

UDK: 33



ISSN 2217-5458

FAKULTET ZA EKONOMIJU I INŽENJERSKI MENADŽMENT U NOVOM SADU

Ekonomija

teorija i praksa

Economics

Theory and Practice

GODINA V • BROJ I • NOVI SAD, 2012.

Economics – Theory and Practice
Ekonomija
teorija i praksa

IZDAJE:

UNIVERZITET PRIVREDNA AKADEMIJA U NOVOM SADU
FAKULTET ZA EKONOMIJU I INŽENJERSKI MENADŽMENT U NOVOM SADU
Cvečarska 2, 21000 Novi Sad
tel./faks: 021/400–484, 469–513
redakcija@fimek.edu.rs

Glavni urednik
Veselinović Branislav

Odgovorni urednik
Mišković Dušan

Sekretar redakcije
Radakov Sandra

Lektor i korektor za srpski jezik
Šinik Mirela
Despotov Mara

Lektor i korektor za engleski jezik
Marić Kristina

Tehnička realizacija
Penpro, Novi Sad

Štampa
Alfa-graf NS, Novi Sad

Tiraž
300

CIP – Каталогизacija u publikaciji
Библиотека Матице српске, Нови Сад

33

EKONOMIJA : teorija i praksa = Economics : theory and practice / glavni urednik Veselinović Branislav. – God. 4, br. 1 (2011)– . – Novi Sad : Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu, 2011–. – 23 cm

Nastavak publikacije: Zbornik radova = ISSN 1820–9165. – Tromesečno.
ISSN 2217–5458 = Ekonomija

COBISS.SR-ID 262822663

Uređivački odbor:

1. **Bianchi Massimo**, University of Bologna, Faculty of Economics in Forlì, Bolonja, Italija
2. **Kabat Ladislav**, Paneuropean University, Bratislava, Slovačka
3. **Toplak Ludvig**, European Centar, Maribor, Slovenija
4. **Kruzslics Peter**, University of Szeged, Faculty of Law, Center for International Studies, Segedin, Mađarska
5. **Ratković Rade**, Fakultet za internacionalni hotelski i turistički menadžment, Sveti Stefan, Crna Gora
6. **Vunjak Nenad**, Univerzitet u Novom Sadu, Ekonomski fakultet, Subotica
7. **Čarić Marko**, Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu, Pravni fakultet za privredu i pravosuđe u Novom Sadu, Novi Sad
8. **Čarić Marijana**, Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu, Novi Sad
9. **Đorđević Dragomir**, Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu, Novi Sad
10. **Grandov Zorka**, Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu, Novi Sad

Redakcijski odbor:

1. **Medojević Branko**, Univerzitet u Beogradu, Ekonomski fakultet, Beograd
2. **Đorđević Miroslav**, Univerzitet u Kragujevcu, Ekonomski fakultet, Kragujevac
3. **Zdravković Dušan**, Univerzitet u Nišu, Ekonomski fakultet, Niš
4. **Grandić Radovan**, Univerzitet u Novom Sadu, Filozofski fakultet, Novi Sad
5. **Čirić Maja**, Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu, Novi Sad
6. **Raičević Vuk**, Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu, Novi Sad
7. **Tepavac Rajko**, Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu, Novi Sad
8. **Nikolić Aleksandra**, Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu, Novi Sad
9. **Slobodan Nešković**, Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu, Novi Sad
10. **Čarić Olga**, Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu, Novi Sad

Sadržaj | Contents

ORIGINALNI NAUČNI RADOVI

Veselinović Petar, Janković Nenad

KOMPARATIVNA ANALIZA ODRŽIVOG RAZVOJA SRBIJE I AUSTRIJE

Veselinović Petar, Janković Nenad

THE COMPARATIVE ANALYSIS OF SUSTAINABLE DEVELOPMENT OF SERBIA AND AUSTRIA

1–16

Pervaz Sanja

BIZNIS PLAN ZA INVESTICIONO ULAGANJE OFFSET PRINT d.o.o.

Pervaz Sanja

BUSINESS PLAN FOR CAPITAL INVESTMENT OFFSET PRINT Ltd

17–38

Maksimović Marijana

OPRAVDANOSTI ULAGANJA U PROJEKAT REKONSTRUKCIJE HOTELA „NARVIK“ A.D. KIKINDA

Maksimović Marijana

INVESTMENT JUSTIFICATION OF RECONSTRUCTION PROJECT OF THE HOTEL “NARVIK” AD KIKINDA

39–57

Babić Una

BARILLA'S ENTRANCE INTO CHINA – Global Human Resource Management

Babić Una

ULAZAK „BARILE“ NA TRŽIŠTE KINE – Globalni menadžment ljudskih resursa

58–77

Vučanović Tijana

PRIMENA TEHNIKA BUDŽETIRANJA KAPITALA U ANALIZI INVESTICIONOG PROJEKTA

Vucanovic Tijana

THE APPLICATION OF CAPITAL BUDGETING TECHNIQUES IN THE ANALYSIS OF INVESTMENT PROJECT

78–88

PREGLEDNI RADOVI

Veselinović Branislav, Radakov Sandra

KOMPARATIVNA ANALIZA INSTRUMENTATA ZAŠTITE OD DEVIZNOG RIZIKA

Veselinović Branislav, Radakov Sandra

COMPARATIVE ANALYSIS OF CURRENCY RISK PROTECTION INSTRUMENTS

91–100

STRUČNI RADOVI

Ivaniš Marko

PRIBAVLJANJE KAPITALA PUTEM EMITOVANJA AKCIJA

Ivanis Marko

CAPITAL ACQUISITION BY SHARE ISSUING

103–114

Sadržaj|Contents

PRIKAZI

Radakov Sandra

PRIKAZ KNJIGE: *OSNOVI INVESTICIJA*

117–119

ORIGINALNI NAUČNI RADOVI

KOMPARATIVNA ANALIZA ODRŽIVOG RAZVOJA SRBIJE I AUSTRIJE¹

Veselinović Petar²

Janković Nenad³

Sažetak: *Koncept održivog razvoja jeste nova paradigma razvoja, značajno različita od svih prethodnih modela društvenog i ekonomskog razvoja. Održivi razvoj povezuje ekonomske, socijalne i ekološke ciljeve, tj. ovaj koncept apostrofira značaj ekonomske sigurnosti, socijalne pravičnosti i ekološke podobnosti za dugoročan ekonomski razvoj i regionalne ekonomske integracije.*

U ovom radu biće analizirane osnove održivog razvoja Srbije i Austrije, sa posebnim osvrtom na kompariranje najznačajnijih segmenata ovog pojma.

Ključne reči: *Srbija / Austrija / održivi razvoj / ekonomija / globalizacija*

UVOD

Današnji privredni razvoj odvija se u uslovima procesa globalizacije koja sa sobom nosi određena ograničenja koja se moraju prihvatiti kako bi se resursi koristili na najefikasniji način. Ono što je za svrhu ovog rada od izuzetnog značaja jeste konstatacija da održivi razvoj predstavlja usklađivanje različitih razvojnih aspekata i suprotstavljenih modela sadržanih u programima pojedinih sektora. Imajući u vidu izazove i opasnosti koje sa sobom nosi sada već sasvim neosporna recesija svetske privrede, sa pravom se postavlja pitanje kakav je njen uticaj na realizaciju koncepta održivog razvoja koji u svojoj osnovi označava nastojanje efikasnog povezivanja kratkoročnog i dugoročnog razvojnog horizonta, stavljanja u isti rang

¹ Ovaj rad je deo istraživačkog projekta pod šifrom 47005 (Istraživanje i razvoj platforme za naučnu podršku u odlučivanju i upravljanju naučnim i tehnološkim razvojem u Srbiji) finansiranog od strane Ministarstva za prosvetu i nauku Republike Srbije.

² Univerzitet u Kragujevcu, Ekonomski fakultet, Kragujevac, Đure Pucara br. 3,
e-mail: pveselinovic@kg.ac.rs

³ Univerzitet u Kragujevcu, Ekonomski fakultet, Kragujevac, Đure Pucara br. 3,
e-mail: njankovic@kg.ac.rs

važnosti ekonomskih, socijalnih i ekoloških dimenzija razvoja, apostrofiranja u zadovoljavajućem stepenu efikasnosti koordinacije društvenog sa pojedinačnim interesima, minimiziranja propusta države, kao i razvijanja partnerskog odnosa javnog i privatnog sektora s jedne, i civilnog društva s druge strane.

Održivi razvoj je danas jedna od ključnih tema u raspravama o razvoju. Tokom poslednjih desetak godina, koncept je evoluirao od maglovite vizije razvoja usredsređene na ekološke probleme, do sveobuhvatne razvojne paradigme koja uključuje ekonomski, socijalni i ekološki aspekt. U ovakvom, trodimenzionalnom pristupu ključna reč za ekonomsku dimenziju jeste efikasnost, za socijalnu – pravičnost, i konačno, za ekološku – elastičnost.

Netaknuta životna sredina, ekonomski prosperitet i socijalna solidarnost trebalo bi da bude zajednički cilj globalne, nacionalne i lokalne politike u cilju garantovanja kvaliteta života za sve ljude na duži rok. Održivi razvoj jeste odgovor na izazov kontrole socijalnih, ekonomskih i ekoloških procesa i odgovornosti. Zato je neophodno da se analiziraju konflikti ciljeva i da se razviju mogućnosti za njihovo prevazilaženje. Nosioci ekonomske politike i u Srbiji i u Austriji moraju imati to u vidu.

Konkretno stvaranje i uspešna implementacija političkog koncepta održivog razvoja ne može se postići odlukama eksperata iza zatvorenih vrata. Ne može postojati održivo društvo bez socijalne komunikacije o održivosti. Razumevanja, prihvatanja i odobrenja izazova, ciljeva i mogućnosti u vezi sa ovim konceptom, kao i pristup za rešavanje svakodnevnih problema jesu preduslov, ali ljudi koji su zainteresovani treba da se uključe u ciljne grupe i da postanu partneri.

Projekat izrade Strategije održivog razvoja Republike Srbije iniciran je kao direktan odgovor na Svetski samit o održivom razvoju na predlog ambasadora Kraljevine Švedske u Beogradu. Realizacija projekta započeta je u julu 2005. godine kroz saradnju Kabineta potpredsednika Vlade Republike Srbije, Programa za razvoj UN i Švedske agencije za međunarodnu saradnju, sa osnovnim ciljem da kroz širok participativni proces proizvede Strategiju održivog razvoja Republike Srbije, kao sveobuhvatni strateški dokument Vlade zasnovan na postojećem strateškom okviru. Saglasno međunarodnoj praksi, izrada Strategije odvijala se kroz participativan proces, uz angažovanje velikog broja zainteresovanih strana u srpskom društvu.

Nacionalna strategija održivog razvoja Srbije za period od 2008. do 2017. definiše održivi razvoj kao ciljno orijentisan, dugoročan, neprekidan, sveobuhvatan i sinergijski proces koji utiče na sve aspekte života (ekonomski, socijalni, ekološki i

institucionalni) na svim nivoima. Uspostavljanje relevantnog monitoringa i praćenje strategije pomoću odgovarajućih indikatora treba da pomogne u praćenju kratkoročnih i dugoročnih ciljeva. Godišnji izveštaji bazirani na ovim indikatorima omogućavaju korisnicima da uvide napredak do kojeg se došlo.

Prve izveštaje o napretku u sprovođenju Nacionalne strategije održivog razvoja Vlada je usvojila 24. juna 2010. godine kada su reprezentovani indikatori održivog razvoja i njegove vrednosti kojima se može pratiti napredak u sprovođenju Strategije. Odabrani indikatori su usaglašeni sa novom listom indikatora održivog razvoja UN, koja obuhvata i indikatore sprovođenja Milenijumskih ciljeva razvoja. Od ukupno planiranih 512 mera/aktivnosti u 2008. i 2009. godini realizovano je oko 52%. Najveći broj realizovanih aktivnosti odnosio se na oblast ekonomije zasnovane na znanju (75,3%). U oblasti društvenog razvoja realizovano je 52,7% predviđenih aktivnosti, dok je u oblasti zaštite životne sredine u 2008. i 2009. godini realizovano 42,5% aktivnosti u odnosu na predviđeno.

