealey A. Richard; Myers C. Stewart, Franklin, A., 2011.) – u slučaju da emitent ima više emisija obveznica u različitim periodima govorimo o više stepeni starosti obveznica;⁶
- načinu plaćanja kamate: instrumenti bez kupona, obveznice sa nultim kuponom ili čisto diskontovane obveznice (zero coupon bonds, pure discount bonds), obveznice sa kuponima (coupon bonds) i konsoli (consols) (Ross A. Stephen., 1990.);
- visini kamatne stope (obveznice sa fiksnom i sa promjenljivom kamatnom stopom).

Osim pomenutih, postoji i veliki broj drugih hartija od vrijednosti instrumenata duga. Mnoge od njih, kao rezultat talasa finansijskih inovacija, nastale su u posljednjih 40 godina.

1.3. Municipalne obveznice na Banjalučkoj berzi

Postojeća koncepcija finansiranja lokalne uprave u Republici Srpskoj zasniva se na stavu da lokalna zajednica treba da ima dovoljno sredstava za svoje funkcionisanje. Lokalne zajednice u Srpskoj karakteriše visok nivo zavisnosti od prihoda koji im se transferišu sa viših nivoa vlasti i nemaju mogućnosti da utiču na visinu ključnih izvora finansiranja, osim na neke lokalne takse i naknade.

Opštine u Republici Srpskoj od aprila 2007, uz saglasnost Ministarstva finansija, imaju mogućnost da na tržištu kapitala pribave novac za provođenje projekata koji će uzrokovati rast i razvoj lokalne zajednice. Prva lokalna zajednica u Republici Srpskoj koja je prepoznaла mogućnost da emisijom municipalnih obveznica prikupi sredstva za realizaciju nekog projekta je opština Laktaši. Ova opština je emitovala obveznice u iznosu od 10 miliona konvertibilnih maraka s ciljem da se sredstvima finansira izgradnja sportske dvorane. Emisijom ovih obveznica započela je nova faza u razvoju finansijskog tržišta Republike Srpske jer je primjer Laktaša ispratio znatan broj jedinica lokalne samouprave Republike Srpske, a ubrzo i Federacija Bosne i Hercegovine. Ukupna vrijednost do sada emitovanih obveznica iznosi 77,845 miliona KM, a kamatna stopa na do sada emitovane municipalne obveznice u RS iznosi između pet i sedam odsto (tabela 3).

Opština Srbac – prva emisija	OSRM-0-A	1,500,000	15000	20	5.00%	0	Izgradnja i rekonstrukcija putne i komunalne infrastrukture
Opština Lopare – prva emisija	OLKI-0-A	422,500	4225	10	6.75%	1	Izgradnja i rekonstrukcija putne infrastrukture
Opština Srbac – druga emisija	OSRM-0-A	1,000,000	10000	15	6.00%	10	Prevazilaženje problema finansiranja prema izvođačima radova i kapitalne investicije
Opština Lopare – druga emisija	OLKI-0-A	277,500	2775	10	6.75%	1	Izgradnja i rekonstrukcija putne infrastrukture
Opština Gradiška – druga emisija	GRDS-0-A	7,000,000	70000	15	6.00%	10	Sufinansiranje projekata bitnih za ostvarivanje razvojnih ciljeva
Opština Novi Grad	NGRD-0-A	2,000,000	20000	15	6.25%	3	Rekonstrukcija glavne ulice, refinansiranje postojećeg duga
Opština Kostajnica – prva emisija	KSFO-0-A	1,080,000	10800	15	6.00%	1	Otkup nepovoljnih kredita iz ranijeg perioda, kupovina poslovnog prostora i zemljišta, izgradnja i sanacija puteva i ulica
Opština Laktaši – druga emisija	LKDK-0-A	4,500,000	45000	8	5.00%	4	Završetak radova na izgradnji sportske dvorane, izgradnja vodovodnog sistema i kanalizacije
Opština Osmaci	OSBD-0-A	3,500,000	35000	7	6.75%	2	Saniranje budžetskog deficitia i kapitalne investicije
Opština Zvornik	OZRN-0-A	3,000,000	30000	10	6.75%	10	Izgradnja sportske dvorane, saniranje budžetskog deficitia i kapitalne investicije...
Opština Kneževo	OKFO-0-A	5,600,000	56000	20	6.00%	10	Finansiranje dospjelih, neizmirenih obaveza iz ranijeg perioda
Opština Petrovo	OPNS-0-A	400,000	4000	10	6.00%	3	Za opremanje javnog komunalnog preduzeća (za kupovinu motornih vozila, mašina i druge opreme neophodne za rad preduzeća i kvalitetno pružanje komunalnih usluga)
Opština Kostajnica – druga emisija	KSIN-0-A	720,000	7200	14	6.00%	0	Otkup prostora i zemljišta, izgradnja i sanacija puteva i ulica
Opština Šipovo	SPSD-0-A	1,700,000	17000	10	7.00%	0	Izgradnja sportske dvorane u Šipovu
Opština Trnovo	OPTR	850,000	8500	15	6.00%	3	Za kupovinu imovine preduzeća „Zrak“ a.d. Teslić, koje se nalazi na području opštine Trnovo.
U k u p n a vrijednost emisija		77,845,000	778,450				

* Obveznice su delistirane 21. jula 2011. godine.

Izvor: Banjalučka berza, kalkulacije autora

Dobijena sredstva opštine uglavnom koriste za pokrivanje budžetskog deficitia, izgradnju puteva, sportsko-rekreativnih centara i za unapređivanje infrastrukture (tabela 3). Dozvoljeni prag zaduživanja opština iznosi 18 odsto ostvarenih redovnih prihoda u godini koja prethodi godini u kojoj se emituju obveznice. Ta činjenica, uz unaprijed poznate rokove isplate i jasne politike budžetskog planiranja, treba da uvjeri kupce obveznica da će otplata duga i kamata biti redovna.

U praksi se pokazalo da neke opštine novac dobijen emisijom obveznica troše mimo predviđenih namjena – saglasnosti kupaca obveznica, ili značajno kasne sa izmirivanjem obaveza (Grujić, M., 2012.). Na primjer, kako je utvrdila Glavna služba za reviziju javnog sektora RS, opština Gradiška je 2011. godine nezakonito potrošila 1,4 miliona KM koje je dobila emitovanjem obveznica. Prospekt emisije obveznica i odluke Skupštine opštine nisu poštovani, a prekršen je Zakon o zaduživanju, dugu i garancijama.⁷ U teoriji, municipalne obveznice se smatraju manje rizičnim od drugih vrsta

ulaganja, prvenstveno od tržišta korporativnih hartija od vrijednosti (Bubaš, Z., 1995.). Međutim, praksa na domaćem tržištu kapitala pokazala je da su zabilježena značajna kašnjenja u isplati obveznica, na primjer, u opštinama Kneževo, Šamac, Zvornik i Lopare.⁸

Municipalne obveznice na Banjalučkoj berzi moguće je kupiti u trenutku izdavanja (na primarnom tržištu) ili od drugih vlasnika u neko doba poslije emisije (na sekundarnom tržištu). Upoređivanjem ostvarenih sekundarnih prometa sa drugim tržišnim segmentima po godinama utvrđuje se da sekundarna trgovina nije značajna jer, do sada, ukupan iznos sekundarne trgovine iznosi 403.942 KM u 18 transakcija. Zaključak koji proizlazi iz toga je da kupci obveznica preferiraju da obveznice drže do dospjeća, prije svega zbog nepostajanja ponude i tražnje za obveznicama. Razlog nepostojanja ponude i tražnje treba tražiti u tehničkim mogućnostima. Naime, tržište municipalnih obveznica nije „razuđeno“ poput tržišta obveznica, na primjer, serije RSRS. Postoji nekoliko dominantnih kupaca odnosno vlasnika municipalnih obveznica (osiguravajuće kuće, banke, Pen-

⁷ Vidi opširnije: [⁸ Vidi opširnije: \[39\]\(http://www.capital.ba/ponovo-naruseno-povjerenje-na-banjaluckoj-berzi-zvornik-i-lopare-ne-placaju-obveznice/, pristupljeno 11.12.2012.</p>
</div>
<div data-bbox=\)](http://www.blic.rs/Vesti/Republika-Srpska/262674/Kreditom-za-dvoranu-krpili-lokalni-budzet, pristupljeno 27.4.2016.</p>
</div>
<div data-bbox=)

zijski rezervni fond Republike Srpske i Investiciono-razvojna banka Republike Srpske, tj. Akcijski fond⁹ i Fond za restuticiju Republike Srpske¹⁰) tako da uprkos „standardnom“ novčanom toku ne postoji diferencirano tržište municipalnih obveznica.

Važan efekat emisije municipalnih obveznica je povećanje odgovornosti nosilaca lokalne vlasti, jer se zbog transparentnosti emitovanja pažljivije pristupa razvoju projekta i podliježe većoj kontroli javnosti, čime se ostvaruje i određeni marketinški efekat. Ilustracije radi, naglašava se finansiranje projekata zajedno sa građanima i institucijama, kao u opštini Laktaši: „Igrajmo zajedno“. Osim što obezbjeđuju jeftinije izvore finansiranja, emitenti su u prilici da diktiraju uslove svog zaduženja u smislu načina rasporeda sredstava za realizaciju projekata, odabira visine kamatne stope i dužine, odnosno načina vraćanja pozajmljenih sredstava.

1.4. Korporativne obveznice na Banjalučkoj berzi

Izdavanje akcija je privilegija akcionarskih društava, dok korporativne obveznice mogu da emituju i privredna društva koja nisu akcionarska. Motiv za investiranje u korporativne obveznice je potencijalno viši prinos u odnosu na državne ili obveznice emitovane od strane organa lokalne samouprave. Osim toga, ako dođe do likvidacije ili otvaranja stečaja nad preduzećem, vlasnici obveznica imaju prioritet u odnosu na vlasnike akcija u naplati svojih potraživanja iz likvidacione odnosno stečajne mase. Ipak, nekoliko emitentata korporativnih obveznica na Banjalučkoj berzi, poput MKD Sinergija plus d.o.o. i Boska RK a.d. Banja Luka, pokazali su probleme u poslovanju odnosno kašnjenja u isplati obaveza. Na Banjalučkoj berzi je do sada emisijom korporativnih obveznica prikupljeno preko 200 miliona konvertibilnih maraka (tabela 4).

Tabela 4. Emitovane korporativne obveznice na Banjalučkoj berzi

Listirane obveznice			Delistirane obveznice		
Oznaka	Emitent	Ukupna nominalna vrijednost	Oznaka	Emitent	Ukupna nominalna vrijednost
BOSK-0-A	Boska RK a.d. Banja Luka – obveznice	15,000,000	ATFR-0-A	Atlantik BB d.o.o. Banja Luka	1,500,000
KLPL-0-A	Kaldera Company d.o.o. Laktaši	7,000,000	CERP-0-B	Cer a.d. Prnjavor	450,000
OCJH-OKA	Jahorina OC a.d. Pale	15,000,000	PLFP-0-A	Planinsko dobro a.d. Nevesinje	2,107,000
UNMR-0-A	Unis fabrika cijevi a.d. Derventa – obveznice	20,000,000	SNPO-0-A	MKD Sinergija plus d.o.o Banja Luka – u stečaju	1,000,000
NOVB-0-E	Nova Banka a.d. Banja Luka – obveznice 5 emisija	6,000,000	GOVF-0-A	Farmland a.d. Nova Topola	2,500,000
NOVB-0-F	Nova Banka a.d. Banja Luka – obveznice 6. emisija	37,600,000	CERP-0-A	Cer HUTP a.d. Prnjavor	450,000
PPMK-0-A	Prvo penzionersko mikrokreditno društvo d.o.o Banja Luka	535,700	SLTK-0-B	Slateks tekstil a.d. SLATINA	300,000
PPMK-0-B	Prvo penzionersko mikrokreditno društvo d.o.o Banja Luka	4,000,000	BLKB-0-A	Balkan investment bank a.d. Banja Luka	50,000
PPMK-0-C	Prvo penzionersko mikrokreditno društvo d.o.o Banja Luka	723,000	VBBB-0-A	NLB razvojna banka a.d. Banja Luka	50,000
NOVB-0-F	Nova Banka a.d. Banja Luka – obveznice 4. emisija	37,600,000	NOVB-0-A	Nova Banka a.d. Banja Luka – obveznice 1. emisija	10,000,000
PPMK-0-D	Prvo penzionersko mikrokreditno društvo d.o.o Banja Luka	633,100	NOVB-0-B	Nova Banka a.d. Banja Luka – obveznice 2. emisija	8,000,000
TPBL-0-A	Toplana a.d. Banja Luka	9,000,000	NOVB-0-C	Nova Banka a.d. Banja Luka – obveznice 3. emisija	10,000,000
TPPD-0-A	Toplana a.d. Prijedor	4,500,000	NOVB-0-D	Nova Banka a.d. Banja Luka – obveznice 4. emisija	6,000,000
Ukupno		157,591,800	Ukupno		42,407,000

Izvor: Banjalučka berza

1.5. Problemi vezani za emisiju obveznica

Troškovi emitovanja obveznica su veći nego troškovi odobravanja kredita (tabela 5) jer je potrebno finansirati više aktivnosti nego pri dobijanju kredita kod banke. Takođe, emisija obveznica emitenta košta manje, ali traje duže nego odobravanje kredita. Kod emisije obveznica za institucionalne investore postoje određena ograni-

čenja koja su povezana sa učešćem u pojedinačnoj emisiji, dok su kod kredita za banke ograničenja vezana za kapital i aktivu. Investicioni fondovi ne mogu da ulažu u obveznice više od 25% emisije, dok osiguravajuća društva ne mogu da ulažu više od 10% ukupne emisije. Navedena ograničenja destimulišu emisiju hartija od vrijednosti.