Prepreke za održivi razvoj u Srbiji jesu neobaveštenost o konceptu, ali i nepostojanje kontinuiteta u organima uprave usled političkih promena i ignorisanje dugoročnih posledica odluka koje se donose. Brojni su problemi na putu ka uspostavljanju održivog razvoja u Srbiji. Pored materijalne komponente koja je neizostavna, pojavljuje se i intelektualna. Dakle, Srbiji nedostaje novac, ali i stručnjaci koji će raditi na projektima koji se pred nju postavljaju na putu održivog razvoja kao komponente zaštite životne sredine.

Danas, održivi razvoj Austrije generalno predstavlja prihvaćen, usmeren motiv za političke odluke. Teško je da bilo koji politički program postoji, a da se ne oslanja na koncept održivosti. Termini kao što su održiva budžetska politika, politika održivog javnog zdravstva, održivi turizam, održiv regionalni i urbani razvoj, održiva izgradnja, pripadaju političkoj agendi upotrebe ovog koncepta.

Model pogodan za simulaciju strategije održivosti na primeru Austrije ispunjava sledeće kriterijume:⁴

- definisanje tri stuba održivog razvoja,
- sagledavanje interakcije između ekonomskih, socijalnih i ekoloških problema koliko god je moguće,
- integrisanje ekonomskih, socijalnih i ekoloških indikatora,

⁴ Formulisanje ovih neophodnih kriterija bio je ključni cilj projekta koji je pod pokroviteljstvom austrijskog Ministarstva za poljoprivredu, šumarstvo, zaštitu životne sredine i vodoprivrede, a sprovodi Sustainable Europe Research Institute u saradnji sa Institutom za ekonomska istraživanja Austrije.

- razdvajanje ekonomskog rasta od upotrebe resursa i od degradacije životne sredine,
- primena sektorskog modela,
- objašnjavanje tehnoloških promena,
- modeliranje spoljne trgovine,
- kreiranje scenario-analize na osnovu različitih instrumenata i
- empirijsku osnovu.

Austrija, kao zemlja članica Evropske unije, izdaje Izveštaj u skladu sa SOER 2010.⁵ Svaka od 38 zemalja koja vrši procene u okviru SOER 2010, sadrži profil zemlje i šest tematskih pitanja: zagađenje vazduha, ublažavanje klimatskih promena, korišćenje vode, korišćenje zemlje, zaštita životne sredine i biodiverziteta, i problem otpada. Za potrebe procene Austrije, odabrane su četiri dodatne važne životne teme i opisane kao: zagađenje vazduha u zatvorenom prostoru, obnovljivi izvori energije, održivi turizam i transport. Državna procena za Austriju u okviru SOER 2010 pripremljena je od strane eksperata *Umweltbundesamta*, agencije za zaštitu životne sredine Austrije, kao dela Evropske mreže za posmatranje životne sredine.

Cilj ovog rada jeste da se metodom komparativne analize, kroz poređenje ključnih segmenata održivog razvoja u Srbiji i u Austriji, ukaže na sličnosti i razlike u praktičnom poimanju ovog fenomena.

POREĐENJE EMISIJA U VAZDUHU U SRBIJI I U AUSTRIJI

Problem zagađivanja vazduha postaje sve intenzivniji i značajniji na globalnom nivou, i očuvanje potencijala životne sredine predstavlja jedan od imperativa razvoja. Emisije zagađujućih materija u vazduhu imaju štetan uticaj kako na teritoriji zemlje gde nastaju, tako i na prekogranična područja.

Pravilan pristup rešavanju problema zagađivanja vazduha jeste u svođenju emitovanih količina zagađujućih materija na najmanju količinu i na najmanje štetan oblik u određenim uslovima. To je moguće izborom pogodnijih sirovina i goriva, primenom najboljih dostupnih tehnika u proizvodnji ili poboljšanjem već postojećih tehnoloških procesa, kao i izborom i ugradnjom opreme za prečišćavanje.

Najveće emisije sumpor-dioksida, oksida azota, praškastih materija, amonijaka, teških metala i dr. nastaju usled sagorevanja fosilnih goriva, industrijskih aktivno-

⁵ SOER 2010, Izveštaj za zaštitu životne sredine Evrope, Država i Prospekt 2010, obezbeđuje skup procene trenutnog stanja životne sredine u Evropi, verovatno i buduće stanje, šta se radi i šta se može učiniti da se poboljša stanje, kako globalna kretanja mogu uticati na buduće trendove i još više.

sti, sve intenzivnijeg saobraćaja i dr. Međusobnim hemijskim reakcijama, uključujući i fotohemijske reakcije, u vazduhu nastaju novi polutanti.

Prikupljanje i vođenje baze podataka o zagađivanju vazduha na prostoru Republike Srbije vrši se na osnovu Pravilnika o metodologiji za izradu integralnog katastra zagađivača.

Najveće količine emitovanog sumpor-dioksida u vazduhu potiču iz termoenergetskih postrojenja usled sagorevanja ugljeva manjeg stepena karbonizacije, zatim iz postrojenja za preradu sulfidnih ruda, ruda olova, bakra, cinka, kao i iz rafinerija. Emisije sumpor-dioksida, na osnovu informacija iz baze podataka za 2009. godinu, najveće su u oblastima gde se nalaze:

- Termoelektrane Kostolac A i B u Kostolcu,
- Termoelektrane Nikola Tesla A i B u Obrenovcu i
- Rudarsko-topioničarski basen Bor.

Izvori emisija oksida azota jesu višestruki. Ipak, naglašene su emisije ovog polutanta u 2009. godini iz termoenergetskih postrojenja. Pored ovog sektora, značajan izvor emisije čine hemijska postrojenja, mineralna industrija, industrija za proizvodnju stakla, rafinerije i postrojenja za proizvodnju i preradu metala.

Austrija vrši projekciju emisija zagađujućih materija u vazduhu, pod nazivom Outlook 2020.⁶ Uprkos značajnom napretku u smanjenju emisije, posebno tokom 1980-ih, u poslednjih nekoliko godina granične vrednosti kao dnevni instrument PM 10 Direktive 2008/50/EC ($50 \mu\text{g}/\text{m}^3$ da se ne prelazi više od 35 puta godišnje) premašene su u nekoliko pokrajinskih prestonica i manjih gradova. Jedini veći austrijski grad sa PM 10 nivoima ispod graničnih vrednosti u većini godina jeste Salzburg. Izvori koji su uglavnom odgovorni uključuju drumski prevoz, grejanje stanova na čvrsta goriva, industrijski sektor i građevinsku industriju, kao i poljoprivredu u ruralnim područjima i u izvesnoj meri međugradski saobraćaj.

⁶ Projekcije se vrše ne samo za emisije u vazduhu već i za korišćenje vode, zemljišta, biodiverziteta, upravljanje otpadom, obnovljive izvore energije i za klimatske promene.

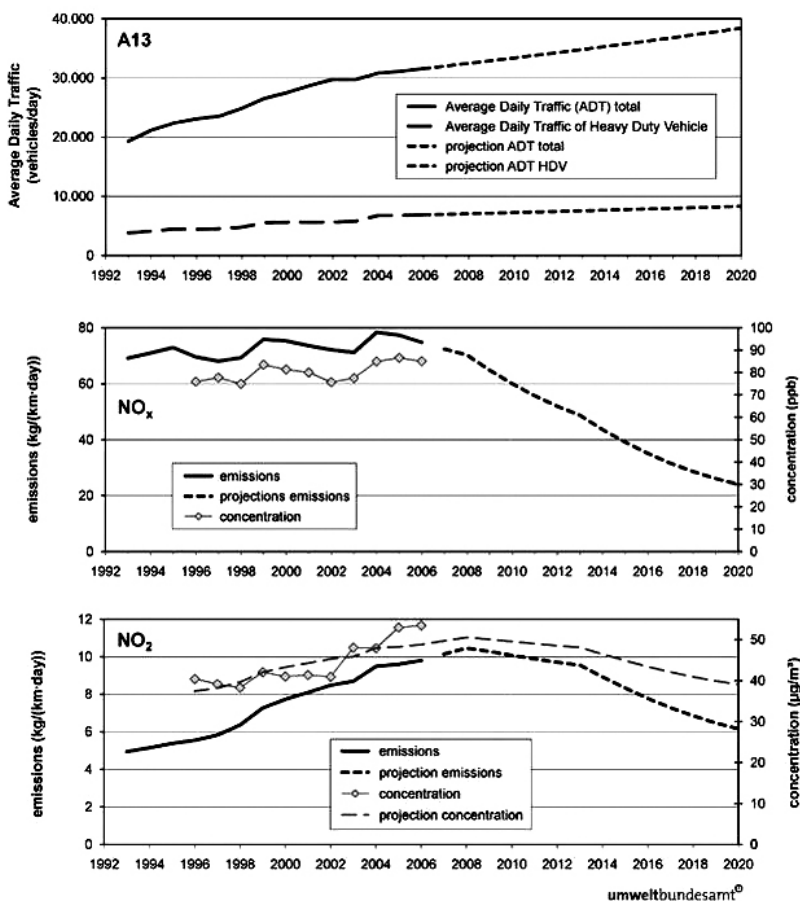
Tabela 1. Srednje godišnje emisije koncentracije sumpor-dioksida (broj dana preko GV i maksimalne dnevne emisije koncentracije u 2009).

Merno mesto	Izvor	SO ₂ (µg/m ³)			Merno mesto	Izvor	SO ₂ (µg/m ³)		
		Srednja vrednost	Broj dana > GV	Maksimalna vrednost			Srednja vrednost	Broj dana > GV	Maksimalna vrednost
Palić	1	4	0	36	Valjevo	1	36	0	130
Subotica	3	3	0	25	Negotin	1	14	0	64
Kikinda	3	21	0	117	Bor Jugopetrol	2	111	183	1412
Sombor	1	4	0	46	Čačak	2	11	0	38
Zrenjanin	3	26	0	65	Ivanjica	2	8	0	22
S. Mitrovica	1	15	0	113	Užice	2	11	2	189
Pančevo, V. D.	3	10	0	67	Priboj	2	2	0	15
Pančevo, ZJZ	3	9	0	25	Kosjerić	2	3	0	80
Beograd, Bulevar despota Stefana	4	19	0	104	Požega	1	16	0	86
Beograd, Omlad. brigada	4	39	1	153	Zlatibor	1	27	0	52
Beograd, ul. Č. Čaplina	1	43	3	181	Kraljevo	1	27	0	78
Beograd, Vračar	1	49	11	220	Kruševac	1	16	0	69
Beograd, Košutnjak	1	38	3	189	Niš	1	24	1	174
V. Gradište	1	23	0	107	Kopaonik	1	14	0	53
Kostolac	2	53	0	126	Sjenica	1	18	0	78
Loznica	1	32	0	142	Pirot	2	7	0	62
S. Palanka	1	24	0	126	Leskovac	1	18	0	52

Izvor: Izveštaj o stanju životne sredine u Republici Srbiji za 2009. godinu, 2010, str. 76

Projekcije NO_x (mono nitrogen-oksida) i NO_2 emisija, bez dodatnih mera na odabrane deonice auto-puteva, modelovane su do 2020. godine. Zbog primarne emisije NO_2 izazvane dizel vozilima posle tretmana sistema, NO_2 nivo će ostati isti kao i u poslednjih nekoliko godina sve do 2013. godine. Od tada se može očekivati smanjenje, uprkos povećanju obima saobraćaja.

Grafik 1. Projekcija kretanja prosečnog dnevnog saobraćaja sa tendencijom povećanja, emisije NO_x (mono nitrogen-oksida), emisije i koncentracije NO_2 sa tendencijom smanjenja do 2020. godine, bez dodatnih ispitivanja na auto-putu A13 u Tirolu.