⁹ Izvor: Izvještaji o neto vrijednosti sredstava Akcijskog fonda, <http://www.irbrs.org/azuro3/a3/?id=471>

¹⁰ Izvor: Izvještaji o neto vrijednosti sredstava Fonda za restuticiju Republike Srpske, <http://www.irbrs.org/azuro3/a3/?id=472>

Tabela 5. Troškovi pripreme emisije za municipalne obveznice

Usluga na iznos emisije od 3.000.000,00 KM	Uslugu naplaćuje	Iznos (u KM)
Troškovi agenta emisije/ Troškovi iznošenja prodajnog naloga	Brokerska kuća – agent emisije*	5.900
Trošak otvaranja i vođenja privremenog računa za deponovanje	Banka (proizvoljno)**	1.500
Troškovi objave oglasa (Javni poziv za upis i uplatu; Izvještaj o rezultatima emisije)	Dnevne novine (EuroBlic, Glas Srpske...)	500
Registracija emisije u Centralnom registru HOV	Centralni registar hartija od vrijednosti a.d. Banja Luka	1000
Uvrštenje obveznica na službeno tržište Banjalučke berze	Banjalučka berza a.d. Banja Luka	100
Ukupno***		9.000

* Naknada najčešće zavisi od iznosa emisije
** Provizija banke prosječno se kreće u iznosu 0,05%–0,1% vrijednosti emisije, u skladu sa dogovorom
*** Komisija za HOV nije do sada naplaćivala naknadu opština, koja inače iznosi 0,15% od vrijednosti emisije

Izvor: kalkulacije autora

2. DISKONTOVANJE NOVČANIH TOKOVA INVESTICIJE PROJEKTA KOJI JE FINANSIRAN EMISIJOM OBVEZNICA

Suština donošenja strateških investicionih odluka je da prepozna ulaganja kod kojih su očekivane koristi veće u odnosu na zbir kapitalnih izdataka. Kada su poznati cijena sopstvenog i pozajmljenog kapitala za realizaciju projekta, poznati su troškovi investicionog projekta (Mikerević, D., 2005.).

Kao način prepoznavanja isplativosti projekta prepostavimo da poznajemo osnovne elemente i rok eksplotacije (tj. tačno trajanje) investicionog projekta čiju realizaciju u potpunosti namjeravamo finansirati emisijom obveznica.

Kada identifikujemo projekat koji treba finansirati, njegova procjena obuhvata sljedeće korake:

1. Odrede se troškovi projekta odnosno visina (iznos) potrebnog ulaganja.
2. Emitent, tj. njegov menadžment treba da ocijeni očekivane buduće tokove novca iz projekta, uključujući i vrijednost novca koji preostaje nakon isteka njegove očekivane eksplotacije.
3. Ocjenjuje se rizičnost projektovanih tokova novca. To znači oblikovanje informacije o distribuciji vjerovaće nastanka novčanog toka.
4. Uzimajući u obzir ocijenjenu rizičnost projekta, menadžment određuje trošak kapitala kao cijenu koja će se koristiti u analizi.
5. Očekivani prilivi novca se svode na sadašnju vrijednost, kako bi se izračunala sadašnja vrijednost projekta.
6. Sadašnja vrijednost očekivanih budućih novčanih priliva se uporedi sa početnom sumom koju je potrebno investirati. Ako sadašnja vrijednost novčanih tokova premašuje početne troškove, projekat treba prihvati. U suprotnom slučaju, treba ga odbaciti.

U nastavku rada ćemo koristiti plan otplate emitovanih obveznica za finansiranje realizacije projekta i dinamičku ocjenu rangiranja

investicionih projekata. Na osnovu rezultata iz tog modela, iskazemo efektivnu stopu prinosa investitora koji bi uložio u taj projekat. Sama odluka o emisiji obveznica i o relizaciji projekta zavisi upravo od dobijene interne stope prinosa.

2.1. Pojam i kvantifikovanje cijene kapitala

Pozajmljeni kapital ima svoju cijenu – to je kamatna stopa po kojoj je zaključen ugovor o zajmu za finansiranje ulaganja u investicioni projekat. U slučaju da se čitav projekat finansira emisijom obveznica, kamatna stopa je poznata. Međutim, rijetko kad se investicioni projekat finansira isključivo iz pozajmljenog kapitala. Emitenti se najviše fokusiraju na cijenu pozajmljenog kapitala i dovode se u zabludu. Njihova najveća zabluda je da je sopstveni kapital besplatan. Ovo vjerovanje proizlazi iz toga što se za taj kapital, formalno, ne plaća kamata. Drugim riječima, u bilansu uspjeha ne evidentiraju se rashodi po osnovu sopstvenog kapitala (Mikerević, D., 2005.). Međutim, akcionarsko društvo plaća dividendu iz neto dobitka, a vlasnici akcija ili udjela u društvu sa ograničenom odgovornošću učestvuju u toj raspodjeli srazmjerno njihovim udjelima. Osim toga, društvo ima potrebu da dio neto dobitka akumulira za svoj dalji razvoj i rast. Takođe, društvo mora da uvaži i interes svojih vlasnika. U protivnom, može doći u situaciju da teško ili nikako pribavi dodatni, nužno potreban kapital za dokapitalizaciju u bućnosti.

Cijena vlastitog kapitala je zapravo matematička cijena kapitala čija suština se zasniva na tome da se ocijeni prihvatljivost investicionog projekta. Cijena sopstvenog kapitala može se utvrditi na nekoliko načina. Najčešće se koriste (Mikerević, D., 2005.):

- stopa prinosa koju odbacuje neki alternativni investicioni projekat;
- stopa prinosa na sopstveni kapital koju ostvaruje društvo koje investira u novi investicioni projekat;
- prosječna stopa prinosa na sopstveni kapital koju ostvaruje grupa društava one privredne djelatnosti kojoj pripada društvo koje investira, odnosno investicioni projekat na osnovu koga se namjerava ulagati.

Stručna literatura preporučuje i korištenje najviše od ove tri stope. Osim toga, cijena sopstvenog kapitala, bez obzira na to kako je utvrđena, ne bi smjela biti niža od cijene pozajmljenog kapitala za ulaganje u investicioni projekat, tj. od kamatne stope (Mikerević, D., 2005.).

Kada je utvrđena cijena sopstvenog kapitala i cijena pozajmljenog kapitala, moguće je utvrditi jedinstvenu cijenu kapitala koji će biti uložen u investicioni projekat. Ova jedinstvena cijena kapitala je zapravo ponderisana cijena kapitala, tj. zbir koji se sastoji od:

1. utvrđenog učešća sopstvenog kapitala u finansiranju investicionog projekta – taj procenat se množi sa cijenom sopstvenog kapitala i
2. utvrđenog učešća posuđenog kapitala u finansiranju investicionog projekta – taj procenat se množi sa cijenom posuđenog kapitala, tj. sa kamatnom stopom pozajmljenog kapitala.

2.2. Metoda interne stope

Metoda interne stope prinosa koristi prosječnu cijenu kapitala kao kriterijum rentabilnosti tako što se izračunata interna stopa prinosa upoređuje sa prosječnom cijenom kapitala. Svi nezavisni projekti čija je interna stopa prinosa viša ili jednakna prosječnoj cijeni kapitala mogu se prihvati, dok se projekti čija je interna stopa prinosa niža od prosječne cijene kapitala moraju eliminisati (Milovanović, D.,

$$CF_0 = \frac{CF_1}{(1 + Isp)} + \frac{CF_2}{(1 + Isp)^2} + \dots + \frac{CF_O_n}{(1 + Isp)^n} = \sum \frac{CF_O_t}{(1 + Irr)^n}$$

gdje je:

CF_o = zbir svih izdataka vezanih za realizaciju posmatranog projekta (sadašnja vrijednost izdataka u investicioni projekat);¹¹

CF_t = neto novčani tok koji odbacuje projekat tokom realizacije projekta;

I_{sp} = interna stopa prinosa;

n = trajanje projekta u posmatranim periodima vremena (najčešće po godinama).

$$SV = \frac{An_1}{(1 + r)} + \frac{An_2}{(1 + r)^2} + \frac{An_3}{(1 + r)^3} + \dots + \frac{An_n}{(1 + r)^n}$$

gdje je:

SV – sadašnja vrijednost svih isplata anuiteta po osnovu obaveza stvorenih emisijom obveznicu;

$An_1, An_2, An_3, \dots, An_n$, – iznos anuiteta u dатој години (periodu);

r – diskontna stopa;

n – broj perioda (godina) do dospijeća emitovanih obveznicu;

Kod primjene ovog modela jednostavno je izračunavanje interne stope prinosa, kako se radi o investicionom projektu sa anuitetnim novčanim tokom, odnosno kada se dobija (n) jednakih godišnjih neto priliva (A_1, A_2, \dots, A_n) i kada se radi o jednokratnom ulaganju. Tada možemo koristiti sljedeću relaciju za izračunavanje interne stope prinosa (Jovanović, P., 2000.):

$$I = A \frac{(1 + r)^n - 1}{r(1 + r)^n}$$

2011.). Kada se radi o međusobno isključivim projektima, onda se prihvata projekat sa najvišom internom stopom prinosa (Ivanović, M., 2008.). Dakle, interna stopa prinosa predstavlja diskontnu stopu kojom se izjednačava sadašnja vrijednost očekivanog neto novčanog toka sa investicijom. Drugim riječima, suština je da se definišu uslovi pri kojima je neto sadašnja vrijednost realizacije projekta jednaka nuli (Jovanović, P., 2000.).

Rezultat, tj. izračunata efektivna stopa prinosa će dati odgovor da li određenu finansijsku konstrukciju treba realizovati ili je mijenjati i u kojoj mjeri. Konkretno, kada je dobijena efektivna stopa prinosa u projekat (koji je u potpunosti finansiran emisijom obveznicu) veća od nule, finansijsku konstrukciju treba prihvati. U suprotnom, ako je rezultat manji od nule, potrebno je provjeriti koje dijelove modela treba popraviti da rezultat bude pozitivan. Kada se dobije pozitivan rezultat, može se pristupiti finansijerima koji bi podržali realizaciju projekta, tj. može se ići u pravcu emisije obveznicu.

Najčešće se navodi da interna stopa rentabilnosti predstavlja „maksimalnu vrijednost kamatne stope koju može da plaća projekat za pozajmljene resurse i da pri tome ostvaruje nultu profitabilnost“ (Đuričin, D.; Lončar, D., 2008.).

Jednačina za izračunavanje neto sadašnje vrijednosti predstavljena je sljedećom formulom (Ivanović, M., 2008.):

Na tržištu kapitala Republike Srpske postoje dva tipa obveznica: obveznice koje se amortizuju tako što se tokom perioda otplate otplaćuje kamata i dio glavnice – to su anuitetske obveznice i prave „kuponske obveznice“ (obveznice serija: RSBD-0-A, RSBD-0-B i RSBD-0-C). U skladu sa tim ćemo model za izračunavanje stope prinosa investitora u projekat koji će biti finansiran emisijom obveznica prikazati na dva načina – za oba tipa otplate obveznica. Za obveznice koje se amortizuju anuitetski, sadašnja vrijednost budućih plaćanja, tj. anuiteta predstavljena je sljedećom jednačinom (Šoškić, D.; Živković, B., 2011.):

$$\frac{I}{A} = \frac{(1 + r)^n - 1}{r(1 + r)^n}$$

Dakle, za poznati broj godina eksploatacije projekta, u IV finansijskim tablicama možemo pronaći anuitetni faktor koji je približan odnosu I/A ,

gdje je:

I – inicijalni kapitalni izdatak za projekat,

A – godišnji novčani tok.

Prepostavimo da je iznos ukupne investicije u investicioni projekat, tj. sadašnje vrijednosti svih izdataka u investicioni projekat jednak sadašnjoj vrijednosti svih budućih plaćanja po osnovu obaveza nastalih po emisiji obveznica diskontovanih po efektivnoj stopi prinosa investitora u investicioni projekat koji je finansiran emisijom obveznica. Drugim riječima, kada izjednačimo r i I_{rr} , neka je $CF_0 = SV$.

¹¹ CF – skraćeno od engleskog *cash flow* (novčani tok).

Ako je ova jednačina zadovoljena, onda smo iskazali i efektivnu stopu prinosa investitora u projekat finansiran emisijom obveznica. Prema tome, u novu jednačinu uvrstićemo desnu stranu jednakosti

$$\frac{CF_1}{(1+Irr)} + \frac{CF_2}{(1+Irr)^2} + \cdots + \frac{CFO_n}{(1+Irr)^n} = \frac{An_1}{(1+r)} + \frac{An_2}{(1+r)^2} + \cdots + \frac{An_n}{(1+r)^n}$$

Prebacivanjem svakog sabirka sa desne strane jednakosti na lijevu stranu teorijski dobijamo da je:¹²

$$\left(\frac{CF_1}{(1+Irr)} - \frac{An_1}{(1+r)}\right) + \left(\frac{CF_2}{(1+Irr)^2} - \frac{An_2}{(1+r)^2}\right) \cdots + \left(\frac{CFO_n}{(1+Irr)^n} - \frac{An_n}{(1+r)^n}\right) = 0$$

Uproštavajući oduzimanje razlomaka i izjednačavajući Irr i r, imamo:

$$\left(\frac{CF_1 - An_1}{(1+Irr)}\right) + \left(\frac{CF_2 - An_2}{(1+Irr)^2}\right) \cdots + \left(\frac{CFO_n - An_n}{(1+Irr)^n}\right) = 0$$

Iz dobijene relacije, neophodno je iskazati vrijednost efektivne stope prinosa investitora u projekat finansiran emisijom obveznica – Irr. U praksi rijetko imamo slučaj da je broj sabiraka isti, pa je stoga ovu vrijednost, bez daljeg izvođenja, najjednostavnije izračunati u programu Excel.¹³

$$SV = \frac{C_1}{(1+r)} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \cdots + \frac{C_n}{(1+r)^n} + \frac{NV}{(1+r)^n}$$

gdje je:

C_1, C_2, \dots, C_n – godišnja (periodična) kuponska isplata po osnovu svih emitovanih obveznica;

Nv – nominalna vrijednost svih emitovanih obveznica;

U drugom slučaju – kada se obveznice amortizuju kuponski, jednačinu za izračunavanje efektivne stope prinosa investitora u projekat izvećemo analogno opisanom modelu s razlikom da umjesto modela otplate po anuitetima koristimo kuponski model. Prema tome, imamo (Šoškić, D.; Živković, B., 2011.):

r – diskontna stopa kamatna stopa ili stopa prinosa do dospijeća.

U skladu s tim, jednačina za izračunavanje efektivne stope prinosa investitora u investicioni projekat finansiran emisijom obveznica koje se amortizuju kuponski izgleda ovako:

$$\begin{aligned} & \frac{CF_1}{(1+Irr)} + \frac{CF_2}{(1+Irr)^2} + \cdots + \frac{CFO_n}{(1+Irr)^n} \\ &= \frac{C_1}{(1+Irr)} + \frac{C_2}{(1+Irr)^2} + \cdots + \frac{C_n}{(1+Irr)^n} + \frac{Nv}{(1+Irr)^n} \end{aligned}$$

Slično anuitetskoj otplati, kada prebacimo svaki sabirak sa desne strane jednakosti na lijevu stranu, teorijski dobijamo da je:

$$\begin{aligned} & \left(\frac{CF_1}{(1+Irr)} - \frac{C_1}{(1+Irr)}\right) + \left(\frac{CF_2}{(1+Irr)^2} - \frac{C_2}{(1+Irr)^2}\right) + \cdots + \left(\frac{CFO_n}{(1+Irr)^n} - \frac{C_n}{(1+Irr)^n}\right) \\ &+ \frac{Nv}{(1+Irr)^n} = 0 \end{aligned}$$

Dakle, investicioni projekat koji je u potpunosti finansiran emisijom smatramo prihvatljivim, tj. isplativim ako je efektivna stopa prinosa investitora u projekat veća od nule, tj. ($Irr > 0$). Da je prema ovoj kalkulaciji stopa prinosa bila manja od nule, tj. $Irr < 0$, finansijsku konstrukciju dobijenu na ovaj način trebalo bi odbaciti. To znači da bi sljedeći korak bio pronalaženje alternativnog načina finansiranja ili promjena parametara u samom modelu.

U slučaju da se projekat djelimično finansira emisijom obveznica, stopa prinosa investitora izračunava se na osnovu već opisanih relacija, s tim da se iz formule izdvaja dio koji je finansiran sopstvenim sredstvima uz upotrebu cijene sopstvenog kapitala.

3. OCJENA I IZBOR MODELA FINANSIRANJA PROJEKTA EMISIJOM OBVEZNICA

U analizi projekta koji je finansiran emisijom obveznica koristićemo jednačinu za izračunavanje efektivne stope prinosa investitora u investicioni projekat finansiran emisijom obveznica. Prikazaćemo i anuitetski i kuponski model otplate.

Početak realizacije projekta, tj. investicije, složen je proces koji obuhvata veliki broj aktivnosti koje su podijeljene u faze. Postoji mnogo pojedinačnih aktivnosti od donošenja odluke o zaduženju do završetka emisije obveznica (tabela 6).

Tabela 6. Hodogram aktivnosti emisije obveznica na primjeru opštine Zvornik

EMISIJA OBVEZNICA – HODOGRAM AKTIVNOSTI SA ROKOVIMA IZVRŠENJA OPŠTINE ZVORNIK			
Aktivnost	Datum	Broj dana od odluke	
Donošenje Odluke o zaduženju	18.04.2011.		
Dobijena saglasnost Ministarstva	31.05.2011.	43	

¹² Naglašavamo da se radi o teorijskom modelu jer prepostavljamo da je broj godina priliva i broj godina odliva isti.

¹³ Takođe, moguće je koristiti i popularne finansijske digitrone poput Texas Instruments BA PLUS ili HP 10 BII.

Opština registrovana u registru emitentata kod Komisije za hartije od vrijednosti	06.06.2011.	49
Otvoren račun za deponovanje sredstava	16.06.2011.	59
Donošenje Odluke o prvoj emisiji obveznica javnom ponudom	05.07.2011.	78
Prospekt odobren od strane Komisije za hartije od vrijednosti	22.07.2011.	95
Objavljivanje javnog poziva za upis i uplatu obveznica	jun 2011.	
Datum početka trajanja javne ponude	16.08.2011.	120
Početak upisa i uplate obveznica	18.08.2011.	122
Završetak upisa i uplate obveznica	29.09.2011.	164
Objava oglasa o završenoj emisiji obveznica	oktobar 2011.	
Zahtjev za promjenu podataka kod Komisije za hartije od vrijednosti	03.10.2011.	168
Rješenje o promjeni podataka kod Komisije za hartije od vrijednosti	06.10.2011.	171
Zahtjev banci za transfer novca sa računa za deponovanje na račun opštine	oktobar 2011.	
Podnošenje zahtjeva za registraciju obveznica kod Komisije za hartije od vrijednosti	04.10.2011.	169
Rješenje Centralnog registra o registraciji emisije obveznica	07.10.2011.	172
Zahtjev za prijem dužničkih hartija od vrijednosti na službeno berzansko tržište	17.10.2011.	182
Odluka o prijemu obveznica na službeno berzansko tržište	21.10.2011.	186
Rješenje o početku trgovanja sa obveznicima	25.10.2011.	190
Kupci obveznica: Grawe osiguranje, NLB Razvojna banka, Penzijski rezervni fond RS i tri fizička lica.		

Izvor: Banjalučka berza, kalkulacije autora

Prepostavimo da Grad Banjaluka namjerava da finansira izgradnju parkinga emisijom obveznica. Iznos novca koji je potreban za početak projekta je 2,5 miliona KM. Prepostavimo da je namjera gradskih vlasti da emituju anuitetske obveznice u ovom iznosu uz godišnju kamatnu stopu od 4,25% na period otplate od 10 godina. Tokom tog perioda bi se eksploratio projekat, a nakon toga zemljiste bi

bilo ustupljeno za neke druge svrhe. Neka je plan da se obaveze po osnovu anuiteta izmiruju u iznosu od deset odsto glavnice uvećainih za kamatu na početku svake godine za prethodnu godinu. Prema tome, iznos koji bi se isplaćivao svake godine je 250.000 uvećanih za 4,25% na ostatak glavnice (tabela 7).

Tabela 7. Plan amortizacije obveznica po uzoru na RSDS-O-D

Datum početka trgovanja bez prava na kupon	Kupon po obveznici	Kamata po obveznici	Isplata nominalne vrijednosti	Preostali dio nominalne vrijednosti
1.1.2017.	356.250	106.250,00	250.000	2.250.000
1.1.2018.	345.625	95.625,00	250.000	1.800.000
1.1.2019.	326.500	76.500,00	250.000	1.260.000
1.1.2020.	303.550	53.550,00	250.000	756.000
1.1.2021.	282.130	32.130,00	250.000	378.000
1.1.2022.	266.065	16.065,00	250.000	151.200
1.1.2023.	256.426	6.426,00	250.000	45.360
1.1.2024.	251.928	1.927,80	250.000	9.072
1.1.2025.	250.386	385,56	250.000	907
1.1.2026.	250.039	38,56	250.000	-
Ukupno	2.888.899	388.898	2.500.000	

Izvor: kalkulacije autora

Primjećujemo da je ovaj model otpalte za emitenta mnogo prihvativiji zato što se otpalta smanjuje jer se kamata isplaćuje na ostatak glavnice. U „klasičnom“ tipu otpalte obveznice glavnica se isplaćuje na kraju perioda otpalte. Prema tome, po tom modelu bi se svake godine dug amortizovao sa 106.250 KM. Na kraju perioda bi samo

po osnovu kamata bilo plaćeno 1.062.500 KM, što je 673.602 KM ili 63,40 odsto više.

Fokusiraćemo se nakratko na novčani tok koji će donositi projekat. Pretpostavimo da parking svakog sata donosi novčani tok kao u tabeli 8.

Tabela 8. Novčani tok projekta – po satu

Radno vrijeme parkinga		Dan u sedmici		
od	do	radni dani	subota	nedjelja
7:00	8:00	60	80	-
8:00	9:00	120	120	-
9:00	10:00	180	150	-
10:00	11:00	180	225	-
11:00	12:00	180	250	-
12:00	13:00	180	250	-
13:00	14:00	180	250	-
14:00	15:00	190	250	-
15:00	16:00	150	200	-
16:00	17:00	100	-	-
17:00	18:00	40	-	-
18:00	19:00	30	-	-
19:00	20:00	25	-	-
20:00	21:00	30	-	-
Ukupno		1.330	965	-

Izvor: kalkulacije autora

Pretpostavimo da se parking neće naplaćivati za državne praznike ako se oni obilježavaju tokom radnog dana. To su 1. i 2. januar, 7. januar – pravoslavni Božić, 9. januar – Dan Republike, 1. maj – Međunarodni praznik rada, Veliki petak, pravoslavni Vaskrs i Veliki ponedjeljak, 9. maj – Dan pobjede nad fašizmom i 21. novembar – Dan potpisivanja mirovnog sporazuma u Dejtonu (Zakona o praznicima Republike Srpske, 1992.).

Pretpostavimo da neto plata po radniku iznosi 8 – 20,00 KM. Kada tome dodamo doprinose i poreze, dolazimo do iznosa od 1.306,70 KM. Dodajmo još i naknade za topli obrok i za prevoz u iznosu od 185,00 KM i 70,40 KM, respektivno. Na kraju, dodajmo još i 150 KM troškova po radniku mjesечно. Dolazimo do iznosa od 1.718,31 KM troškova po radniku mjesечно. Pretpostavimo da je za potrebe

redovnog rada parkinga potrebno angažovati šest izvršilaca. Dakle, kada iznos „troškova projekta“ po radniku pomnožimo sa šest, dolazimo do iznosa od 10.309,86 KM. To je iznos koji ćemo oduzimati od ukupnog mjesечnog prihoda na parkinzima.

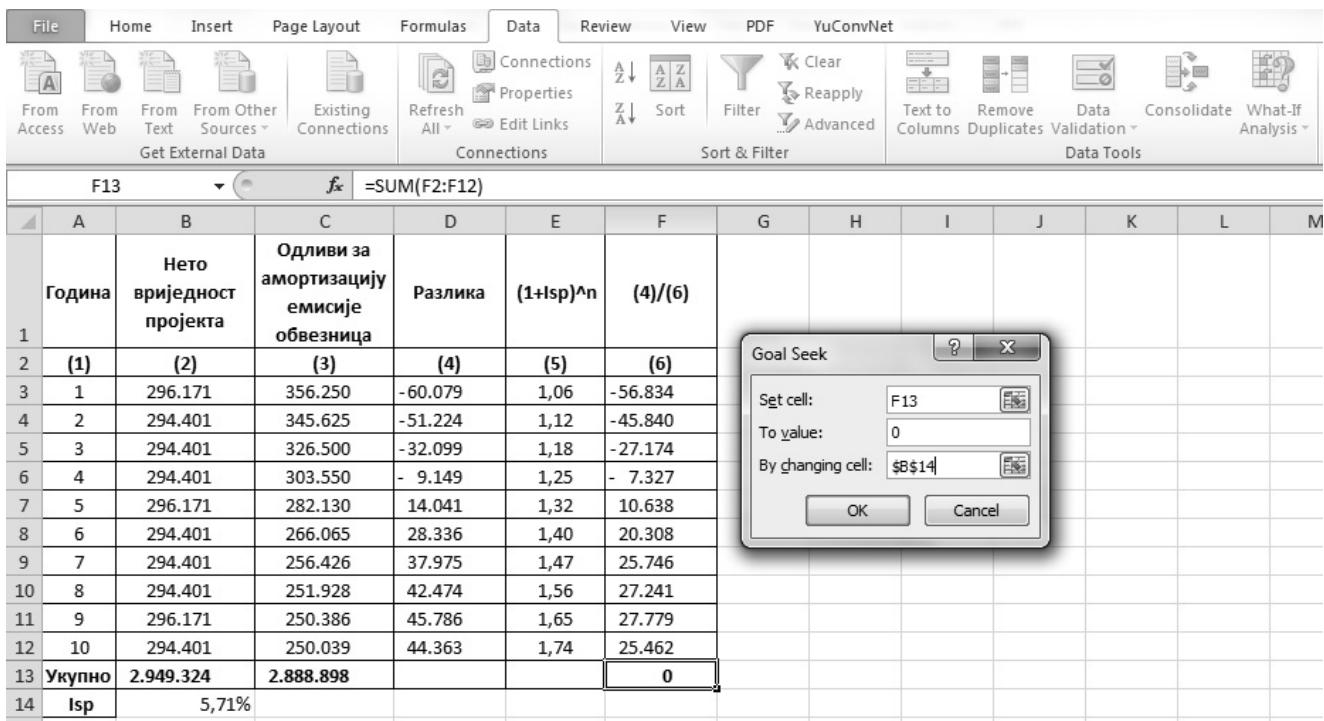
Kada uzmemo u obzir sva navedena ograničenja, izračunali smo da će projekat donositi cash flow u periodu od 10 godina, svake godine, iznose od 296.171 KM, 294.401 KM, 294.401 KM, 294.401 KM, 296.171 KM, 294.401 KM, 294.401 KM, 294.401 KM, 296.171 KM, 294.401 KM, respektivno po godinama.