Izvor: http://www.umweltbundesamt.at/en/soer/soer2010_partc/soer2010_air/soer2010_air3/

Prema paketu mera za klimu i energiju Evropske unije, Austrija se zalaže za postizanje smanjenja emisije gasova koji utiču na efekat staklene bašte do 2020. (bez instalacije koje učestvuju u Sistemu trgovanja emisijama u Evropskoj uniji – EU ETS) u odnosu na 2005. godinu.

Nacionalne energetske prognoze za Austriju koje odražavaju uticaj aktuelne finansijske i ekonomske krize na razvoj trendova do 2020, trenutno su u fazi razvoja. Scenario emisija na osnovu ekonomske projekcije koje ne odražavaju trenutnu ekonomsku krizu, pokazuju povećanje emisije gasova staklene bašte za Austriju do 2020, ako se ne preduzmu mere. Ako, međutim, mere koje su trenutno planirane i implementirane stupaju na snagu do 2020. („scenario sa dodatnim merama”), projektovana emisija iznad Sistema trgovanja emisijama bi trebalo da dostigne nivo iz 2007. godine. To znači da su radi postizanja ciljeva do 2020, dalje mere od suštinskog značaja.

POREĐENJE EMISIJA U VODAMA U SRBIJI I U AUSTRIJI

Stanje kvaliteta površinskih i podzemnih voda predstavljeno je odgovarajućim indikatorima stanja na nivou vodnih područja i na nacionalnom nivou. Prvo su reprezentovani indikatori stanja kvaliteta koji odražavaju kiseonički režim u vodotocima (BPK5, amonijum, nitrati, ortofosfati) kao neophodan element za određivanje dobrog statusa voda. Analiza kvaliteta voda predstavljena je indikatorima *Serbian Water Quality Index* i objedinjen je prikaz koncentracija prioriternih supstanci i prioriternih hazardnih supstanci.

Osim nesprovođenja kaznenih odredbi iz postojeće regulative u oblasti zaštite voda, nezadovoljavajuće stanje je i u samim propisima koji su doneti pre više od desetak godina i imaju nedostatke, od kojih su najznačajniji:

- nedostatak standarda za emisije zagađenja, kao i rokovi za njeno dostizanje;
- granične vrednosti kvaliteta za neke parametre prema našoj regulativi daleko su blaže od odgovarajućih u EU;
- nedorečeni i neadekvatni instrumenti za sprovođenje politike „zagađivač plaća”;
- nije definisan pojam „osetljiva zona” prema sadržaju nutritijenata, odnosno prema podložnosti eutrofikaciji.

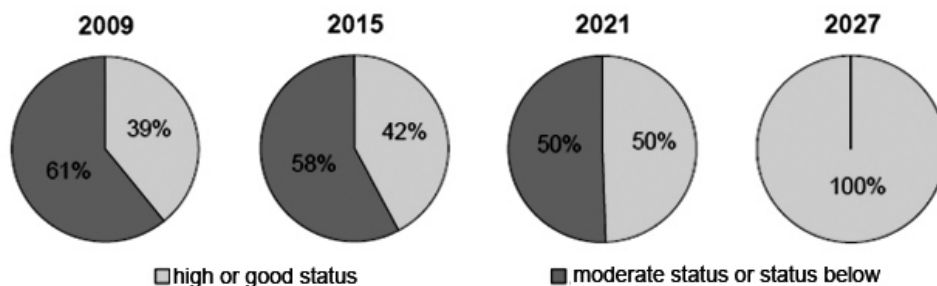
Kao posledica visokog stepena neprečišćavanja otpadnih voda dospelih iz komunalnih i industrijskih kanalizacionih sistema, u vodotocima Republike Srbije prisutan je nedopustivo visok sadržaj potencijalno toksičnih elemenata (teški metali)

i prema nivou maksimalne dozvoljene koncentracije i prema učestalosti pojavljivanja.

Potencijalno toksični elementi u visokim koncentracijama akutno su toksični za ljude, ali i niže koncentracije tokom dugog perioda hroničnog izlaganja mogu imati pritajene efekte. Efekti po zdravlje detektovanih potencijalno toksičnih elemenata, ukazuju na neophodnost preuzimanja zakonskih mera jer povišene koncentracije dugotrajnih organskih zagađujućih supstanci, osim uticaja na živi svet u vodi, ulaskom u lanac ljudske ishrane preko jestivih delova biljaka i riba utiču na zdravlje ljudi.

U Austriji postoje tri međunarodna rečna sliva: 96% se odnosi na Dunav, 3% na Rajnu i 1% na Elbu. Upravljanje merama koje će se primeniti na tekuće vode koje već imaju dobar status, osigurava da se zaštita nastavlja. Za vode koje imaju status pothrane (oporavka), ciljevi su postavljeni tako da će korak po korak dovesti do poboljšanja stanja u vodama preko celog planiranog perioda upravljanja vodama do 2027, dok se ne postigne dobar status.

Slika 1. Proporcija prirodnih tokova voda koje treba da pokažu dobre ili visoke statuse u 2009, 2015, 2021. i 2027. godini (procenti se odnose na dužinu rečnih slivova većih od 10 km).



Izvor: http://www.umweltbundesamt.at/en/soer/soer2010_partc/soer2010_freshwater/soer2010_freshwater3/

U prvi plan, upravljanje vodama odnosi se na izuzetno poboljšanje stanja u rekama, što je uglavnom i evidentirano. Što se tiče poboljšanja stanja u rečnim tokovima, mere se uglavnom koncentrišu na poboljšanje statusa velikih reka, izgradnju ribnjaka i ekološki dovoljnog pražnjenja vode. Efekat mera ispituje se praćenjem rezultata. U vodama sliva manjim od 100 km, cilj poboljšanja mera postići će se u trećem planskom periodu 2021–2027. godine.

POREĐENJE KORIŠĆENJA ZEMLJIŠTA U SRBIJI I U AUSTRIJI

U cilju očuvanja zemljišta Republike Srbije u okviru integralnog sistema zaštite životne sredine, prati se stanje zemljišta, identifikuju se osetljiva područja, određuje se stepen i karakteristike zagađenja. Nepostojanje sistematskog monitoringa zemljišta onemogućava prikaz rezultata na teritoriji Republike Srbije (Izveštaj o stanju životne sredine u Republici Srbiji za 2009. godinu, 2010, str. 109).

Rezultati ispitivanja zemljišta okoline Beograda, dela Pomoravlja i Šumadije pokazuju da 18% uzoraka sadrži jedan ili više polutanata iznad maksimalno dozvoljene količine. Ispitivana zemljišta na *hot spot* lokalitetima u dolini Velike Morave imaju povećan sadržaj nikla, hroma, arsena i olova. Zemljišta u dolini Kolubare opterećena su visokim koncentracijama nikla i hroma, a u manjoj meri olovom.

Austrija uključuje različite tipove zemljišta koji su pod uticajem različitih klimatskih uslova. Lokacija ove zemlje u sred Evrope dovodi do specifičnih pitanja zaštite životne sredine, posebno značajne uticaje tranzitnog saobraćaja i zagađenja vazduha. Pored toga, 63% nacionalne teritorije pod stalnim je rizikom od prirodnih katastrofa, kao što su poplave, erozije zemljišta i lavine. Samo 37% zemljišta pogodno je za trajno rešenje, a to je pod visokim pritiskom konkurentskog korišćenja zemljišta. Raznovrsnost predela, nadmorska visina i raznovrsna klima, rađaju raznovrsnost vegetacije. U planinama, šume sprečavaju eroziju zemljišta, poplave i lavine.

Iako je zemljišni potencijal u proseku u dobrom stanju, funkcije zemljišta su i dalje pod pretnjom zagađivača iz vazduha, produžavanja kontaminacije u industrijskim i urbanim sredinama i daljeg povećanja naseljenih mesta.

Postoje neke nejasnoće za buduće trendove zagađenosti zemljišta, zbog nedostatka podataka o prisutnosti organskih zagađujućih materija u zemljištu i nastupa novih hemijskih proizvoda na tržištu čiji se efekti u potpunosti ne razumeju. Prisustvo zagađivača, posebno olova, kadmijuma i drugih teških metala u zemljištu očekivano se smanjuje jer se emisija u vazduhu smanjuje.

S druge strane, očekuje se povećanje kiselih supstanci, posebno oksida azota NO_x (mono nitrogen-oksida), a kao glavni izvor pojavljuje se saobraćaj. Pored toga, zagađenje zemljišta očekuje se u dugom roku, kao i njegove negativne posledice jer mnogi zagađivači, uključujući teške metale, pokazuju nisku mobilnost, visoku postojanost i akumulaciju dejstva. Povećanje emisije kiselih supstanci može biti rezultat pritiska na šume. Veliki indirektan uticaj može biti gubitak biodiverziteta i slab kvalitet podzemnih voda (http://www.umweltbundesamt.at/en/soer/soer2010_partc/soer2010_landuse/soer2010_landuse3/).

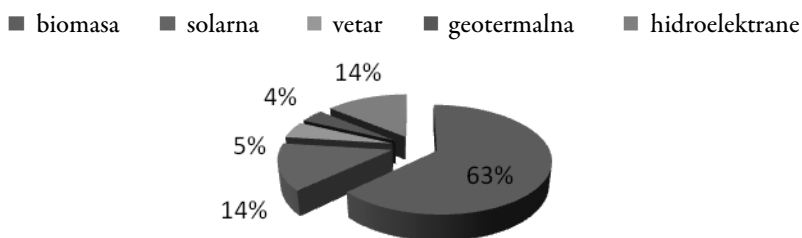
POREĐENJE KORIŠĆENJA OBNOVLJIVIH IZVORA ENERGIJE U SRBIJI I U AUSTRIJI

Poslednjih godina obnovljivi izvori energije imaju sve veću ulogu u proizvodnji energije. Povećano korišćenje obnovljivih izvora energije doprinosi povećanju pouzdanosti snabdevanja energijom, omogućava uspostavljanje održivog razvoja energetike i poboljšanje standarda života, posebno u ruralnim predelima.

Republika Srbija ima potencijal da proizvede iz obnovljivih izvora 4,3 miliona tona energije godišnje, ali je 2009. godine proizvedeno 1,28 miliona tona, što čini oko 30% potencijala.

Bilansiranje energije iz obnovljivih izvora za sada je moguće u delu proizvodnje i potrošnje električne energije iz velikih vodenih tokova, tečnih biogoriva i iz čvrste biomase (ogrevno drvo).

Slika 2. Struktura potencijala obnovljivih izvora energije u Republici Srbiji



Izvor: Izveštaj o stanju životne sredine u Republici Srbiji za 2009. godinu, 2010, str. 17

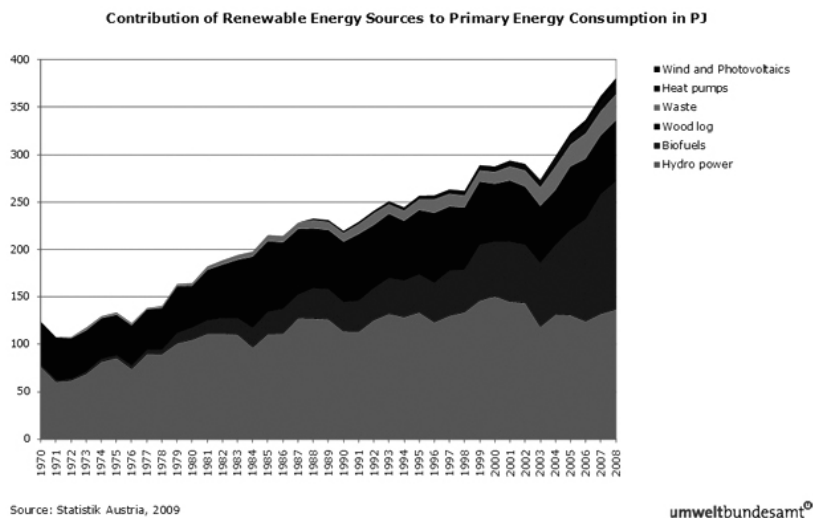
Učešće obnovljivih izvora energije u potrošnji ukupne primarne energije u 2009. godini u odnosu na prethodne godine u blagom je porastu, ali je i dalje na izuzetno niskom nivou od 8,6%. Radi poređenja, EU je postavila indikativni cilj za EU-15: da 12% primarne energije proizvede na bazi korišćenja obnovljivih izvora do 2010. godine.