Efektivnu stopu prinosa investitora u investicioni projekat finansiran emisijom obveznica koje se amortizuju anuitetski analiziraćemo na bazi jednačine:

$$\frac{296.171 - 356.250}{(1 + Irr)} + \frac{294.401 - 345.625}{(1 + Irr)^2} + \frac{294.401 - 326.500}{(1 + Irr)^3} + \frac{294.401 - 303.550}{(1 + Irr)^4} \\ + \frac{296.171 - 282.130}{(1 + Irr)^5} + \frac{294.401 - 266.065}{(1 + Irr)^6} + \frac{294.401 - 256.426}{(1 + Irr)^7} \\ + \frac{294.401 - 251.928}{(1 + Irr)^8} + \frac{296.171 - 250.386}{(1 + Irr)^9} + \frac{294.401 - 250.039}{(1 + Irr)^{10}} = 0$$

Vrijednost Irr iz ove jednačine najjednostavnije ćemo izračunati u programu Excel.

Ilustracija 1. Prikaz jednačine u programu Excel



Izvor: prikaz autora

Naime, u tabelu ćemo unijeti rezultate iz projekta kao na slici. Za vrijednost Irr možemo staviti vrijednost 5,5%. U tom slučaju će razlika svih priliva i odliva biti 1.637 KM. To znači da projekt pri drugim nepromjenjenim uslovima treba prihvati.¹⁴ Međutim, ako želimo da iskažemo vrijednost Irr kada je ova razlika nula, postupićemo na sljedeći način. Dovješćemo cursor na polje F13 (razlika koja treba da bude nula). U meniju pod Data ćemo odabrati What-If Analysis. U prozoru koji se pojavi ćemo unijeti da želimo da vrijednost te ćelije (Set cell) bude nula (To value), uz promjenu ćelije B14.

Na osnovu prikazane analize, možemo zaključiti da ovakvu finansijsku konstrukciju projekta treba prihvati, jer je efektivna stopa prinosa investitora u investicioni projekt finansiran emisijom obveznica veća od nule, tj. $Irr > 0$, i iznosi 5,71%.

U slučaju izbora između dva ili više projekata izabraćemo projekt koji obećava višu stopu prinosa. Međutim, treba voditi računa da su inicijalne investicije, kao i stope pozajmljivanja i stope sopstvenog kapitala identične. U svakom drugom slučaju, davanje ocjene se dodatno komplikuje.

U radu je analiziran samo jedan projekt. Nerijetko emitent bira između dva projekta. Najčešće su to međusobno isključujući projekti. To su projekti kod kojih prihvatanje jednog projekta istovremeno znači i automatsko odbacivanje drugog. Suprotan pojam ovome su nezavisni projekti, gdje prihvatanje jednog projekta ne zavisi od odluke u vezi s drugim projektom. Nerijetko se koristi dopunjena varijanta opisanog modela – diskontovani novčani tok. Ovaj metod je sličan prethodno prikazanom, s tim da se očekivani budući novčani tokovi na kraju svake godine diskontuju pomoću cijene (troška) kapitala, odnosno izvora kojima se projekt finansira.

ZAKLJUČAK

Ocjena opravdanosti realizacije određenog investicionog projekta predstavlja veoma složen proces. Prije donošenja odluke o načinu finansiranja projekta treba sagledati mnogo važnih činilaca projekta. Najznačajniji rezultat do kojeg treba doći primjenom više formula jeste izračunavanje konačnog finansijskog rezultata realizacije određene investicije.

Od 2007. godine, emisijom obveznica na Banjalučkoj berzi privredna društva, opštine, gradovi, entiteti te Brčko Distrikt do novca za realizaciju različitih projekata mogu doći emisijom obveznica. Iako na tržištu kapitala postoje entitetske, municipalne i korporativne obveznice, one su specifičnog otplatnog plana u odnosu na obveznice na razvijenim tržištima. Naime, prema otplatnom planu većine obveznica tokom otplate se isplaćuje i dio glavnice, što u velikoj mjeri smanjuje trošak zaduživanja emitenta. S druge strane, investitori, barem na razvijenim tržištima, preferiraju ulaganje u klasičan tip obveznica.

Pokazali smo da na domaćem tržištu kapitala ne postoji značajna sekundarna trgovina ovim obveznicama. Međutim, zahvaljujući interesu dominantnih kupaca (osiguravajuće kuće, banke, Penzijski rezervni fond Republike Srpske i Investiciono-rазвојна banka Republike Srpske, tj. Akcijski fond i Fond za restituciju Republike Srpske) ovakvih izdanja emisija, moguće je prikupiti nekoliko miliona konvertibilnih maraka po emisiji.

Projekat koji je u potpunosti finansiran emisijom obveznica smatra se prihvatljivim kada je stopa prinosa investitora u taj projekt pozitivna, tj. veća od nule. Ako je stopa prinosa investitora u projekt manja od nule, tako finansiran projekt ne treba finansirati ili investiciju treba dodatno razmotriti od početka. Međutim, čak i kada je stopa prinosa investitora projekt koji je finansiran emisijom

¹⁴ Bez sumnje, ova vrijednost može biti pozitivna veličina, ali nedovoljna da motiviše investitora da nastavi sa realizacijom projekta.

obveznica ipak manja od nule, emitent može da se vrati nekoliko koraka unazad i da revidira projekt i razmotri šta treba uraditi da se u određenim periodima popravi novčani tok projekta.

IZVORI

1. Brealey A. Richard; Myers C. Stewart; Franklin, Allen, *Principles of corporate finance*, 10. ed., global ed., New York: McGraw-Hill, 2011.
2. Ross A. Stephen; Westerfield W. Randolph; Jaffe F. Jeffrey, *Corporate Finance*, 2nd edition, Boston: IRWIN, 1990.
3. Bubaš, Zoran, *Municipalne obveznice*, Zagreb: Financijska praksa, 1995.
4. Đuričin, Dragan; Lončar, Dragan, *Menadžment pomoću projekata*, Beograd: Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, 2008.
5. Erić, Dejan, *Finansijska tržišta i instrumenti*, drugo izmenjeno i dopunjeno izdanje, Beograd: Čigoja, 2003.
6. Grujić, Miloš, *Razvoj, trenutno stanje i perspektive tržišta municipalnih obveznica u Republici Srpskoj*, Banja Luka, Finrar, 12, 2012.
7. Ivanišević, Milorad, *Poslovne finansije*, Beograd: Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, 2008.
8. Jeremić, Zoran, *Finansijska tržišta i finansijski posrednici*, prvo izdanje, Beograd: Univerzitet Singidunum, 2012.
9. Jovanović, Petar, *Upravljanje investicijama*, Beograd: Grafolog, 2000.
10. Mikerević, Dragan, *Finansijski menadžment*, drugo izmenjeno i dopunjeno izdanje, Banja Luka: Ekonomski fakultet Banja Luka, 2005.
11. Milovanović, Dragan, Finansiranje investicionih projekata emisijom obveznica, Bijeljina: *Novi Ekonomist*, broj 9, 2011.
12. Orsag, Silvije, *Financiranje emisijom vrijednosnih papira*, Zagreb: RIFIN, 1997.
13. Pirs, D. V., *Mekmilanov rečnik Moderna ekonomija*, 2005, Dereta, Beograd, str. 462.
14. Šoškić, Dejan; Živković, Boško, *Finansijska tržišta i institucije*, Beograd: Centar za izdavačku delatnost, Ekonomski fakultet Beograd, 2011.
15. Zakon o praznicima Republike Srpske („Službeni glasnik Republike Srpske“ br. 19/92).
16. Zakon o tržištu hartija od vrijednosti („Službeni glasnik Republike Srpske“ br. 92/06).
17. <http://www.irbrs.org>
18. <http://www.blic.rs>
19. <http://www.blberza.com>
20. <http://www.capital.ba>

UDK 338.43.02:631(4-672EU)
DOI: 10.7251/FIN1603048S
Biljana Poparić Stojanović*

PREGLEDNI RAD

Značaj upravljanja politikom cijena u Zajedničkoj poljoprivrednoj politici Evropske unije

The importance of pricing policy in the Common agricultural policy of the European Union

Rezime

Budući da su sektor poljoprivrede i ruralni razvoj u Evropskoj uniji regulisani zajedničkom politikom, prilagođavanje ove politike je posebno izazovno područje u procesu integracije, jer zajednička pravila moraju zadovoljiti dijametralno različite potrebe brojnih zemalja članica. Osnovna načela Zajedničke poljoprivredne politike (ZPP) su jedinstveno tržište, prednost Unije i finansijska solidarnost. Jedinstveno tržište odnosi se na primjenu pravila o prometu robom između država članica koje se postiže opštom zabranom nameta te usklajivanjem tehničkih propisa. Jedinstveno tržište obuhvata i određivanje jedinstvenih cijena i subvencija, što znači utvrđivanje cijena (u slučaju poljoprivrednih proizvoda radi se o referentnim i interventnim cijenama), isplaćivanje pomoći i pravila konkurenčije, harmonizaciju propisa o zdravstvenom osiguranju i administrativnim postupcima. Prednost Unije podrazumijeva davanje prednosti poljoprivrednim proizvodima Unije pred uvoznim proizvodima i zaštitu unutrašnjeg tržišta od poremećaja izazvanih nekontrolisanim uvozom poljoprivrednih proizvoda niskih cijena, kao i od poremećaja na svjetskom tržištu. Finansijska solidarnost podrazumijeva da troškovi koji proizlaze iz primjene ZPP-a moraju biti podijeljeni između svih zemalja članica, bez obzira na njihov nacionalni interes. Ciljevi ZPP-a su podsticaji poljoprivrednom dohotku, osiguravanje životnog standarda za poljoprivrednu populaciju, podizanje produktivnosti u poljoprivredi, stabilizacija tržišta, sigurnost snabdijevanja tržišta, te osiguranje poljoprivrednih proizvoda za potrošače po razumnim cijenama. Sastavni dio poljoprivredne politike svake zemlje je politika cijena poljoprivredno-prehrambenih proizvoda. S obzirom na to da cijena predstavlja osnovni faktor koji određuje uslove privređivanja i finansijsku poziciju privrednih poljoprivrednih subjekata u primarnoj raspodjeli, svaka zemlja nastoji da definiše sistem intervencija u oblasti cijena koji je u skladu sa politikom razvoja poljoprivrede.

Ključne riječi: Zajednička poljoprivredna politika (ZPP), cjenovna politika, jedinstveno tržište, tržišne intervencije, subvencije.

Abstract

Since the agricultural sector and rural development in the European Union are regulated by common policies, this policy adjustment is particularly challenging area in the integration process, because the common rules have to meet diametrically opposed needs of many member states. The foundation of the common agricultural policy is the single market, advantage of the Union and the financial solidarity. The single market is the application of the rules on the transport of goods between Member States, which is achieved by the general prohibition of taxes and the harmonization of technical regulations. The single market includes the determination unique prices and subsidies, which assumes pricing (in the case of agricultural products it is a reference and intervention prices), the payment of aid and competition rules, harmonization of regulations about health insurance and administrative procedures. The advantage of the Union implies giving priority to agricultural products from the EU imported goods and protection of the internal market of disorders caused by uncontrolled imports of agricultural products low prices, as well as disturbances on the world market. Financial solidarity means that the costs arising from the application of the CAP have to be divided among all Member States, regardless of their national interests. The objectives of the CAP incentives agricultural income, ensuring the standard of living for the agricultural population, raising productivity in agriculture, the stabilization of markets, security of supply markets, insurance of agricultural products to consumers at reasonable prices. An integral part of the agricultural policies of each country is price policy of agri-food products. Considering that price is the main factor that determines the economic conditions and the financial position of commercial agricultural subjects in primary distribution, each country seeks to define a system of intervention in the price that is in line with the policy of agricultural development.

Keywords: The Common Agricultural Policy (CAP), price policy, the single market, market intervention, subsidies.

* Javno preduzeće Pošte Srbije, e-mail: bpoparic@yahoo.com

UVOD

Zajednička poljoprivredna politika (ZPP) jedno je od najvažnijih operativnih pitanja kojima se bavi Evropska unija. Naziv Zajednička poljoprivredna politika podrazumijeva grupu pravila i mehanizama koji regulišu proizvodnju, prodaju i plasiranje poljoprivrednih proizvoda u Evropskoj uniji. Sva ta pravila i mehanizmi stvoreni su kako bi se ostvarili sljedeći ciljevi:

- povećanje poljoprivredne proizvodnje uz primjenu tehnoloških dostignuća, poboljšanje produktivnosti i efikasnije korištenje proizvodnih faktora, posebno radne snage;
- poboljšanje socijalnog statusa poljoprivrednika, pri čemu je posebno važna zaštita njihovih prihoda;
- stabilizacija tržišta i snabdijevanje kupaca zdravim i kvalitetnim proizvodima.

U postizanje ovih ciljeva Evropska unija ulazi znatna finansijska sredstva. Ulaskom u EU, svakoj zemlji članici postaju dostupni fondovi namijenjeni direktnim subvencijama za poljoprivredu i ruralni razvoj.

Prvi stub Zajedničke poljoprivredne politike odnosi se na direktna plaćanja i na zajedničku organizaciju tržišta poljoprivrednih proizvoda (Popović, G. 2009.). Njegov je cilj osigurati poljoprivrednim proizvođačima stabilan dohodak uz stabilne i prihvatljive cijene poljoprivrednih proizvoda na tržištu EU.

Osnovni zadatak direktnih plaćanja je osigurati poljoprivrednim proizvođačima stabilan dohodak. Kako bi ostvarili pravo na direktna plaćanja, poljoprivrednici treba da poštuju pravila koja propisuje EU, a tiču se:

- zaštite životne sredine;
- zdravlja ljudi, životinja i biljaka;
- dobrobiti životinja.

Briga za dobro stanje poljoprivrede i životne sredine znači potrebu da se:

- tlo čuva od erozije;
- održavaju nivoi organske materije tla;
- pravilnim mjerama održava struktura tla;
- obezbijedi minimalni nivo održavanja i izbjegne propadanje životne sredine;
- vode sačuvaju od zagađenja i nestაšice.

Zajednička organizacija tržišta (ZOT) sadrži niz instrumenata i mjera regulisanih zakonskim okvirom EU koje se koriste na tržištu EU kako bi se stabilizovale cijene i ponuda poljoprivrednih proizvoda. Zajednička organizacija tržišta dijeli se na:

- mjere koje se primjenjuju na uređenje unutrašnjeg tržišta poljoprivrednih proizvoda,
- mjere koje se primjenjuju na vanjskom tržištu odnosno trgovinske mehanizme.

Mjere ZOT-a primjenjuju se za sljedeće proizvodne sektore:

- žitarice i rižu,
- šećer,
- hmelj,
- maslinovo ulje i stone masline,
- voće i povrće i prerađevine voća i povrća,

- sirovi duvan,
- lan i konoplju,
- vino,
- živo bilje i cvijeće,
- sjeme,
- govedje meso,
- svinjsko meso,
- ovčje i kozje meso,
- jaja i meso peradi,
- mlijeko i mliječne proizvode,
- pčelarske proizvode,
- ostale proizvode.

Ovaj stub se finansira iz Evropskog fonda za garanciju u poljoprivredi (engl. *European Agricultural Guarantee Fund – EAGF*), koji osigurava direktnu finansijsku pomoć poljoprivrednicima u zemljama članicama i mijere kojima se regulišu poljoprivredna tržišta.

Drugi stub Zajedničke poljoprivredne politike odnosi se na ruralni razvoj (Popović, G. 2009.).

Mjere ruralnog razvoja odnose se na:

- unapređenje konkurentnosti u poljoprivrednom i šumarskom sektoru,
- unapređenje stanja životne sredine i pejzaža,
- unapređenje kvaliteta života u ruralnim područjima i podsticanje raznolikosti ruralne ekonomije.

Drugi stub se finansira iz sredstava Evropskog poljoprivrednog fonda za ruralni razvoj (engl. *European Agricultural Fund for Rural Development – EAFRD*). Fond je usmjerjen na smanjivanje razlika između regija EU kroz sufinansiranje projekata ruralnog razvoja. Sastoji se od četiri osovine: (1) poboljšanje konkurentnosti sektora poljoprivrede i šumarstva, (2) poboljšanje životne sredine i pejzaža, (3) kvalitet života u ruralnim područjima i diverzifikacija ruralne ekonomije, i (4) Leader pristup (osovina posebno usmjerena na specifičnu vrstu pomoći lokalnim akterima u cilju dugoročnog poboljšanja potencijala i održivog razvoja lokalnih sredina, uključuje i međuteritorijalnu saradnju i izgradnju kapaciteta neophodnih za pripremu lokalnih razvojnih strategija).

Kreirati i provoditi poljoprivrednu politiku nikada nije bilo jednostavno za Evropsku uniju. Poljoprivredni sektor kao izvor potencijalnog rasta i prostor za kreiranje radnih mesta nije samo povezan sa ekonomijom država članica Unije već je oduvijek predstavljao bitan element evropskog društvenog i kulturnog nasljeđa.

Nekada isključivo fokusirana na tržišne intervencije kao garanciju pravednog dohotka poljoprivrednika i stabilizacije tržišta, svojom dvostubom strukturom sa naglašenim elementima fleksibilnosti i međusobne integrisanosti, danas se Zajednička poljoprivredna politika stavlja u službu postizanja ciljeva Strategije za pametan, održiv i uključiv rast „Evropa 2020“.

1. ZAJEDNIČKA ORGANIZACIJA TRŽIŠTA

1.1. Mjere koje se primjenjuju na unutrašnjem tržištu

- Intervencije na tržištu:
 - Javne intervencije i privatno skladištenje,
 - Posebne interventne mjere,

- Sistem proizvodnih ograničenja,
- Sistem podrške.

Javne intervencije i privatno skladištenje koriste se kako bi se sa tržišta uklonio višak određenih poljoprivrednih proizvoda i na taj način uticalo na cijenu poljoprivrednih proizvoda.

U ovaj tip mjera spadaju i posebne ili vanredne intervencijske mjere koje se primjenjuju u slučaju pojave bolesti ili zaraza, a s ciljem uklanjanja zaraženih proizvoda sa tržišta.

Sistem proizvodnih ograničenja koristi se kako bi se kontrolisala količina proizvoda i prije nego što dođe do izlaska na tržište i njegovog zasićenja, odnosno kako bi se izbjegle znatno skuplje interventne mjere. Trenutno se primjenjuju tri sistema proizvodnih ograničenja:

- Sistem kvota za mlijeko i mlječne proizvode,
- Sistem kvota za proizvodnju šećera,
- Sistem prava na sadnju i uzdržavanje vinograda.

Sistemi podrške se koriste za stabilizaciju tržišta i cijena na tržištu, poboljšanje kvaliteta proizvoda i povećanje proizvodnje.

- Druga vrsta mjera koje se primjenjuju na unutrašnjem tržištu:
 - Pravila trgovinske razmjene i proizvodnje,
 - Proizvođačke i unutarsektorske organizacije.

Proizvođačke organizacije imaju veliku ulogu u razmjeni poljoprivrednih proizvoda. Osim podrške u distribuciji i marketingu proizvoda, proizvođačke organizacije promovišu veći kvalitet proizvoda i podstiču svoje članove na usvajanje dobre prakse u području zaštite životne sredine. Od reforme Zajedničke poljoprivredne politike Evropske unije, osim proizvođačkih organizacija u sektorima voća i povrća te mlijeka, podstiče se i osnivanje proizvođačkih organizacija u ostalim sektorima poljoprivredne proizvodnje.

1.2. Mjere koje se primjenjuju na vanjskom tržištu

- *Sistem uvoznih i izvoznih dozvola* primjenjuje se s ciljem kontrole obima uvoza i izvoza te praćenja ulaznih cijena pojedinih poljoprivrednih proizvoda koji se uvoze u EU.
- *Sistem kvota* primjenjuje se sa ciljem kvantitativnog ograničenja uvoza ili izvoza pojedinih poljoprivrednih proizvoda. Trenutno se u manjoj mjeri primjenjuje sistem kvantitativnih izvoznih kvota, a u većoj mjeri sistem uvoznih kvota po preferencijalnom carinskom režimu odnosno sniženoj carinskoj stope.
- *Sistem izvoznih naknada* primjenjuje se s ciljem smanjenja cijene pojedinih poljoprivrednih proizvoda pri izvozu iz EU u druge zemlje, a kako bi se povećala konkurentnost poljoprivrednih proizvoda porijekлом iz EU na svjetskom tržištu.

2. ISTORIJA ZAJEDNIČKE POLJOPRIVREDNE POLITIKE

Primjena ZPP otpočela je u drugoj polovini pedesetih godina prošlog vijeka, kada je Rimskim ugovorom 1957. godine osnovana Evropska ekonomska zajednica (EEZ). Već sljedeće, 1958. godine, na Konferenciji ministara poljoprivrede evropske šestorkе u Stresi (grad u Italiji), ustanovljeni su osnovni principi i načela ZPP. Principi su navodili tri glavna načela: *jedinstveno tržište, prvenstvo Unije i finansijska solidarnost*. Usvojeni zaključci odnosi su se na formiranje zajedničkog tržišta i definisanje principa zajedničkog finansiranja poljoprivrede. Osnovni cilj bio je uključivanje poljoprivrednih

proizvoda u slobodno kretanje robe, uz istovremeno smanjenje nacionalnih interventnih mehanizama koji nisu bili usklađeni sa zajedničkim tržištem i njihov prenos na nivo Zajednice, to jest bolju implementaciju intervencija u sektoru poljoprivrede. Kao odgovor na tadašnju nestaćicu poljoprivrednih proizvoda u zemljama Europe, nakon II svjetskog rata, ciljevi usvojene ZPP odnosi su se na implementaciju mjera u cilju smanjenja siromaštva u seoskim područjima, stabilizacije tržišta, podizanja životnog standarda poljoprivrednih proizvođača, kao i obezbjeđenje cijena poljoprivredno-prehrambenih proizvoda koje su bile prihvatljive za tadašnje potrošače. Takođe je, 1962. godine, osnovan Evropski fond za garancije i smjernice u poljoprivredi (*European Agriculture Guidance and Guarantee Fund – EAGGF*), koji je 1964. godine podijeljen na dva dijela – prvi dio, koji podržava garantovane cijene na tržištu, i drugi, koji se odnosi na podršku strukturnim reformama (Vukmirica, V. i Špirić N. 2005).

Podsticaji koje je obezbijedila novousvojena ZPP umnogome su pomogli farmerima u modernizaciji opreme, renoviranju objekata i nabavci kvalitetnijeg sjemena i đubriva. Budući da su počeli bolje zaradjavati, farmeri su bili u mogućnosti da ostvare i kredite kod banaka u cilju daljeg razvoja sopstvenog biznisa. Podržani garantovanim minimalnim cijenama, farmeri su tokom 1970. godine dostigli nivo proizvodnje hrane koji je prevazilazio aktuelne potrebe tržišta.

Ovakva situacija je rezultirala tržišnim viškovima. U tom periodu, intervencije u poljoprivredi još uvijek su se bazirale na prihvaćenom načelu specifičnosti sektora, što je podrazumijevalo zavisnost od klimatskih uslova, geografskog položaja, pa je cijeli sistem bio izložen uticajima svojevrsne neravnoteže između ponude i tražnje, što je prijetilo da dovede do nestabilnosti cijena i prihoda. Proizvodnja je premašivala potrebe unutrašnjeg tržišta, došlo je do stvaranja robnih viškova, dok su izdvajanja za podršku poljoprivredi eksponencijalno rasla. Kao rezultat takvog stanja, predložen je set reformi ZPP.

Prva takva reforma učinjena je 1968. godine kroz Manšoltov plan. Manšolt je predstavio ključne elemente za reformu ZPP, zasnovane na smanjenju obradivih površina, opreznijoj politici cijena, ukrupnjavanju farmi, modernizaciji proizvodnje i povećanju efikasnosti. Tako bi se, povećanjem prosječne veličine farme i produktivnosti, došlo do smanjenja broja zaposlenih u poljoprivredi. Mansholtov plan nikada do kraja nije implementiran, budući da je u to vrijeme smatran isuviše radikalnim. Proširenje Evropske zajednice 1973. godine ulaskom Velike Britanije, Danske i Irske na zajedničko tržište EZ dovelo je i do nastanka Zajedničke politike ribarstva EU (*Common Fisheries Policy in the European Union – CFP*). Proširenje je takođe uticalo i na pogoršanje stanja ZPP u Evropskoj uniji, pa je naredni pokušaj reforme ZPP 80-ih godina prošlog vijeka bio uslovjen stalnim viškovima poljoprivrednih proizvoda, a implicirao je prekid obrađivanja jednog dijela poljoprivrednog zemljišta i uvođenje direktnih plaćanja za farmere (1988. godine), koja su postala veoma važan model subvencionisanja poljoprivredne proizvodnje u EU.

Reforma iz 1992. godine (Mekšerijeva reforma) inicirala je prelaz od podrške proizvodima (snižavanjem cijena) do podrške farmerima (kroz povećanje dohotka – *direktna plaćanja*) (Vukmirica, V. i Špirić N. 2005). Ova reforma imala je za cilj unapređenje konkurenčnosti poljoprivrede EU, stabilizaciju poljoprivrednog tržišta, diverzifikaciju proizvodnje i zaštitu životne sredine, a takođe i stabilizaciju troškova iz budžeta EU. Uvedena su direktna plaćanja kako bi se kompenzovalo garantovanje cijena proizvoda (garantovane cijene za otkup pšenice smanjene su za 35%, a za otkup goveđeg mesa za 15%). Uvedeni su i podsticaji za rano penzionisanje poljoprivrednih proizvođača, a farmeri su bili uslovljeni mogućnošću bavljenja samo određenom proizvodnjom ukoliko su željeli da konkurišu za subvencije. Ova vrsta reformi nametnula je još jednu novu odgovornost farmerima, gdje su oni takođe morali da vode računa o

biodiverzitetu područja i o održivom iskoriščavanju prirodnih resursa (zemljišta, vazduha i vode). To je uticalo na povećanje divezifikacije poljoprivrednih usjeva, zadržavanje i proširivanje pašnjaka.