Austrija je visoko kotirana zbog korišćenja obnovljivih izvora energije, pre svega zbog visokog učešća hidroenergetskog potencijala i biomase. To je bila jedna od četiri zemlje Evropske unije sa najvećim učešćem energije iz obnovljivih izvora u bruto finalnoj potrošnji energije u 2005. godini i među državama članicama obavezala se na ostvarivanje najambicioznijih nacionalnih ciljeva do 2020. (u Austriji 34%) pod direktivom EU 2009/28/EC o promociji korišćenja energije iz obnovljivih

izvora. Od 2005. godine, udeo obnovljivih izvora energije u Austriji stalno raste, dostižući gotovo 29% u 2008. godini. Glavni pokretač za veći doprinos obnovljivih izvora energije nalazi se u povećanom korišćenju biomase, pre svega, zbog strateškog opredeljenja istraživačko-razvojne baze, kao i značajnih subvencija od strane države u ovoj oblasti.

Cilj energetske strategije do 2020. godine jeste razvoj energetskog sistema koji će pružati energetske usluge preduzećima i privatnim potrošačima u budućnosti, a u skladu sa zahtevima Evropske unije za klimu i energiju (34% povećanje korišćenja obnovljive energije, uz smanjenje emisije gasova staklene bašte za 16%). Postizanje stabilizacije finalne potrošnje energije (smatra se neophodnim) jeste izazov za Austriju.

Slika 3. Doprinos obnovljivih izvora energije u proizvodnji osnovne (klasične) energije



Izvor: http://www.umweltbundesamt.at/en/soer/soer2010_partc/soer2010_energy/

Ekološka energija i tehnologije za skladištenje ove energije, efikasno korišćenje energije, resursa i materijala, upravljanje ponovnim korišćenjem, kao i mobilnost i održivo upravljanje vodama, predstavljaju rast tržišta, čak i u vreme ekonomskih izazova. Prema nedavnom istraživanju austrijske kompanije zelene tehnologije, 50% ispitanika je opisalo poslovnu situaciju kao dobru, a 43% je naziva nezadovoljavajućom. Većina kompanija koje su otpočele poslove u 2009. godini ostvarile

su blag rast: 1%–2%, a stopa rasta 10%–15% ostvarila se u 2011. godini. Austrijski sektor ekološke tehnologije dobro je opremljen za budućnost i ovu poziciju treba i dalje jačati. „Mreža za zaštitu životne sredine i upravljanje energijom International” pokrenuta od strane Privredne komore Austrije, pružiće podršku i sveobuhvatne informacije za jačanje sektora zelene tehnologije. Izvozne kvote austrijskih kompanija zelene tehnologije procenjuju se na oko 65%. Zaštita životne sredine i privredni rast više nisu u suprotnosti, ekologija je prava poslovna prilika (Walter, 2009, str. 3).

ZAKLJUČAK

Privreda Srbije je pod uticajem svetske ekonomske krize, čiji su uticaji delimično umanjeni merama ekonomske politike. Dolazi do stagnacije i pada bruto domaćeg proizvoda, povećanja spoljnotrgovinskog deficita uz povećanje troškova života. Nezaposlenost i siromaštvo zadržavaju izuzetno visoku stopu. U oblasti energetike, nastavljen je trend blagog povećanja proizvodnje, dok se smanjuju potrošnja i uvoz energije. Učešće obnovljivih izvora energije je u porastu, ali i dalje na niskom nivou.

Uslovljenost ekonomskom krizom dovela je do smanjenja proizvodnje sa kontinuiranim visokim učešćem „prljave” industrije u ukupnoj industrijskoj proizvodnji. Značajno je pomenuti i slabu iskorišćenost procesa reciklaže, koji u industrijskoj proizvodnji učestvuje sa zanemarljivim procentom. Koncept čistije proizvodnje, kao i sistem upravljanja životnom sredinom primenjen je u relativno malom broju preduzeća. Turistička delatnost, i dalje slabo razvijena na teritoriji Republike Srbije, ne ugrožava značajno kvalitet životne sredine, posebno imajući u vidu smanjenje broja turista. I pored toga što poljoprivredno zemljište ima dvotrećinski udeo u ukupnoj površini Republike Srbije, nedostatak adekvatnih podataka ključan je za nemogućnost izrade indikatora uticaja poljoprivrede na životnu sredinu. Uz povećanje navodnjavanih površina, značajno je pomenuti i povećanje površina na kojima se primenjuju metode organske proizvodnje, uz napomenu da je udeo ovih površina i dalje na niskom nivou.

Na međunarodnom planu, Austrija se nalazi na samom vrhu u oblasti korišćenja alternativne energije i sa pouzdanošću se može reći da doprinosi održivom razvoju ove zemlje i da drugim zemljama omogućava korišćenje tehnologija koje upravo primenjuje. U Austriji je udeo nosilaca obnovljivih energija tradicionalno visok u poređenju sa drugim evropskim zemljama. Od početka 80-ih udeo obnovljivih energija u bruto domaćoj potrošnji iznosi konstantno 20%. Najznačajniji obnov-

ljivi izvor energije jeste voda sa udelom preko 11%. Preostali udeo, skoro 11%, otpada na upotrebu biogenih goriva (pre svega biomase).

U oblasti istraživanja i razvoja, postoje brojni instituti i preduzeća u Austriji. Treba navesti, pre svega, austrijsku Agenciju za energiju u Beču, unutaruniverzitetski Institut za interdisciplinarnе studije u Klagenfurtu, Joanneum Research GmbH (specijalni institut za razvoj energije) i izvan toga institute na austrijskim univerzitetima. Ovo se pre svega odnosi na Tehnički univerzitet u Gracu sa svojim Institutom za toplotnu tehniku i Institutom za tehnologije, i Tehnički univerzitet u Beču sa Institutom za tehnologije, goriva i ekološku tehniku.

Nosoci obnovljivih energija visoko su priznati i imaju veliki značaj u Austriji. Postoje mnoga regionalna istraživanja i firme koje svoje interesovanje polažu na obnovljive izvore energije. Posebne mreže i klasteri omogućavaju preduzećima uzajamno korišćenje znanja i resursa. Imajući u vidu svestrani razvoj u Austriji u pogledu proizvodnje, ponude i korišćenja obnovljivih izvora energije, može se pretpostaviti da će se sve više preduzeća posvetiti oblasti obnovljivih izvora energije i da će ovo tržište u budućnosti imati brz i pozitivan razvoj.

Najbolji primer komparacije korišćenja obnovljivih izvora energije u Srbiji i u Austriji, posebno energije vetra, jeste primer Vršca i austrijskog grada Gisinga. Neizostavna je saradnja ova dva grada u razmeni iskustava i tehnologije. Potencijali vetra brzo su shvaćeni u regionu Banata kao realna mogućnost razvoja. ENER-GOWIND, kao glavni promoter korišćenja obnovljivih energetske resursa, potpisao je sporazume o saradnji sa tri susedne opštine (Alibunar, Plandište i Bela Crkva) o zajedničkom nastupu u korišćenju svih vidova obnovljive energije, uključujući vetar. Opština Vršac, kao najveća u regionu, uzela je na sebe obavezu da sa susednim opštinama stvori interesnu zajednicu koja bi zajednički nastupala u svim poslovima vezanim za obnovljivu energetiku. Model za ugled bio je region Gisinga iz Austrije. Gising i južni Banat slični su po tome što se nalaze „negde na čošku”. Kao i jug Banata, Gising je smešten u uglu Austrije, koji se graniči sa Slovenijom i Mađarskom. Brežuljkasti predeo sa ne tako plodnom zemljom, uglavnom orijentisan na stočarstvo, i sa svojih 27.000 stanovnika, godinama je predstavljao najnerazvijeniji deo Austrije. Ljudi su se iseljavali i postojala je mogućnost da Gising postane prazna zemlja. Lokalna samouprava je tada napravila analizu stanja regiona, troškova i resursa. Prvo čemu su se posvetili jeste biomasa i prva energija dobijena je u vidu gasa iz trave i nedozrelog kukuruza. Zatim se prešlo na solarnu energiju, na energiju koja se dobija iz otpadnog drveta, na biodizel i na sintetički benzin. Drugi vid pomoći ogledao se u subvencioniranoj ceni energije – u početku je sve skupo, dok se ne razvije do potrebnog nivoa. Rezultat je da je u Gisingu

tokom godina niklo dvadesetak različitih energetske postrojenja, svi do jednog za obnovljive izvore energije (biomasa, solarna energija, kukuruz, repica, strugotina, drveni otpad). Rukovodstvo opština južnog Banata odlučno je u pregovorima sa rukovodstvom Gisinga oko mogućnosti za saradnju.

Srbija na putu ka Evropskoj uniji mora da odgovori potrebama održivog razvoja. Primenom odgovarajuće regulative, koju upravo propisuje Evropska unija, Srbija može da odgovori izazovima koje sa sobom nosi politika održivog razvoja. Austrija, kao lider u pogledu primene politike održivog razvoja, postala je uzor ne samo za Srbiju, već i za druge zemlje u razvoju, kao i za većinu zemalja članica Evropske unije. Njen program zaštite životne sredine i budućnosti, kao i istraživanje u domenu zelenih tehnologija, predstavljaju viziju uspešnog savladavanja ozbiljnog problema narušavanja ekološke ravnoteže i zaštite ekosistema u globalu.

THE COMPARATIVE ANALYSIS OF SUSTAINABLE DEVELOPMENT OF SERBIA AND AUSTRIA

Veselinovic Petar

Jankovic Nenad

Abstract: *The concept of sustainable development is a new paradigm of development, significantly different from all previous models of social and economic development. Sustainable development links economic, social welfare and environmental objectives, i.e. this concept emphasizes the importance of economic security, social equity and environmental suitability for long-term economic development and regional economic integration.*

In this paper, we will analyze the bases for sustainable development in Serbia and Austria, with special emphasis on the comparison of the most important parts of this concept.

Key words: *Serbia / Austria / sustainable development / economy / globalization.*

LITERATURA

1. Ćuk, T. (2010). *Problemi održivog razvoja u Srbiji*, Beograd, Fakultet organizacionih nauka
2. Đukić, P. (2002). *Globalna i nacionalna ekonomska kriza – izazov za reforme i održivi rast ekonomije*. Projekat br. 149038 „Srbija i Evropa – ekonomske analize i prognoze”, Beograd, Tehničko-metalurški fakultet

3. Karanović Stojić, E. (2007). *Regionalna i prekogranična saradnja za održivi razvoj Srbije*, Beograd, Institut za međunarodnu politiku i privredu
4. Kopečki, M. (2008). Energetska nezavisnost regiona zasnovana na lokalnim obnovljivim izvorima ili kakva je sličnost između južnog Banata i regiona Gising. *CESS Magazin*
5. Milutinović, S. (2009). *Politike održivog razvoja*, Niš, Fakultet zaštite na radu
6. Pešić, R. (2002). *Ekonomija prirodnih resursa i životne sredine*, Beograd, Poljoprivredni fakultet
7. Stocker, A. (2006). Sustainability models: Aims, requirements and applications – SERI Backround Papers, No. 11, Vienna, Sustainable Europe Research Institute
8. Veljković, N. (2010). *Praćenje održivog razvoja u Srbiji*, Agencija za zaštitu životne sredine, Beograd
9. Walter, K. (2009). Environmental Technology and Renewable Energy. *Austria Export*
10. <http://www.nachhaltigkeit.at/filemanager/download/40505/>
11. <http://www.euractiv.rs/odrzivi-razvoj.html>
12. <http://www.odrzivi-razvoj.gov.rs/assets/download/Nacionalna-strategija-odrzivog-razvoja-Republike-Srbije.pdf>
13. <http://www.sepa.gov.rs/download/odrziviRazvoj/odrziviRazvojSrbija.pdf>
14. http://www.umweltbundesamt.at/en/soer/soer2010_partc/soer2010_air/soer2010_air3/
15. http://www.umweltbundesamt.at/en/soer/soer2010_partc/soer2010_climate/soer2010_climate
16. http://www.umweltbundesamt.at/en/soer/soer2010_partc/soer2010_energy
17. http://www.umweltbundesamt.at/en/soer/soer2010_partc/soer2010_freshwater/3/
18. http://www.umweltbundesamt.at/en/soer/soer2010_partc/soer2010_landuse/soer2010_landuse3/

BIZNIS PLAN ZA INVESTICIONO ULAGANJE OFFSET PRINT d.o.o.

Pervaz Sanja¹

Sažetak: *Izrada biznis plana preduzeća „Offset print” d. o. o. iz Novog Sada vrši se kako bi se preduzeo novi provereni poduhvat – investicija u mašinu Heidelberg GTO–52A. U okviru ovog biznis plana biće definisani glavni poslovni ciljevi i strategija preduzeća, predmet biznis plana, utvrđivanje obima biznisa, potrebnih resursa, utvrđivanje tehničkih i radnih standarda, plan ljudskih resursa, proračun potrebnih finansijskih sredstava, analiza i ocena finansijske sposobnosti, budući planovi preduzeća, plan prodaje i plan proizvodnje. Rezultati našeg istraživanja jesu statički i dinamički pokazatelji. To su eliminacioni kriterijumi za prihvatanje projekta. Oni su zadovoljavajući i ukazuju da je investiciono ulaganje opravdano. Ocena očekivanih rezultata u skladu je sa planiranim ulaganjem, a osnovni parametri ekonomsko-finansijske analize ukazuju na opravdanost ukupno izvršenih i nameravanih ulaganja u ovu delatnost.*

Ključne reči: *struktura kapitala / finansijska analiza / finansijski plan*

REZIME BIZNIS PLANA

U ovom biznis planu obrađeno je investiciono ulaganje u nabavku opreme za štampanje sa finansijskom konstrukcijom putem kredita i iz sopstvenih sredstava preduzeća. Biznis plan je urađen po metodologiji Fonda za razvoj APV.

Menadžment preduzeća „Offset print” d. o. o. planira da uđe u investiciju kupovine četvorbojne mašine za ofset štampu **Heidelberg GTO–52A** zbog proširenja obima poslovanja. Obim proizvodnje etiketa ostaće na istom nivou iz razloga što je kod te vrste proizvoda konkurencija najveća, tako da će procentualno predstavljati manji obim proizvodnje jer nam je u planu prebacivanje proizvoda u višu upotrebnu vrednost. Plan je da se proizvodnja bazira na tri osnovne vrste proizvoda: proizvodnja knjiga – gde će se proizvoditi visokotiražni udžbenici, brošura i flajera.

¹ Offset print d. o. o., Novi Sad, Lasla Gala br. 26, e-mail: sanja@offsetprint.eu

Za dalje ulaganje pored uspešnog finansijskog poslovanja preduzeća, presudna je bila analiza položaja na tržištu koja ukazuje na uspešnost organizovanja prodajnih i nabavnih aktivnosti, kao i mogućnosti prilagođavanja tržišnim potrebama i trendovima. Tržište je u potpunosti obezbeđeno za celokupnu proizvodnju na godišnjem nivou kao i za novu dodatnu proizvodnju.

Organizacioni i kadrovski potencijal je zadovoljavajući s obzirom da poslovanjem punih dvadeset godina rukovodi iskusni menadžment sa odgovarajućim stručnim profilom zaposlenih.

Radi boljeg pregleda i efikasnijeg sagledavanja osnovnih informacija o preduzeću i o investicionom poduhvatu, u nastavku se daje tabelarni pregled.

INVESTICIONO ULAGANJE

Status investicije

Proces investicionog ulaganja obuhvata skup svih aktivnosti u celokupnom periodu planiranja, pripreme i realizacije jednog investicionog projekta, odnosno celokupan proces realizacije od stvaranja ideje za investiranje do konačnog završetka investicionog poduhvata.

Po svom karakteru investiciono ulaganje može biti nova investicija ili rekonstrukcija, proširenje i modernizacija, pri čemu se razlikuje pristup u izradi finansijsko-tržišne ocene.

U konkretnom slučaju radi se o ulaganju u novu investiciju koja se može tehnički, komercijalno i ekonomski potpuno samostalno posmatrati i odvojiti od već postojećih kapaciteta.

Osnovni cilj i strategija daljeg razvoja zasniva se na proširenju asortimana, na boljem kvalitetu i na većem obimu usluga u ofset štampi. Ukupna planirana ulaganja u nabavku opreme – ofset mašine Heidelberg GTO–52A iznose 5.500.000 RSD.

U cilju realizacije postojeće ideje, menadžment se odlučio da za nedostajuća sredstva za nabavku potrebne opreme aplicira kod Fonda za razvoj AP Vojvodine u skladu sa uslovima konkursa koji pruža mogućnost kreditiranja celokupne opreme.

U skladu sa datim uslovima konkursa, visina traženog kredita bi iznosila 5.500.000 RSD na rok od tri godine uključujući period mirovanja od jedne godine uz kamatnu stopu od 2,8% na godišnjem nivou.

Nabavkom navedene opreme treba da se zaokruži tehnološka linija na polju ofset štampe i time direktno i indirektno da se doprinese povećanju profitabilnosti poslovanja preduzeća.

Pored investicionih ulaganja u nabavku nove opreme, utvrđena su i obrtna sredstva u iznosu od 853.000 RSD, koja se uključuju u ukupna investiciona ulaganja.

Od ukupne predračunske vrednosti, ulaganja u osnovna sredstva iznose **86,50% od ukupnog ulaganja, a obrtna sredstva 13,50%.**

Za realizaciju ukupnog planiranog ulaganja od **6.353.000 RSD** preduzeće će iz sopstvenih sredstava angažovati iznos od **853.000 RSD** a iz kredita Fonda **5.500.000 RSD**. Relativno posmatrano, sopstvena sredstva pokrivaju 13,50% ukupne predračunske vrednosti ulaganja. Kredit Fonda za razvoj AP Vojvodine je 86,5% ukupnih ulaganja.

U svrhu povećanja obima, asortimana, kontinuiteta i kvaliteta svojih usluga za rad na planiranoj opremi zaposliće četiri kvalifikovana radnika za rad u dve smene.

Tehnologija i organizacija proizvodnje

Preduzeće će primenjivati savremenu tehnologiju rada i proizvoditi kvalitetne proizvode i usluge. U narednom periodu zadržaće se ista organizacija rada, izuzev što će odeljenje ofset štampe sa doradom biti značajnije i efikasnije, što će se upravo omogućiti realizacijom planirane investicije.

Proizvodni objekti i oprema

Postojeći proizvodni objekat površine 150 m² u kojem se odvija proizvodnja u proteklih dvadeset godina u potpunosti odgovara i zadovoljava potrebe nove opreme koja je predmet investiranja.

Ofset mašina Heidelberg GTO-52A u mogućnosti je da štampa brže i više tabaka u jednom radnom satu što znači da bi uz postojeću ofset mašinu umnogome ubrzala proces proizvodnje.

Karakteristika planiranog proizvoda

U ovom delu investicionog projekta definisani su proizvodi koje će investitor proizvoditi za kupce sa kojima ima dugogodišnju poslovnu saradnju. Osnovni proizvodi jesu: knjige, brošure i flajeri čija će proizvodnja biti usklađena sa potrebama i željama kupaca.

ANALIZA TRŽIŠTA NABAVKE I PRODAJE

Analiza tržišta je proces istraživanja odnosa potražnje i ponude na tržišnim mestima u određenom vremenu uz neku cenu, pri čemu se konstatuje da li na tržištu proizvoda čija se proizvodnja planira postoji ravnoteža između potražnje i ponude.

Analiza tržišta u procesu planiranja ovog biznis plana ima dva osnovna segmenta:

- analiza tržišta prodaje
- analiza tržišta nabavke

U oba segmenta analizirano je stanje potražnje i ponude, te njihov odnos, da bi se realnije ocenili plasman i nabavka materijalnih dobara ili usluga u okviru ovog projekta.

Pri izradi finansijskog plana potrebno je voditi računa o povezanosti naturalnog plana i finansijskog plana preduzeća. Zbog toga je neophodna raspoloživost planovima nabavke, proizvodnje, prodaje, investicija, kadrova, sredstava i izvora sredstava.

Osnovni principi finansijskog plana temelje se na naučnoj osnovi, sveobuhvatnosti plana, konkretnosti plana i realnosti finansijskog plana.

Tržište prodaje

Planirana realizacija proizvoda povećala bi se u odeljenju ofset štampe i to u proizvodnji knjiga, brošura i flajera.

Ključni kupci u realizaciji ovog programa proizvodnje bili bi: Zavod za izdavanje udžbenika, Univerzitet Novi Sad, Novosadski sajam, Autotrend Zemun i dr.

Svakako da je planirani obim proizvodnje zasnovan na analizi tržišta nabavke i prodaje kao i na kapacitetu mašine. Sasvim je izvesno da na bazi već postojećih predgovora sa kupcima, na godišnjem nivou može da se proizvede i realizuje sledeći asortiman i obim:

- knjige – 30.000 komada
- brošure – 15.000 komada
- flajeri – 300.000 komada

Tržište nabavke

Analiza nabavnog tržišta pruža osnovne informacije o mogućnostima nabavki osnovnih inputa po izvorima, količinama, strukturi, rokovima, cenama i ostalim kvalitativnim aspektima buduće investicije.

Osnovnu sirovinu čine: karton, boja, lepak, štamparska ploča, papir i dr. Kompletan sirovina bez problema se obezbeđuje na domaćem tržištu od dobavljača sa kojima preduzeće ima dugogodišnju poslovnu saradnju.

Analiza položaja na tržištu ukazuje na uspešnost organizovanja prodajnih i nabavnih aktivnosti, kao i na mogućnosti prilagođavanja tržišnim potrebama i trendovima. U ovom biznis planu tržište je u potpunosti obezbeđeno za celokupnu proizvodnju na godišnjem nivou.

ZAŠTITA ČOVEKOVE SREDINE I ZAŠTITA NA RADU

Zaštita čovekove sredine

U analizi zaštite čovekove sredine, *Studijom o proceni uticaja na životnu sredinu* obrađeni su sledeći segmenti:

1. Mogući uticaji rada objekta na zagađivanje sredine (zemljišta, vode, vazduha, vegetacije i životinjskog sveta).
2. Predlog mera i tehničkih rešenja za smanjenje štetnih uticaja.
3. Predlog programa za praćenje budućeg rada.

U svim navedenim segmentima ova proizvodnja ne zagađuje čovekovu sredinu. Planirane usluge navedenog programa ne zahtevaju posebne mere zaštite čovekove okoline. Zagađivanje vazduha i buke nema.

Zaštita na radu

U analizi zaštite na radu, *Aktom o bezbednosti i zdravlju na radu* dat je kvalitativni prikaz o oceni opasnosti na radu zbog tehnološkog radnog postupka, radnih prostorija, uređaja i dr.

Osnov za ocenu mera jesu važeći zakonski propisi, standardi i normativi iz oblasti zaštite na radu. Preduzeće se pridržava svih zakonskih propisa vezanih za ovu oblast.

Tabela 1. Plan izvođačkih aktivnosti.

Aktivnosti	Termini izvođačkih aktivnosti – “Ø”											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1. tehničko-tehnološki projekat												
2. izrada investicionog projekta					x	x						
3. revizije investicionog projekta							x					
4. odobravanje i plasman kredita								x				
5. realizacija investicionog projekta										x		
6. prijem radnika, obuka radnika											x	
7. probni rad											x	
8. redovna proizvodnja												x

Izvor: Plan aktivnosti, Offset print d. o. o.