Uzimajući u obzir očekivano proširenje, Komisija EU predložila je novu reformu ZPP u okviru Agende 2000 iz 1999. godine, koja predstavlja projekciju razvoja poljoprivrede Unije u periodu od 2000. do 2006. godine. Agenda eksplicitno upostavlja ekonomske, socijalne i ciljeve zaštite životne sredine sa novim preformulisanim setom ciljeva ZPP u skladu sa Amsterdamskim ugovorom (Amsterdamski ugovor zamijenio je Ugovor o Evropskoj uniji i potpisana je 2. oktobra 1997. god.), i predstavlja do tada najradikalniju reformu. Agenda 2000 uvela je novi evropski model poljoprivrede baziran na ciljevima koji će osigurati zarade poljoprivrednicima uz istovremeno očuvanje multifunkcionalnosti poljoprivrede u smislu faktora kakvi su ekonomija, zaštita životne sredine i očuvanje ruralnih područja. Cilj je bio ostvarivanje konkretne forme evropskog modela poljoprivrede i očuvanje diverziteta farmskih sistema, uključujući regione sa specifičnim problemima u godinama koje dolaze. Agenda 2000 podijelila je ZPP na dva stuba: podršku tržištu kroz sistem garantovanih cijena i ruralni razvoj. I dalje je bio zastupljen sistem zadržavanja garantovanih cijena, obezbijeden kroz sistem tržišnih intervencija, dok su istovremeno povećana direktna plaćanja poljoprivrednicima, uz uvođenje standarda unakrsne usklađenosti (*cross-compliance*). Sistem unakrsne usklađenosti povezan je sa poštovanjem principa očuvanja životne sredine. Ciljevi su fokusirani na povećanje tržišne orientacije i povećanje konkurentnosti kako na unutrašnjem, tako i na svjetskom tržištu, sigurnost i kvalitet hrane, stabilizaciju poljoprivrednih dohodaka, osmišljavanje nove politike razvoja sela, integriranje ekološkog načina strukturiranja ZPP, razvoj vitalnosti poljoprivrednih područja, kao i pojednostavljanje poljoprivrednog zakonodavstva i decentralizaciju administracije. Značajan doprinos ogleda se i u tome što su fiksirani maksimalni iznosi godišnjih izdataka za finansiranje ZPP, kao i u primjeni principa modulacije na dobrovoljnoj osnovi, gdje je moguće preusmjeravanje sredstava iz prvog u drugi stub redukovanjem iznosa direktnih plaćanja. Nova politika ruralnog razvoja, uvedena kao drugi stub ZPP, ohrabriла je mnoge farmere na diverzifikaciju proizvodnje i restrukturiranje poslovanja. Stalna prilagođavanja ZPP pritisku društva u EZ, kao i ekonomske implikacije njenog uticaja na društvo u cjelini, inicirale su novi set reformi 2003. godine, koji su postajeća direktna plaćanja preformulisale u jedinstveno plaćanje po domaćinstvu (*single farm payment*). Ovakav vid plaćanja nije više usko vezan za proizvodnju određene vrste proizvoda, već farmeri dodatno moraju ispunjavati uslove vezane za zaštitu životne sredine, proizvodnju zdrave hrane, dobrobiti životinja, uz poštovanje i primjenu principa dobre poljoprivredne prakse (*Good Agricultural Practice – GAP*) i dobre ekološke prakse (*Good Environmental Practices – GEP*). Za nove zemlje članice subvencije se isplaćuju preko površina (ha) prema kvotama dogovorenim tokom pregovora te zemlje prilikom ulaska u EU. Jačaju se mjere ruralnog razvoja i smanjuju se direktna plaćanja za velike poljoprivrednike. Sektori proizvodnje šećera, voća i povrća su reformisani, a usvojena je i nova politika ruralnog razvoja za period od 2007. do 2013. godine.

Na osnovu ovih postulata, tadašnji evropski komesar za poljoprivrednu Franc Fisler (Franz Fischler) dao je prijedlog reforme koja je prihvaćena, a zasniva se na tome da:

- tržišne intervencije treba da budu korišćene u svrhu sigurnosti uz iskorištenje pozitivnih trendova na svjetskom tržištu;
- u prvi plan neophodno je staviti proizvodnju proizvoda i usluga u skladu sa zahtjevima i željama tržišta, pa direktna plaćanja ne smiju usmjeravati proizvođače u smislu vrste proizvoda koju proizvode. Uvodi se pojednostavljeni model plaćanja po površini,

a podrška poljoprivrednicima može biti bazirana na istorijskom, regionalnom ili kombinaciji ova dva modela;

- direktna plaćanja uslovljena su adekvatnom primjenom standarda iz oblasti zaštite životne sredine, javnog zdravlja, zdravila, bilja, zdravila i dobrobiti životinja i održavanjem poljoprivrednog zemljišta u dobrom uslovima;
- politika ruralnog razvoja jača se tako što se povećava udio budžetskih izdataka za ovaj stub ZPP.

Sve do 2005. godine, ZPP finansirana je od strane Evropskog fonda za garancije i smjernice u poljoprivredi (*The European Agricultural Guidance and Guarantee Fund*), koji te godine zamjenjuju dva fonda

– Evropski fond za ruralni razvoj (*European Agricultural Fund for Rural Development – EAFRD*) i Evropski fond za garancije u poljoprivredi (*European Agricultural Guarantee Fund – EAGF*). Tokom 2007. godine, usvojena je jedinstvena Uredba o zajedničkoj organizaciji tržišta (*Single CMO Regulation*).

S ciljem što boljeg prilagođavanja okruženju izloženom brzim promjenama, u novembru 2008. godine, ministri poljoprivrede zemalja članica EU predstavili su zajednički Akcioni plan za pojednostavljenje ZPP, pod nazivom „Zdravstvena provjera“ (*Health check*). Ovaj dokument sadržavao je set prijedloga, koji nije bio zakonodavnog karaktera, ali je sačinjen u svrhu razmatranja zakonodavnih prijedloga planiranih za tu godinu. Cilj je bio unapređenje reformi iniciranih 2003. godine. Fokus Akcionog plana bio je usmjeren na modernizaciju i pojednostavljanje instrumenata tržišne podrške ZPP i identifikaciju instrumenata pogodnih za rješavanje novih izazova sadržanih u klimatskim promjenama, upravljanju vodama, očuvanju biodiverziteta i upotrebi obnovljivih izvora energije. Prijedlog je rezultirao usvajanjem nove Uredbe o šemama za direktna plaćanja, 2009. godine.

3. ODNOŠI CIJENA POLJOPRIVREDNIH PROIZVODA

Pariteti, tj. odnosi cijena značajni su pokazatelji ne samo ekonomskog položaja pojedinih linija proizvodnje već i nivoa dohotka primarnih poljoprivrednih proizvođača. Ukoliko postoji skladen odnos cijena između određenih cjenovnih veličina ili odnosa, govori se o paritetima cijena (*povoljni i ravnopravni*). U suprotnom, radi se o disparitetima (*nepovoljni i neravnopravni*). Pojam pariteta – *paritas* podrazumijeva ujednačenost, jednakost, ravnopravnost, odnosno ekvivalent, utvrđen odnos između vrijednosti pojedinih proizvoda. Preko odnosa cijena sagledava se i pozicija poljoprivrede i njen finansijski položaj u primarnoj raspodjeli (Milanović, M. 1996.). Stabilni pariteti cijena obezbjeđuju visoku proizvodnju poljoprivrednih proizvoda bez većih oscilacija i odgovarajuću akumulaciju za poljoprivredne proizvođače. Treba da obezbijede akumulaciju proizvodnje od 5% do 20%, u zavisnosti od prirode i namjene proizvoda.

Optimalno definisani pariteti cijena treba da utiču na stabilnost i profitabilnost primarne poljoprivredne proizvodnje (Milanović, M. 1996.). Koncepcija pariteta pretpostavlja da odnos između cijena poljoprivrednih proizvoda i cijena robe i usluga koje koriste poljoprivrednici mora da bude postojana. Smatra se da bi bez Zajedničke poljoprivredne politike cijene poljoprivrednih proizvoda bile previsoke i nekonkurentne za evropske potrošače. Sa druge strane, proizvođači poljoprivrednih proizvoda ne bi mogli da održe nivo izvoza na svjetskom tržištu, gdje vlada sve veća konkurenca. Time su proizvođači motivisani za povećanje obima i kvaliteta proizvodnje. U razvijenim zemljama koriste se različiti metodi formiranja i regulisanja cijena sa ciljem da se stihisko djelovanje

tržišnih zakona kontroliše i usmjerava u željenom pravcu. Stoga se ne može govoriti o eksplizitno ekonomskim zakonitostima u formiranju cijena poljoprivredno-prehrambenih proizvoda.

Postoji nekoliko osnovnih pariteta cijena koji su značajni za poljoprivredu (Milanović, M. 1996.):

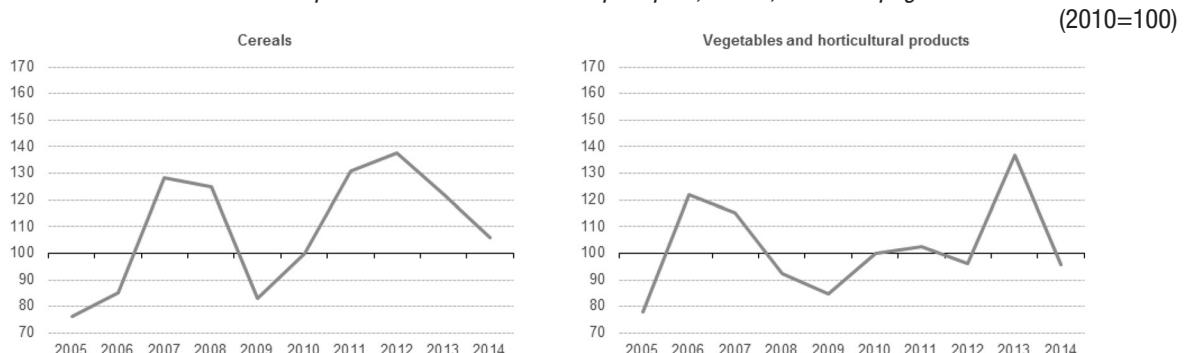
- *Paritet cijena između pojedinih linija u okviru poljoprivredne proizvodnje* – ima direktni uticaj na opredjeljenje poljoprivrednih proizvođača, na angažovanost površina pojedinih ratarskih i povrtarskih kultura, samim tim i na obim proizvodnje, odnosno ponudu na tržištu.
- *Paritet cijena između otkupnih i maloprodajnih cijena* – ovaj paritet naziva se još i učešće proizvođača u cijenama koje plaćaju potrošači poljoprivrednih proizvoda – pokazuje koliko u maloprodajnoj cijeni učestvuje cijena primarnog proizvoda.
- *Paritet između otkupnih cijena poljoprivrednih i maloprodajnih cijena industrijskih proizvoda* – odnos cijena osnovnih poljoprivrednih proizvoda i nekih industrijskih proizvoda koji su neophodni poljoprivrednom domaćinstvu.
- *Paritet cijena između inputa za proizvodnju i osnovnih poljoprivrednih proizvoda* – u procesu proizvodnje dolazi do trošenja niza industrijskih proizvoda, koji predstavljaju reprodukcioni materijal. Odnos cijena inputa i osnovnih poljoprivrednih proizvoda determiniše finansijski položaj poljoprivrede.

Povoljni klimatski uslovi i relativno niske cijene zemljišta, sirovina, radne snage i transporta daju poljoprivredi u Bosni i Hercegovini šansu da se uključi u konkurentsku borbu sa drugim zemljama. Kao rezultat toga, poljoprivredni sektor bi trebalo da bude dobro pozicioniran za takmičenje na izvoznim tržištima.

5

Uz prijavu za članstvo u Svjetskoj trgovinskoj organizaciji (World Trade Organization, WTO) u maju 1999. godine, BiH je sklopila više bilateralnih i regionalnih trgovinskih sporazuma. Budući da ti sporazumi obezbeđuju pristup visoko vrijednim tržištima EU za poljoprivredne i prehrambene proizvode, oni će izložiti BiH povećanom uvozu hrane iz EU i iz drugih zemalja iz regiona zapadnog Balkana, utičući na farmere i prerađivače da postanu konkurentniji. Proizvodnja manjeg obima za vlastite potrebe, koja danas dominira u poljoprivrednom sektoru BiH, ne može da se takmiči sa cijenama i kvalitetom uvezenih poljoprivrednih proizvoda iz EU. Ukoliko poljoprivredni proizvođači ne postanu konkurentniji, izgubiće udio na tržištu, kako domaćem, tako i inostranom, i neće uspjeti da iskoriste prilike koje donosi liberalizacija. Budući da je agregatna cjenovna prilagodljivost ponude poljoprivrednih proizvoda niska i uglavnom ne sadrži dovoljno poticaja za željeni porast proizvodnje, nužne su, uz cijene, i dugoročne razvojne mjere, koje se najvećim dijelom svode na povlašteno kreditiranje investicija, zatim proizvodnje i zalihe, te finansiranje razvojnih i savjetodavnih funkcija.

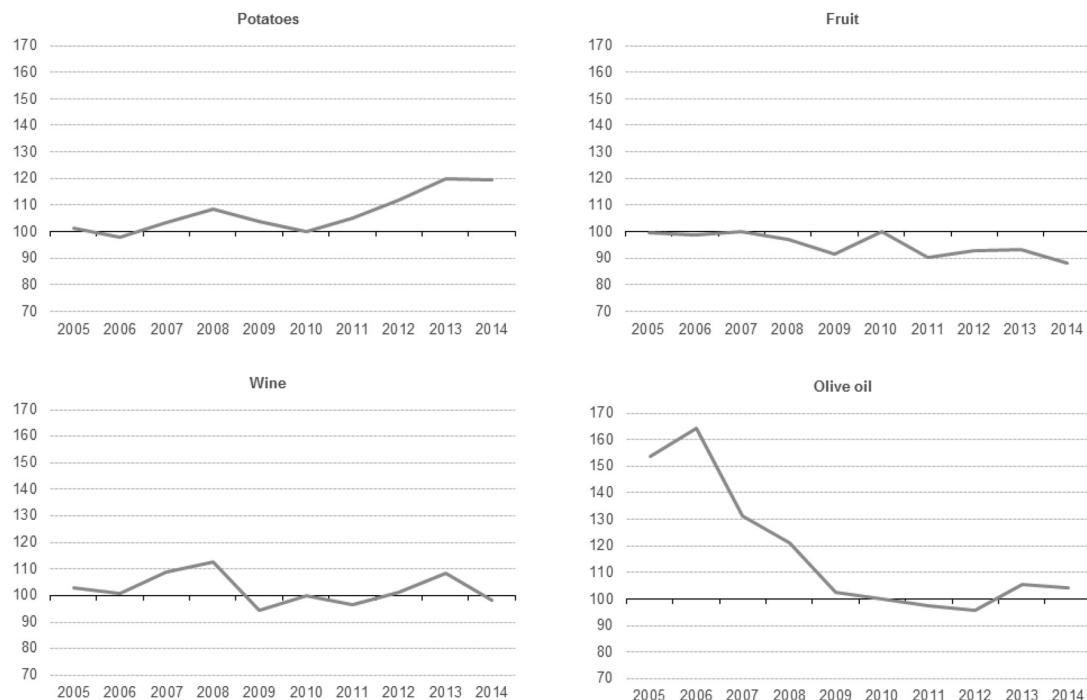
Grafikon 1. Deflated price indices for selected crop outputs, EU-28, 2005–14.png



Procjene cijena domaćih resursa potvrđuju potencijalne komparativne prednosti domaćih poljoprivrednih proizvoda. DRC (Domestic Resource Costs) predstavlja poređenje oportunitetne cijene domaće potrošnje i dodatne vrijednosti koju generiše, kako bi se ocijenilo da li se resursi koriste na optimalan način i da li bi domaće resurse bilo bolje koristiti za druge tipove proizvodnje. Vrijednosti DRC ispod 1,00 ukazuju na to da su ekonomske (opportunitetne) cijene domaćeg zemljišta, radne snage, te kapitalnih resursa koje se koriste u proizvodnji neke robe manje od vrijednosti koju donose. Dodatna vrijednost se ocjenjuje korištenjem međunarodnih cijena za izlazne proizvode i ulazne faktore, koje su prilagođene u odnosu na transportne i slične troškove.

Obračunati DRC za sljedeće proizvode su znatno ispod 1,00, što otkriva da sve proizvode karakteriše efikasnost u korištenju domaćih resursa, te povlači da BiH ima potencijalne međunarodne komparativne prednosti za njihovu proizvodnju.

1. Mlijeko se nalazi u centru poljoprivrednog sektora BiH, kako u smislu količine, tako i tradicije, a predstavlja i važan izvor dohotka u ruralnim oblastima. Taj sektor prima značajnu državnu podršku u obliku direktnih subvencija i garancija za minimalnu cijenu. Mliječni proizvodi se izvoze (postoji zabrana izvoza proizvoda životinjskog porijekla, samo se riba može izvoziti u ograničenim količinama, do 60 tona; BiH je zatražila povećanje na 4.000 t), a za proizvodnju se smatra da ima dobar potencijal za rast.
2. Jagnjetina predstavlja jedan od poljoprivrednih proizvoda za koje je BiH postigla samodovoljnost. BiH ima povoljne agro-ekološke uslove za proizvodnju jagnjetine. Taj sektor ima snažnu tradiciju u zemlji i važan je za ruralnu privrodu. Takođe, jagnjetina predstavlja proizvod koji je priznat na regionalnom tržištu i, prema tome, važan sa marketinškog aspekta, posebno za turizam.
3. Proizvodnja šljiva i jabuka ima koristi od dobrih klimatskih uslova u BiH. Više od 60 procenata voćaka su stabla šljive ili jabuke. Ti proizvodi imaju dobre rezultate na izvoznim tržištima i nude potencijal za razvoj prerađivačkih industrijalnih sektora.
4. Paradajz i paprika obezbeđuju važne prilike za ostvarivanje dohotka u ruralnim oblastima. Klima BiH je povoljna za proizvodnju ovog povrća, te postoje mogućnosti za izvoz ovih proizvoda. U isto vrijeme, u proizvodnji paradajza i paprika koristi se direktna državna podrška.
5. Kukuruz predstavlja važan usjev za proizvodnju stoke i za obezbeđivanje stabilnog dohotka u ruralnim oblastima. Iako proizvodnja kukuruza pokazuje potencijal da nadomjesti uvoz, i u njoj se koristi direktna državna podrška za poljoprivredu.

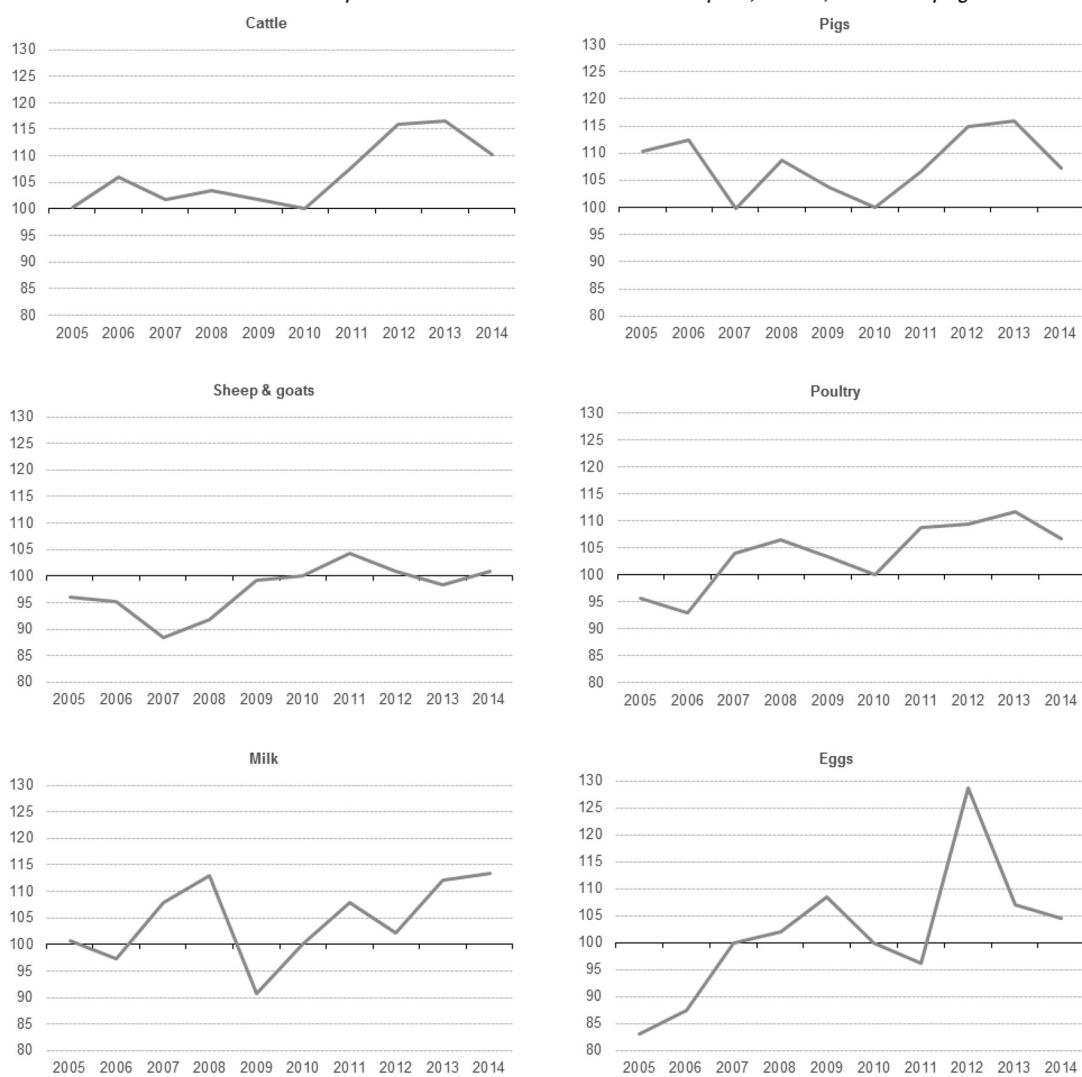


(*) Eurostat estimates.

Grafikon 1. pokazuje deflaciju izazvanu indeksom cijena zasadnih prinosova (žitarice, povrće i proizvodi hortikulture, krompir, voće, vino,

maslinovo ulje) EU za period od 2005. do 2014. godine, uzevši 2010. godinu za baznu.

Grafikon 2. Deflated price indices for selected animal outputs, EU-28, 2005–14.png



(*) Eurostat estimates.

Grafikon 2. pokazuje deflaciјu izazvanu indeksom cijena proizvoda životinjskog porijekla (stoka, svinje, ovce i koze, živina, mlijeko,

jaja) EU za period od 2005. do 2014. godine, uvezši 2010. godinu za baznu.

Tabela 1. Deflated price indices, crop and animal output, 2010–14.png

(2010 = 100)

	Crop output (*)					Animal output				
	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2011	2012	2013	2014
EU-28 (‡)	100.0	107.5	111.6	111.0	99.6	100.0	107.1	110.3	113.2	109.3
Belgium	100.0	89.7	107.1	109.4	75.5	100.0	105.2	109.2	113.4	104.9
Bulgaria	100.0	125.9	148.5	109.8	105.3	100.0	105.5	105.3	113.1	113.6
Czech Republic	100.0	130.6	129.6	134.7	120.0	100.0	105.9	107.7	110.3	115.3
Denmark	100.0	120.6	124.7	119.7	107.1	100.0	107.8	114.3	122.1	107.5
Germany	100.0	113.0	120.6	112.9	98.4	100.0	109.1	109.7	113.9	108.1
Estonia (‡)	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:
Ireland	100.0	108.2	125.4	133.2	104.2	100.0	114.7	116.5	126.1	117.7
Greece	100.0	100.5	97.5	100.7	99.3	100.0	98.5	97.4	98.3	100.1
Spain (‡)	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:
France	100.0	112.3	115.5	116.3	108.0	100.0	106.7	110.7	113.3	111.4
Croatia	100.0	106.9	111.5	96.4	87.6	100.0	103.4	108.3	106.7	106.1
Italy	100.0	105.6	107.8	112.1	105.4	100.0	107.4	111.2	111.9	109.3
Cyprus	100.0	119.9	120.4	121.0	115.3	100.0	106.9	104.7	104.7	105.8
Latvia	100.0	120.2	122.3	106.6	94.7	100.0	106.8	107.4	111.4	104.0
Lithuania	100.0	132.1	124.4	119.4	101.3	100.0	108.8	107.2	113.7	102.2
Luxembourg	100.0	105.5	117.2	100.1	93.6	100.0	104.6	104.6	112.5	110.7
Hungary	100.0	118.8	132.6	113.1	103.0	100.0	111.8	116.5	118.5	117.0
Malta	100.0	96.2	106.4	99.9	85.3	100.0	103.5	107.3	111.9	105.2
Netherlands	100.0	97.5	97.2	103.6	92.4	100.0	107.9	110.3	112.2	109.6
Austria	100.0	101.6	102.8	97.9	87.8	100.0	106.2	108.9	111.2	108.3
Poland	100.0	117.8	113.9	105.8	95.3	100.0	112.1	117.2	118.1	113.3
Portugal (†)	:	:	:	92.8	85.5	:	:	:	108.6	106.4
Romania	100.0	111.1	119.7	122.0	103.3	100.0	103.6	107.7	107.1	106.2
Slovenia	100.0	106.0	106.4	119.8	100.7	100.0	108.3	110.0	112.0	112.5
Slovakia	100.0	119.3	121.5	110.1	95.4	100.0	106.0	110.4	108.1	107.4
Finland	100.0	116.5	116.4	122.6	104.0	100.0	107.0	111.2	117.1	102.4
Sweden	100.0	109.6	109.1	105.2	98.4	100.0	100.9	100.2	106.6	105.7
United Kingdom	100.0	113.4	115.5	116.7	96.4	100.0	104.9	106.9	112.0	106.1

(1) Including fruit and vegetables.

(‡) Eurostat estimates.

(*) Data for Estonia and Spain, years 2010 to 2014, re-referenced from 2005 = 100.

(†) Data for Portugal, years 2010 to 2012, re-referenced from 2005 = 100.

Tabela 1. pokazuje deflaciјu izazvanu indeksom cijena zasadnih prinosa i proizvoda životinjskog porijekla EU za period od 2005. do 2014. godine, uvezši 2010. godinu za baznu.

U tabeli se vidi da je npr. cijena zasadnih prinosa u EU u 2013. godini porasla za 11% u odnosu na baznu 2010. godinu, dok je

cijena proizvoda životinjskog porijekla porasla za 13,2% u istoj godini. U 2014. godini, cijena zasadnih prinosa u EU se smanjila za 0,4% u odnosu na baznu 2010. godinu, dok je cijena proizvoda životinjskog porijekla porasla za 9,3% u istoj godini.