EKONOMSKO-FINANSIJSKA ANALIZA

Polazna osnova za ekonomsko-finansijsku analizu jesu rezultati analize tržišta, analize tehničko-tehnoloških uslova, analize lokacije i ostalih relevantnih parametara koji omogućavaju sveobuhvatno sagledavanje opravdanosti ulaganja. Ta polazna osnova sastoji se od naturalnih i vrednosnih veličina koje je u ovoj analizi potrebno iskazati u vrednosnom obliku.

Tabela 2. Investiciona ulaganja u opremu.

NAZIV OPREME	OPREMA SA PDV u RSD	CARINA	MONTAŽ.	TRANSPORT	OSTALO	UKUPNO u RSD
1		4	5	6	7	(3 + 4 + 5 + 6 + 7)
HEIDELBERG GTO-52A	5.000.000	500.000	-	-	-	5.500.000
OSTALO	-	-	-	-	-	-
UKUPNO	5.000.000	500.000	-	-	-	5.500.000

Izvor: Plan investicija Offset print d. o. o.

Tabela 3. Ukupna investiciona ulaganja.

OPIS INVESTICIJE	VREDNOST u RSD	VREDNOST u EUR	UKUPNO u RSD
1	2	3	4
I INVESTICIJE U OSNOVNA SREDSTVA			5.500.000
HEIDELBERG GTO-52A	5.500.000	55.000	5.500.000
II INVESTICIJE U OSNOVNA SREDSTVA			
TRAJNA OBRтна SREDSTVA	853.000	8.530	853.000
UKUPNO /I + II/	6.353.000	63.530	6.353.000

Izvor: Plan investicija Offset print d. o. o.

Tabela 4. Izvori finansiranja.

R. BR.	OPIS	IZNOS INVESTICIJE		UČEŠĆE
		RSD	EUR	%
I	SOPSTVENI IZVORI	853.000	8.530	13.50
II	TUĐI IZVORI			
1.	Kredit Fonda za razvoj APV	5.500.000	55.000	86.50
III	UKUPNO /I + II/	6.353.000	63.530	100,00

Izvor: Plan investicija Offset print d. o. o.

Tabela 5. Ukupan prihod po godinama (u 000 RSD).

opis proizvoda / usluga	jed. mere	GODINE PROJEKTA								
		1			2			3		
		godišnje količina	cene po jedinici mere	ukupan prihod u 000 RSD	godišnje količina	cene po jedinici mere	ukupan prihod u 000 RSD	godišnje količina	cene po jedinici mere	ukupan prihod u 000 RSD
2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
	Kom.	30.000	180	5.400	30.000	180	5.400	30.000	180	5.400
	Kom.	15.000	120	1.800	15.000	120	1.800	15.000	120	1.800
	Kom.	300.000	5	1.500	300.000	5	1.500	300.000	5	1.500
				8.700			8.700			8.700

Ukupan prihod je planiran na bazi projektovane proizvodnje tri vrste proizvoda: knjige, brošure i flajeri. Ova proizvodnja ne iziskuje uhodavanje tehnološkog procesa, već u prvoj godini ekonomskog veka startuje sa punom proizvodnjom uz korišćenje punih raspoloživih kapaciteta.

Obračun troškova proizvodnje

Osnov za obračun troškova proizvodnje jeste predviđeni tehnološki kapacitet prilagođen prodajnim mogućnostima. Posebna pažnja se posvećuje analizi tržišta i ulaznim podacima koji su prikupljeni u okviru tehnološko-tehničke analize.

Tabela 6. Direktni troškovi materijala po jedinici proizvoda (u RSD).

R. br.	Naziv materijala	Jed. mere	Količina po proizvodu	Cena po jed. mere	GODINE PROJEKTA		
					2012	2013	2014
1	2	3	4	5	6	7	8
I	KNJIGE				43,6	43,6	43,6
1.	papir	tabak	5	4,2	21,0	21,0	21,0
2.	karton	tabak	0,4	20	8,0	8,0	8,0
3.	boja	kg	0,080	120	9,6	9,6	9,6
4.	lepak	kg	0,015	380	5,7	5,7	5,7
5.	štamparska ploča	kom.	0,042	55	2,3	2,3	2,3
II	FLAJERI				1,29	1,29	1,29
1.	papir	tabak	0,125	8	1,00	1,00	1,00
2.	boja	kg	0,0006	120	0,072	0,072	0,072
3.	štamparska ploča	kom.	0,004	55	0,22	0,22	0,22
III	BROŠURE				44,52	44,52	44,52
1.	papir	tabak	3,0	8	24,0	24,0	24,0
2.	boja	kg	0,160	120	19,2	19,2	19,2
3.	štamparska ploča	kom.	0,024	55	1,32	1,32	1,32
	UKUPNO						

Izvor: Kalkulacije Offset print d. o. o.

Tabela 7. Direktni materijal ukupno (u RSD).

R. br.	Naziv materijala	Cena po jedinici	Godišnja kol. u prvoj godini	Godišnja kol. u ostalim godinama	Godine projekta		
					2012	2013	2014
0	1	2	3	4	5	6	7
I							
1	papir1	4,2	150.000	150.000	630	630	630
2	karton1	20	12.000	12.000	240	240	240
3	boja1	120	2.400	2.400	288	288	288
4	lepak	380	450	450	171	171	171
5	štamparska ploča1	55	1.260	1.260	69	69	69
III							
1	papir3	8	45.000	45.000	360	360	360
2	boja3	120	2.400	2.400	288	288	288
3	štamparska ploča3	55	355	355	19,5	19,5	19,5
II							
1	boja2	120	180	180	21,6	21,6	21,6
2	štamparska ploča2	55	1.200	1.200	66,0	66,0	66,0
3	papir2	8	37.500	37.500	300	300	300
	Ukupno				2.453	2.453	2.453

Izvor: Kalkulacije Offset print d. o. o.

Tabela 8. Energija i gorivo (u RSD).

R. br.	NAZIV	Jed. mera	Godišnja količina	Cena po jedinici mere	GODINE PROJEKTA		
					2012	2013	2014
0	1	2	3	4	5(3 x 4)	6(3 x 4)	7(3 x 4)
1.	Električna energija	kw	30.000	6	180	200	200
2.	Gorivo	l	940	80	75	55	55
3.	Ostalo						
	UKUPNO				255	255	255

Izvor: Kalkulacije Offset print d. o. o.

Tabela 9. Troškovi neproizvodnih usluga (u 000 RSD).

R. br.	Nematerijalni troškovi	GODINE PROJEKTA		
		2012	2013	2014
1	2	3	4	5
1.	Troškovi marketinga	25	25	25
2.	Premije osiguranja	80	80	80
3.	Troškovi garancija	80	50	50
4.	Ostali troškovi	25	25	25
	UKUPNO:	185	185	185

Izvor: Kalkulacije Offset print d. o. o.

Tabela 10. Troškovi proizvodnih usluga (u 000 RSD).

R. br.	VRSTA TROŠKOVA	GODINE PROJEKTA		
		2012	2013	2014
1	2	3	4	5
1.	Troškovi investicionog održavanja	165	165	165
2.	Troškovi rezervnih delova	93	93	93
4.	Ostali troškovi			
	UKUPNO:	258	258	258

Izvor: Kalkulacije Offset print d. o. o.

Investiciono održavanje mašina i alata na godišnjem nivou iznosi 258.000 RSD, a u praksi se utvrđuje procentualno 3%–5% na visinu amortizacije.

Tabela 11. Amortizacija (u 000 RSD).

R. br.	O P I S	Nabavna vrednost	Stopa amortizacije	GODINE PROJEKTA			Ukupna vrednost na kraju veka
				2012	2013	2014	
1	2	3	4	5	6	7	8[3 – (5 + 6 + 7)]
1.	Ofset mašina	5.000.000	15%	744	744	744	2.726
	UKUPNO	5.000.000		744	744	744	2.726

Izvor: Kalkulacije Offset print d. o. o.

Rezidualna vrednost osnovnih sredstava jeste deo vrednosti osnovnih sredstava koji ostaje na kraju ekonomskog veka projekta u finansijskom i ekonomskom toku. U konkretnom slučaju rezidualna vrednost ili ostatak projekta odnosno neamortizovani deo opreme iznosi 2.726.000 RSD.

Definisanje broja zaposlenih

Na osnovu organizacione sheme preduzeća i podataka iz plana proizvodnje, potrebno je definisati ukupan broj zaposlenih i njihovu kvalifikacionu strukturu. Pri tome, posebno se definišu proizvodni radnici, čiji broj i struktura zavise, pre svega od primenjene tehnologije i kapaciteta.

Tabela 12. Troškovi zarada (u 000 RSD).

R. br.	O P I S (stepen stručne spreme x broj radnika x neto zarada)	GODINE PROJEKTA		
		2012	2013	2014
1	2	3	4	5
1.	Ukupno neto zarade (30.000 RSD) za 4 radnika	1.440	1.440	1.440
2.	Porezi i doprinosi	893	893	893
3.	Bruto zarade	2.333	2.333	2.333

Izvor: Kalkulacije Offset print d. o. o.

Planirano je da se zaposle četiri nova radnika odgovarajućeg stručnog profila.

Amortizacioni plan – otplata kredita

Glavnica: **5.500.000**

Kamatna stopa: 2,8%

Stopa interkalarne kamate: 2,8%

Rok otplate: 3 godine

Period mirovanja otplate kredita: 1 godina

Interkalarna kamata za godinu dana iznosi: 154.000

Ukupni anuitet za otplatu iznosi: 5.654.000

Prema uslovima kredita interkalarna kamata se obračunava i dodaje glavnom dugu, što čini uvećanu glavnica koja se naredne dve godine sa kamatom vraća kreditoru.

Tabela 13. Anuitetni plan (u 000 RSD).

R. br.	GODINA/Kvartal	KAMATA	GLAVNICA	ANUITET
0	1	2	3	4 (2 + 3)
1.	2012	0	0	0
2.	2013	158	2.827	2.985
3.	2014	79	2.827	2.906
	UKUPNO	237	5.654	5.891

Izvor: Kalkulacije Offset print d. o. o.

Obračun obrtnih sredstava

Trajna obrtna sredstva su deo ukupnih investicionih ulaganja, koja su nužna za nesmetano funkcionisanje investicionog projekta u razdoblju njegove redovne proizvodnje. Finansijska služba iskazuje plansku potrebu za neophodnim obrtnim sredstvima da bi se izvršili postavljeni zadaci. Prilikom planiranja investicija u obrtna sredstva potrebno je krenuti od analize proizvodnog reproduktionog ciklusa, pri čemu se planira vreme da se u potpunosti završi analiza reproduktionog ciklusa, počev od pripreme proizvodnje, same proizvodnje do prodaje čime se zatvara ciklus proizvodnje.

Prema navedenoj tabeli utvrđuje se visina obrtnih sredstava koja imaju karakter investicija i koja su stalno imobilizirana u reproduktionom ciklusu za nesmetano odvijanje proizvodnje.

Trajna obrtna sredstva utvrđuju se u optimalnoj godini proizvodnje. U konkretnom slučaju uzeta je prva godina redovne proizvodnje kao optimalna proizvodnja.

Tabela 14. Obračun obrtnih sredstava za novu investiciju.

R. br.	Vrsta obrtnih sredstava	Godišnje potrebe	Broj dana vezivanja	Koeficijent obrtaja	Potrebna trajna obrtna sredstva
1	2	3	4	5	6
1.	Zalihe sirovina i materijala	2.453	15	24	102
2.	Zalihe nedovršene proizvodnje (UR)	6.248	5	72	87
3.	Zalihe gotovih proizvoda (UR)	6.248	5	72	87
4.	Potraživanja (UP)	8.700	45	8	1.088
5.	Sredstva na žiro računu (UP)	8.700	3	120	73

R. br.	Vrsta obrtnih sredstava	Godišnje potrebe	Broj dana vezivanja	Koeficijent obrtaja	Potrebna trajna obrtna sredstva
1	2	3	4	5	6
(A)	Potrebna trajna obrtna sredstva (1 do 5)				1.437
6.	Dobavljači	2.453	45	8	307
7.	Amortizacija	744	30	12	62
8.	Zarade	2.333	30	12	194
9.	Obaveze iz dobiti	242	30	12	20
(B)	Izvori iz tekućeg poslovanja				583
(C)	Investicije u obrtna sredstva (A – B)				853

Izvor: Kalkulacije Offset print d. o. o.

Potrebna obrtna sredstva za početak nove proizvodnje iznose 853.000 RSD, koja se uključuju u investicioni poduhvat a obezbeđena su iz sopstvenih sredstava preduzeća koja se dokazuju pozitivnim neto obrtnim fondom ili neto obrtnim kapitalom utvrđenim na osnovu bilansa stanja za 2011. godinu.

Tabela 15. Projektovani bilans uspeha preduzeća „Offset print” za period 2012–2014. (u 000 RSD).

R. br.	Elementi	Godine projekta		
		2012	2013	2014
I	UKUPAN PRIHOD	8.700	8.700	8.700
II	UKUPNI RASHODI (1 + 4)	6.248	6.438	6.321
1	POSLOVNI RASHODI (2 + 3)	6.248	6.218	6.218
2	– materijalni troškovi	2.728	2.728	2.728
3	– nematerijalni troškovi (bez kamate)	3.520	3.490	3.490
4	Poslovni rashodi bez amortizacije	5.505	5.475	5.475
III	– kamata po kreditu		158	79
4	BRUTO DOBIT (I – II)	2.452	2.262	2.379
5	POREZ	245	226	237
6	NETO DOBIT (4 – 5)	2.207	2.036	2.142

Izvor: Kalkulacije Offset print d. o. o.

Tabela 16. Finansijski tok preduzeća „Offset print” za period 2012–2014.

R. br.	ELEMENTI	0 godina	GODINE PROJEKTA		
			2012	2013	2014
I	UKUPNI PRIMICI	6.353	8.700	8.700	12.280
1.	Ukupan prihod		8.700	8.700	8.700
2.	Izvori finansiranja	6.353			
	– sopstveni	853			
	– tuđi	5.500			
3.	Ostatak vrednosti projekta				3.580
	– osnovna sredstva				2.726
	– obrtna sredstva				853
II	UKUPNI IZDACI	6.353	5.750	8.528	8.539
1.	Investicije	6.353			
	– u osnovna sredstva	853			
	– u obrtna sredstva	5.500			
2.	Poslovni rashodi (bez kamate i am.)		5.505	5.317	5.396
3.	Porez na dobit		245	226	237
4.	Obaveze prema izvorima finansiranja		0	2.985	2.906
III	NETO PRIMICI	0	2.950	172	3.741

Izvor: Kalkulacije Offset print d. o. o.

FINANSIJSKO-TRŽIŠNA OCENA PROJEKTA

Na osnovu ekonomsko-finansijske analize izrađuje se kompleksna finansijsko-tržišna ocena projekta koja može biti statička i dinamička.

Statička ocena ne uzima u obzir celokupno vreme u procesu ulaganja i eksploatacije investicije, već samo jedan vremenski presek, dok dinamička ocena obuhvata celokupan period ulaganja i period eksploatacije investicionog projekta.

Statička ocena

U statičkoj oceni polazi se od određenih podataka iz bilansa uspeha, finansijskog toka i bilansa stanja za optimalnu godinu ekonomskog veka projekta.

Tabela 17. Statički pokazatelji ocene projekta.

Pokazatelj	Analitički postupak	Vrednost pokazatelja
AKUMULATIVNOST	Dobit / investiciona ulaganja	38,59%
PROFITNA MARŽA	Neto dobit / ukupan prihod	25,36%
STOPA PRINOSA NA INVEST. ULAGANJA	Neto dobit / ukupna investiciona ulaganja	34,73%

Izvor: Kalkulacije Offset print d. o. o.

Tabela 18. Donja tačka rentabilnosti (rizik od pada obima proizvodnje – realizacije) (u 000 RSD).

R. br.	Opis	Godine veka projekta		
		2012	2013	2014
1	Ukupan prihod od prodatih proizvoda	8.700	8.700	8.700
2	Varijabilni troškovi	4.696	4.696	4.696
3	Fiksni troškovi ukupni	1.669	1.669	1.669
4	Kontribucija (prihodi – varijab. tr.)	4.004	4.004	4.004
5	Prelomna tačka rentabilnosti, (fiksni troškovi / kontribucija) x 100	42	42	42

Izvor: Kalkulacije Offset print d. o. o.

Analiza praga rentabilnosti predstavlja statički pristup u ovom biznis planu u uslovima neizvesnosti jer se koriste podaci iz samo jedne reprezentativne godine. Pod pragom rentabilnosti podrazumeva se minimalno prihvatljiva cena ili obim proizvodnje u budućnosti kojim je projekat još uvek u stanju da podmiri svoje obaveze. Metoda praga rentabilnosti vrlo je korisna za ocenu neizvesnosti jer daje direktne informacije o minimalno prihvatljivom obimu proizvodnje i prodajne cene. Prelomnu tačku rentabilnosti moguće je uraditi i za svaku godinu u ekonomskom veku.

Dinamička ocena

Za razliku od statičke ocene, dinamička ocena na adekvatan način uzima u obzir vreme u postupku analize i ocene investicionog projekta, obuhvatajući celokupan period ulaganja i eksploataciju investicionog projekta. Pomoću tehnike diskontovanja izračunavaju se dinamički kriterijumi koji znatno realnije pružaju mogućnost za analiziranje ocene opravdanosti realizacije investicionog projekta.

U dinamičkoj oceni utvrđuje se likvidnost i rentabilnost projekta. Likvidnost investicionog projekta definiše se kao njegova sposobnost da u svakom vremenu podmiri svoje dospele finansijske obaveze, a podatke crpi iz finansijskog toka. Rentabilnost investicionog projekta sagledava se iz ekonomskog toka koji sadrži informacije o ekonomskom potencijalu projekta. U analizi rentabilnosti koriste se sledeći kriterijumi:

- vreme povrata investicionih ulaganja,
- neto sadašnja vrednost projekta,
- interna stopa rentabilnosti projekta.

Tabela 19. Ekonomski tok investicije (u 000 RSD).

R. br.	ELEMENTI	0 godina	GODINE PROJEKTA		
			2012	2013	2014
0	1	2	3	4	5
I	UKUPNI PRIMICI	0	8.700	8.700	12.280
1.	Ukupan prihod	0	8.700	8.700	8.700
2.	Ostatak vrednosti projekta				3.580
	– osnovna sredstva				2.726
	– obrtna sredstva				853
II	UKUPNI IZDACI	6.353	5.750	5.701	5.712
1.	Investicije	6.353			
	– u osnovna sredstva	853			
	– u obrtna sredstva	5.500			
2.	Poslovni rashodi (bez amortizacije)		5.505	5.475	5.475
3.	Porez na dobit		245	226	237
III	NETO PRIMICI	-6.353	2.950	2.999	6.658

Izvor: Kalkulacije Offset print d. o. o.

Tabela 20. Neto sadašnja vrednost investicije (u 000 RSD).

R. br.	ELEMENTI	0 godina	GODINE			Kumulativ
			2012	2013	2014	
0	1	2	3	4	5	9
1.	Neto primici iz ekonomskog toka	- 6.353	2.950	2.999	6.658	12.607
2.	Diskontna stopa		10	10	10	
3.	Diskontni faktor		0,909	0,826	0,751	
4.	Sadašnja vrednost neto primitka		2.682	2.477	5.000	10.159
5.	Neto sadašnja vrednost projekta					3.806
6.	Relativna neto sadašnja vrednost (kumulativ kolona 3 -- 5) / kolona 2	0,59				

Izvor: Kalkulacije Offset print d. o. o.

Sadašnja vrednost neto novčanih tokova umanjena za vrednost početnog ulaganja u projekat jeste neto sadašnja vrednost. *Neto sadašnja vrednost projekta predstavlja zbir vrednosti godišnjih neto primitaka u ekonomskom veku, svedenih putem diskontovanja na njihovu vrednost u početnoj godini veka projekta, što znači u godini 0.*

Diskontnu stopu treba odrediti tako da je ona jednaka realnoj kamatnoj stopi uz koju se planira dobijanje kredita za finansiranje investicionih ulaganja.

Diskontna stopa može biti i veća od realne kamatne stope na investicione kredite, čime se povećava pritisak na efikasnost investicije. Metoda neto sadašnje vrednosti ima značajne pozitivne karakteristike jer uzima u obzir ceo ekonomski vek projekta i vodi računa o vremenskim preferencijama.

Kriterijum za ocenu u primeni ove metode jeste apsolutni iznos neto sadašnje vrednosti projekta. Ako je ona pozitivna ili jednaka nuli projekat je prihvatljiv, a neprihvatljiv u slučaju negativne neto sadašnje vrednosti.

U konkretnom slučaju neto sadašnja vrednost iznosi 3.806.000 RSD, dok je relativna neto sadašnja vrednost 0,59 što pokazuje iznos sadašnje vrednosti po jedinici investicije.

Tabela 21. Interna stopa rentabilnosti investicije.

Godina	POSLEDNJA POZITIVNA			PRVA NEGATIVNA		
	Neto primici ekonomskog toka	Diskontna stopa	Sadašnja vrednost neto primitaka	Neto primici ekonomskog toka	Diskontna stopa	Sadašnja vrednost neto primitaka
		10,0%	(2 x 3)		40%	(2 x 3)
1	2	3	4	2	3	4
0	- 6.353	1	- 6.353	- 6.353	1	- 6.353
2012	2.950	0,909091	2.681,97	2.950	0,714286	2.107,26
2013	2.999	0,826446	2.478,50	2.999	0,510204	1.530,10
2014	6.658	0,751315	5.002,15	6.658	0,364431	2.423,50
NETO SADAŠNJA VREDNOST			3.808			- 293

Izvor: Kalkulacije Offset print d. o. o.

Interna stopa rentabilnosti: 37,85%

Interna stopa rentabilnosti određuje se kao:

$$Pr = Pp + [Sop(Pn - Pp) : (Sop - Son)]$$

Pr = Interna stopa rentabilnosti

Pp = Diskontna stopa uz koju je sadašnja vrednost poslednji put pozitivna

Pn = Diskontna stopa uz koju je sadašnja vrednost projekta prvi put negativna

So^p = Sadašnja vrednost projekta uz diskontnu stopu p

So^n = Sadašnja vrednost projekta uz diksontu stopu n

Interna stopa rentabilnosti shodno metodologiji treba da bude veća od kamatne stope.

$$Pp = 10$$

$$Pn = 40$$

$$So^p = 3.808$$

$$So^n = -293$$

$$Pr = 10 + \frac{3.808(40 - 10)}{3.808 - (-293)} = 10 + \frac{114.240}{4.101} = 10 + 27,85 = 37,85\%$$

Metoda interne stope rentabilnosti investicionog projekta koristi internu stopu rentabilnosti projekta kao meru njegove efikasnosti.

Interna stopa rentabilnosti definiše se kao ona diskontna stopa koja neto sadašnju vrednost projekta svodi na nulu. To znači da je u tom slučaju sadašnja vrednost pozitivnih neto primitaka u ekonomskom veku projekta jednaka sadašnjoj vrednosti negativnih neto primitaka.

U konkretnom slučaju, interna stopa rentabiliteta je 37,85% a utvrđena je na osnovu date formule i tabelle za diskontovanje.

Tabela 22. Vreme povrata investicionih ulaganja (u RSD).