Tabela 2. Selling prices of crop products, by country, 2014.png

EUR per 100 kg

	Soft wheat	Rape	Sunflowers	Main crop potatoes
Belgium	16.48	:	:	2.73
Bulgaria	16.06	32.08	30.57	20.37
Czech Republic	16.28	35.32	30.70	17.70
Denmark	16.62	33.54	:	24.13
Germany	16.89	33.47	:	15.44
Estonia	19.25	36.73	:	:
Ireland	:	:	:	:
Greece	19.07	:	35.00	44.83
Spain	18.09	29.07	30.37	11.23
France	23.87	22.17	41.00	36.71
Croatia	15.77	30.38	23.39	15.54
Italy	28.51	:	:	37.76
Cyprus	:	:	:	25.71
Latvia	15.50	29.52	:	15.85

Lithuania	15.73	29.32	:	15.43
Luxembourg	14.94	29.76	:	20.53
Hungary	16.06	34.05	32.06	19.80
Malta	:	:	:	28.25
Netherlands	15.80	32.50	:	10.19
Austria	13.48	29.01	24.51	12.25
Poland	16.39	31.61	:	12.45
Portugal	18.23	:	33.00	15.23
Romania	17.03	30.02	28.23	34.28
Slovenia	16.91	30.75	:	16.45
Slovakia	14.80	33.50	27.80	26.77
Finland	16.95	36.48	:	14.61
Sweden	16.30	30.92	:	26.62
United Kingdom	18.62	32.26	:	17.11

Izvor: Eurostat

Tabela 2. pokazuje prodajne cijene zasadnih kultura (meka pšenica, uljana repica, suncokret, glavni usjev krompira) po zemljama EU, izračunate u evrima za jedinicu mjere 100 kg, za 2014. godinu.

Tabela pokazuje da npr. u Hrvatskoj 100 kg meke pšenice košta 15,77 EUR; uljane repice 30,38 EUR; suncokreta 23,39 EUR; glavnog usjeva krompira 15,54 EUR.

Tabela 3. Selling prices of animal products, by country, 2014.png

	Cows	Pigs (light)	Chickens (live 1 st choice)	Raw cows' milk actual fat content	Fresh eggs
	(per 100 kg live weight)			(per 100 litres)	(per 100 items)
Belgium	191.90	:	92.82	36.12	5.10
Bulgaria	88.67	118.18	102.68	:	6.04
Czech Republic	108.28	119.91	86.70	:	6.69
Denmark	99.86	99.60	89.01	40.08	8.77
Germany	:	:	94.00	37.85	11.59
Estonia	:	:	:	29.97	:
Ireland	:	:	:	36.48	7.79
Greece	151.13	207.96	151.46	43.16	18.37
Spain	140.45	128.46	115.04	35.38	7.54
France	284.69	130.92	182.86	37.50	2.91
Croatia	95.43	110.57	98.17	35.60	9.61
Italy	:	223.75	126.26	44.32	13.51
Cyprus	171.61	:	:	:	11.13
Latvia	80.07	115.76	:	:	6.91
Lithuania	85.31	115.01	91.34	28.03	6.28
Luxembourg	192.90	:	407.30	37.73	16.50
Hungary	:	128.44	91.42	35.15	5.85
Malta	:	:	124.85	46.84	8.98
Netherlands	124.55	109.98	88.66	40.75	5.53
Austria	123.53	129.07	107.66	39.46	13.89
Poland	:	:	88.63	32.83	5.81
Portugal	203.83	:	55.27	35.26	7.16
Romania	108.21	132.86	92.53	28.00	7.84
Slovenia	106.16	194.58	110.58	35.49	10.89
Slovakia	94.00	122.00	92.29	34.54	7.04
Finland	:	:	:	46.93	6.39
Sweden	:	:	:	41.30	8.26
United Kingdom	:	144.20	:	36.57	6.76

Izvor: Eurostat

Tabela 3. pokazuje prodajne cijene proizvoda životinjskog porijekla po zemljama EU izračunato u evrima za količinu od 100 jedinica neke mjere (kg žive vase, litara, komada...), za 2014. godinu.

Tabela pokazuje da npr. u Hrvatskoj 100 kg žive vase krava košta 95,43 EUR, tovljenih svinja 110,57 EUR, pilića prve klase 98,17 EUR; zatim 100 litara sirovog kravlje mlijeka stvarnog sadržaja masti košta 35,60 EUR; dok 100 komada svježih jaja košta 9,61 EUR.

ZAKLJUČAK

Zajednička poljoprivredna politika je uvijek imala, a i dalje ima jasne razloge postojanja. Ona stalno evoluira kako bi odražavala promjenjive potrebe poljoprivrede i društva u cjelini. Usmjerena je na podršku prihodima poljoprivrednika, istovremeno podstičući proizvodnju proizvoda visokog kvaliteta koji se traže na tržištu, i traženje novih razvojnih mogućnosti, kao što su ekološki prihvatljivi obnovljivi izvori energije.

Kroz istoriju, ZPP je prošla pet većih reformi, u početku najviše zbog kritika na račun prevelike zaštite poljoprivrede (držanjem cijena na unutrašnjem tržištu višim od svjetskih cijena) i previsokog budžeta, koji opterećuje poreske obveznike (na ZPP se troši skoro polovina budžeta Unije). Dok, sa jedne strane, ZPP zahtijeva velike izdatke i troši oko 40% budžeta EU, čime se postavlja pitanje održivosti subvencionisanja poljoprivrednih proizvođača, sa druge strane sami proizvođači ne mogu biti konkurentni bez ikakvih podsticaja na izvoznom tržištu. Značaj istraživanja ovog rada je u sagledavanju načina održivosti ZPP-a i jačanja kvaliteta poljoprivrednih proizvoda u globalnim uslovima pojačane konkurenčije u cilju zaštite poljoprivrednih proizvođača, sa jedne strane, i potrošača, sa druge strane.

Evropska poljoprivreda je važan faktor svjetskog tržišta poljoprivrednih proizvoda. Sposobnost EU da proizvede ogromne količine poljoprivrednih proizvoda i raznovrsnost kvaliteta tih proizvoda znači da je EU postala glavni izvoznik mnogih prehrambenih proizvoda (drugi po veličini svjetski izvoznik poljoprivrednih proizvoda u vrijednosti od 72.553 milijardi evra u 2006. godini). Međutim, ovo nije jednosmerno kretanje. EU je, isto tako, i najveći svjetski uvoznik hrane. U 2006. godini, uvoz poljoprivrednih proizvoda EU iznosio je 67.876 milijardi evra. Neto izvozna pozicija (bilans) EU smanjivao se u svakom pojedinačnom sektoru od 1990. godine.

Budući da je učešće EU u svjetskoj trgovini poljoprivrednim proizvodima visoko i da je Unija, uz SAD, najveći svjetski izvoznik i uvoznik poljoprivrednih proizvoda, ta pozicija joj omogućava uticaj na donošenje važnih ekonomskih i političkih odluka u oblasti poljoprivrede. Unija djeluje na obim, strukturu, cijene, alokaciju i standarde svjetske proizvodnje poljoprivrednih proizvoda. Prilikom izvoza poljoprivrednih proizvoda, ona primjenjuje neku vrstu dampinga, s obzirom na to da se za izvoz iz EU isplaćuju izvozne naknade u subvencijama, odnosno refundacijama, a koje se odnose na nadoknadu razlika između viših cijena na tržištu Unije i nižih izvoznih cijena. Sistem refundacije se primjenjuje za žitarice, voće i povrće, rižu, šećer, duvan, teleće i goveđe meso, svinjsko meso, meso peradi i vino. Ulagana (prag) cijena je jedan od ključnih elemenata zaštite od jeftine uvozne konkurenčije. Razlika između ulazne (prag) cijene i uvozne cijene je varijabilna taksa (prelevman), koju plaća inostrani izvoznik i predstavlja ulaznu stavku u proračunu Evropske zajednice. Posto prag cijena čini osnovnu barjeru koju strani proizvođač mora savladati snižavajući svoje izvozne cijene za visinu prelevmana, da bi mogao plasirati svoje proizvode na tržište zemalja Evropske zajednice, njena visina se uzima kao najbolji pokazatelj nivoa protekcionizma za pojedine poljoprivredne proizvode. Pomoću fleksibilnog sistema prelevmana i refundacije, Evropska zajednica je uspjela skoro u potpunosti izolovati unutrašnje tržište zemalja članica od uticaja svjetskog tržišta i pritom zadržati unutrašnje cijene na visokom nivou. Ta politika Unije ima negativan uticaj na funkcionisanje svjetskog agrarnog tržišta jer se ovakvim aktivnostima sprečava da ekonomski efikasni proizvođači prodaju svoje proizvode na svjetskom tržištu. Ekonomskim mjerama se sputava globalna svjetska konkurenčija i rast produktivnosti u poljoprivredi. Zbog ovih i mnogih drugih složenih problema na svjetskom nivou, rastu pritisci za suzbijanje protekcionizma i vraćanje liberalizmu. Međutim, dijametralno su podjeljena mišljenja i oko toga šta donosi liberalna politika u ovoj oblasti. Ono što je sigurno jeste da slobodna svjetska trgovina utiče na rast proizvodnje, izvoza i zaposlenosti.

Mehanizam cijena glavni je stub Zajedničke poljoprivredne politike Evropske unije. Ekonomска politika je u poljoprivredi vezana za politiku cijena, politiku zaštite domaćih proizvođača od uvoza jeftinih poljoprivrednih proizvoda, te politiku refundacije kod izvoza viškova ispred domaćih cijena. Argumenti koji su išli u prilog uspostavljanju Zajedničke poljoprivredne politike kao jedinstvenog okvira za evropsku poljoprivrednu naišli su na plodno tlo u poslijeratnoj Evropi, jer nestasice hrane u prvim poslijeratnim godinama i česte ekonomiske

krize najprije su se reflektovale u ovom sektoru privrede i dovele su u pitanje prehrambenu sigurnost. Kao posljedica širenja finansijske krize u svijetu i usporavanja privrednog rasta, ulaska američke privrede u recesiju i rasta inflacije dolazi do rasta cijena hrane. Cijene nafte narasle su i do pet puta u odnosu na početak devedesetih, što je povećalo cijene agrarne proizvodnje jer se mnoga gnojiva baziraju na nafti, a u globalnoj ekonomiji hrana se izvozi na sve veće udaljenosti, tako da je narasla i cijena transporta. Jedan od uzroka rasta cijena hrane jesu i biogoriva. Jedan od načina da se smanje visoke cijene nafte svjetski ekonomski planeri vidjeli su u pretvaranju farmi u proizvođače biogoriva. UN-ova organizacija za hranu i poljoprivredu procjenjuje da se godišnje oko 100 miliona tona žitarica prenamjenjuje u proizvodnju biogoriva.

Poljoprivredne cijene relativno malo utiču na cijene prehrambenih proizvoda koje plaća potrošač. Cijena žitarica predstavlja tek 5% cijene hrane. Cijene koje rastu na potrošačkom nivou ne znače nužno povećani dohodak poljoprivrednika. Utoliko više što su poljoprivrednici takođe suočeni s povećanjem svojih troškova proizvodnje. Poljoprivrednici su sve jače izloženi tržišnim fluktuacijama, koje su učestalije i snažnije nego u prošlosti, nestalnosti cijena. Posljednjih su se godina računi za potrošnju energije na poljoprivrednim gazdinstvima povećali za 223%, a cijena gnojiva za 163%. Poljoprivredne cijene prosječno su porasle za 50%.

IZVORI

1. Agricultural accounts and prices – Statistics Explained – Europa.eu
2. Jovančević, R. (1992). Učinak zajedničke poljoprivredne politike na razvoj poljoprivrede u zemljama Evropske zajednice, *Ekonomika poljoprivrede u suvremenoj Hrvatskoj*, zbornik radova. Zagreb: Ekonomski fakultet.
3. Milanović, M. (1996). *Politika cena poljoprivrednih proizvoda*. Beograd: Društvo agrarnih ekonomista Jugoslavije.
4. Popović, G. (2009). Ekonomski konsekvenčni agro-ekološki mera u EU, *Ekonomika poljoprivrede*. Beograd.
5. Popović, G. (2004). Evropska iskustva u primeni koncepta ruralnog razvoja, *Ekonomika poljoprivrede 1–2*, Beograd.
6. Sabolović, D., i Presečan, T. (1992). Poljoprivredna politika Evropske zajednice kao bitna determinanta razvoja poljoprivrednog i prehrambenog sustava Hrvatske, *Ekonomika poljoprivrede u suvremenoj Hrvatskoj*, zbornik radova. Zagreb: Ekonomski fakultet.
7. Šuman, Ž. (1999). *Neki problemi globalne trgovine poljoprivrednim proizvodima na pragu 21. stoljeća (nasljeđe, aktualno stanje, perspektive)*. Sveučilište u Mostaru.
8. Tomić, D., i Popović, V. (2001). Pariteti cena u poljoprivredi, *Agrarni barometar br. 1*. Beograd: Institut za ekonomiku poljoprivrede.
9. Vukmirica, V., i Špirić, N. (2005). *Ekonomski i monetarna integracija Evrope*. Banja Luka: Ekonomski fakultet.
10. Vujatović Zakić, Z., i Stojanović, Ž. (2002). *Koncept integralnog ruralnog razvoja EU i mogućnosti korišćenja njihovog iskustva u Srbiji, Institucionalne reforme i tranzicija agroprivrede u Srbiji*. Beograd: Ekonomski fakultet.
11. Zakić, Z., i Stojanović, Ž. (2008). *Ekonomika agrara*. Beograd: Ekonomski fakultet.