God. projekta	Investicija	Neto primici u poslovanju			Nepokriveni deo investicije
		Kumulativ	Godišnji iznos	Kumulativ	
1	2	3	4	5	6(5 - 3)
1	6.353	6.353	2.950	2.950	-3.403
2			2.990	5.940	-413
3			6.658	12.598	6.245

Izvor: Kalkulacije Offset print d. o. o.

Rok povraćaja investicionog projekta jeste pokazatelj vremena (broja godina) potrebnog za povraćaj početnog ulaganja u projekat. Ova metoda ne uključuje novčane tokove nastale po isteku roka povraćaja, pa zbog toga ne može biti pouzdano merilo profitabilnosti.

Investiciona ulaganja vraćaju se u trećoj godini ekonomskog veka projekta što ukazuje da je projekat sa ovog aspekta prihvatljiv.

ANALIZA OSETLJIVOSTI PROJEKTA

Osnovni cilj analize osetljivosti projekta jeste ponovna procena prihvatljivosti projekta ukoliko dođe do odstupanja i promene vrednosti kritičnih parametara koji utiču na njegovu efikasnost.

Osnova za analizu osetljivosti jesu informacije iz celog ekonomskog veka projekta, pa zbog toga podrazumeva dinamički pristup oceni neizvesnosti.

Kritični parametri su oni čija mala promena utiče na veliku promenu rezultata poslovanja i time utiče na opravdanost investicije. Za najčešće kritične parametre smatraju se sledeći:

- obim i plasman na prodajnom tržištu,
- prodajna cena *outputa*,
- prodajna cena *inputa*,
- visina investicionih troškova.

Proces primene analize osetljivosti projekta jeste sledeći:

1. Određivanje kritičnih parametara projekta (jednog ili više).
2. Određivanje intervala mogućeg kretanja u budućnosti.
3. Određivanje vrednosti kritičnih parametara.
4. Ocena projekta uz primenu određenih kritičnih parametara.

Primenom navedene analize planer ponovo prikazuje dinamičku ocenu projekta polazeći od novih vrednosti kritičnih parametara kako bi dobio uvid o osetljivosti projekta na promenu primenjenih vrednosti. U konkretnom slučaju nije potrebno vršiti ponovnu analizu projekta pošto su svi eliminacioni pokazatelji daleko iznad prosečnih.

ZAKLJUČNA OCENA O PROJEKTU

Na osnovu kvantitativnih i kvalitativnih podataka i informacija o proteklom poslovanju prezentovali smo konačnu ocenu razvojne sposobnosti i efikasnosti preduzeća prema sledećem.

1. Postojeće tehnološko-tehničko rešenje (korišćenje kapaciteta, kratka analiza proizvodnje, prodaje i zaliha proizvoda) je zadovoljavajuće.
2. Analiza položaja na tržištu, uspešnost organizovanja prodajnih i nabavnih aktivnosti, prilagođavanje tržišnim uslovima je uspešno i zadovoljavajuće.
3. Organizacijski i kadrovski potencijal je u potpunosti zadovoljavajuć.
4. Finansijski bonitet je solidan, preduzeće svake godine ostvaruje pozitivne rezultate i kreditno je sposobno da ulaže deo sopstvenih sredstava u nova investiciona ulaganja.

Investitor poseduje sve kadrovske, tržišne i organizacione pretpostavke za realizaciju poslovne ideje. Ove tvrdnje potkrepljuju činjenice da su dinamički pokazatelji novih ulaganja kao eliminacioni kriterijumi prihvatanja projekta zadovoljavajući, a statički pokazatelji ekonomsko-finansijske analize ukupnih postojećih i novih ulaganja u proširenje asortimana usluga ukazuju da je koeficijent efikasnosti veći; profitna marža će biti veća od postojeće, kao i reproduktivna sposobnost. Ostvare-

njem planiranih ulaganja omogućilo bi se zaposlenje i egzistencija još četiri nova radnika.

Zbirna ocena investicionog projekta sastoji se od konačne analize apsolutnih, relativnih, kvantitativnih i kvalitativnih pokazatelja finansijsko tržišne ocene i efikasnosti investicionog projekta. Pri tome, potrebno je utvrditi eliminacione, funkcionalne i deskriptivne kriterijume.

1. Eliminacioni kriterijumi:

- finansijska interna stopa rentabilnosti: **37,85%**
- neto sadašnja vrednost iznosi **3.806.000 RSD**
- vreme povrata investicionog ulaganja: ***u trećoj godini ekonomskog veka projekta***

2. Funkcionalni kriterijumi:

- likvidnost projekta: **likvidan u celom ekonomskom veku**

3. Deskriptivni kriterijumi:

- statički pokazatelji: **prihvatljivi u svim godinama ekonomskog veka**

Ocena investicionog projekta završava se donošenjem pozitivne ili negativne odluke koja stvara neophodne uslove za izvođenje i poslovanje projekta. Vreme završetka ocene ovog investicionog projekta ujedno je i vreme početka izvođenja projekta.

BUSINESS PLAN FOR CAPITAL INVESTMENT OFFSET PRINT Ltd

Pervaz Sanja

Abstract: *The business plan of "Offset print" Ltd. from Novi Sad is being done in order to undertake a new venture-investment into the machine Heidelberg GTO-52A. Within this business plan, the main business goals, corporate strategy and the subject of a business plan will be defined, while also determining the scope of business, required resources, needed technical and operating standards and required human resources. The necessary budget will also be determined, performing the analysis and assessment of financial viability. Future plans of the company, sales plan and production plan will also be the subject of this study. Our findings as the dynamic indicators of new investments as elimination criteria of acceptance of the project are satisfactory. Static indicators of economic and financial analysis of the total existing and new in-*

vestment in expanding the range of services indicate that the coefficient of efficiency is higher; profit margin will be higher than the existing as well as reproductive ability. The rating of the expected results in line with the planned investment, and the basic parameters of economic and financial analysis are all justifiable reasons for the already completed and anticipated total investments into this activity.

Key words: *Analysis of capital structure / financial analysis / financial planning*

LITERATURA

1. Brigham, E., Ehrharolt, M. (2005). *Finansijski menadžment*, Moskva, Piter
2. Brealey, R., Myers, S., Marcus, A. (2007). *Osnovi korporativnih financija*, Zagreb, Mate
3. Damodaran, A. (2007). *Korporativne finansije – teorija i praksa*, Podgorica, Modus
4. Đorđević, D. (2005). *Javne finansije*, Novi Sad, Privredna akademija
5. Đorđević, D. (2006). *Mikroekonomija – savremeni pristup*, Novi Sad, Privredna akademija
6. Đorđević, D. (2008). *Finansijska tržišta i institucije*, Beograd, Privredna akademija
7. Đorđević, D., Carić, M., Nikolić, A. (2010). *Korporativne finansije*, Novi Sad, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment
8. Ivanišević M. (2009). *Poslovne finansije*, Beograd, Ekonomski fakultet
9. Jurković, P. (1987). *Poslovne finansije*, Zagreb, Narodne novine
10. Nikolić, Z. (2010). *Metodologija naučno-istraživačkog rada*, Novi Sad, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment
11. Orsag, S. (2002). *Budžetiranje kapitala*, Zagreb, Masmedija
12. Ristić, Ž., Komazec, Z. (2006). *Finansijski menadžment*, Banja Luka, Fakultet za poslovne studije
13. Van Horne, J., Wachowicz, J. (2007). *Osnovi finansijskog menadžmenta*, Beograd, Data status
14. Veselinović, B. (1998). *Ekonomika i organizacija poljoprivrednih gazdinstava*, Subotica, Ekonomski fakultet
15. Veselinović, B., Vunjak, N. (2011). *Poslovne finansije – teorija i praksa*, Novi Sad, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment
16. Vunjak, N. (2008). *Finansijski menadžment*, Novi Bečej, Proleter

OPRAVDANOSTI ULAGANJA U PROJEKT REKONSTRUKCIJE HOTELA „NARVIK“ A.D. KIKINDA

Maksimović Marijana¹

Sažetak: Hotel „Narvik” počeo je sa radom 1980. godine. Teški uslovi privređivanja pod kojima je hotel poslovao u godinama tranzicije, nisu stvorili mogućnost da se izvrši neophodno renoviranje hotela, a samim tim nije bilo moguće odgovoriti sveobuhvatnoj turističkoj ponudi. Ovaj rad bavi se istraživanjem još uvek veoma zastupljene pojave na ovim prostorima, a odnosi se na nekada veoma uspešna preduzeća koja su u godinama tranzicije dovedena u nezavidan položaj. Takođe, cilj ovog rada jeste da ukaže na to da ovakva preduzeća, posle restrukturiranja mogu ponovo postati profitabilna. U ovom radu istražene su razvojne mogućnosti i opravdanost ulaganja u rekonstrukciju Hotela „Narvik” a. d. u cilju obezbeđenja profitabilnog poslovanja Hotela i očuvanja imidža kvalitetnog davaoca turističkih usluga. Data ocena očekivanih rezultata na osnovu izvedenih parametara ekonomsko-finansijske analize ukazuju na opravdanost ukupno nameravanih ulaganja u rekonstrukciju objekta. Ove tvrdnje potkrepljuju činjenice da su dinamički pokazatelji novih ulaganja kao eliminacioni kriterijumi prihvatanja projekta zadovoljavajući. Poslovanje Društva sa novom investicijom likvidno je u celom veku trajanja projekta, a statički pokazatelji projekcije poslovanja sa projektom i samog projekta povoljniji su od statičkih pokazatelja poslovanja pre ulaganja. Sve gorenavedeno upućuje na opravdanost investicije i neminovnost obezbeđenja sredstava iz dugoročnih tuđih izvora.

Ključne reči: investiciono ulaganje / ocena investicionog projekta / statična ocena projekta / likvidnost projekta / prag rentabilnosti / neto sadašnja vrednost / interna stopa prinosa / diskontovani period povrata

UVOD

Hotel „Narvik” u kontinuitetu posluje više od trideset godina. Teški uslovi privređivanja pod kojima je Hotel poslovao nisu stvorili mogućnost da se izvrši neop-

¹ Garancijski fond Autonomne Pokrajine Vojvodine, Novi Sad, Hajduk Veljkova br. 11,
e-mail: marijana.maksimovic@garfondapv.org.rs

hodno renoviranje Hotela, a samim tim nije bilo moguće odgovoriti sveobuhvatnoj turističkoj ponudi.

U ovom radu izvršeno je istraživanje karakteristične pojave na ovim prostorima koja se odnosi na nekada uspešna preduzeća koja su u godinama tranzicije dovedena u nezavidan položaj. Takođe, cilj ovog rada jeste da se ukaže da ovakva preduzeća, posle restrukturiranja, uspostavljanja nove misije, vizije, strateških ciljeva kao i pravilnim upravljanjem rizicima, mogu ponovo postati profitabilna.

U ovom radu istražene su razvojne mogućnosti i opravdanost ulaganja u rekonstrukciju Hotela „Narvik” a. d. **u cilju obezbeđenja profitabilnog poslovanja hotela i očuvanja imidža kvalitetnog davaoca turističkih usluga.** Izvršena je analiza finansijskih izveštaja iz prethodnih godina i konstatovano je da ne postoji slobodan sopstveni kapital iz kojeg bi se finansirala nova investicija. Sve ovo upućuje na neminovnost obezbeđenja sredstava iz dugoročnih tuđih izvora, u cilju održivog razvoja Hotela.² Urađene su projekcije bilansa uspeha i bilansa stanja i na osnovu njih sastavljen je bilans toka gotovine i izvršena njegova analiza u veku trajanja projekta.

Ukupna predračunska vrednost potrebnih ulaganja u rekonstrukciju objekta iznosi **195.221.000 dinara** od čega bi ulaganje u osnovna sredstva iznosilo **181.080.000 dinara**, a u trajna obrtna sredstva **14.141.000 dinara**. Projekcije finansijskih izveštaja urađene su za narednih 5 godina. Po svom karakteru investiciono ulaganje je rekonstrukcija i modernizacija postojećeg objekta, stoga su u izradi ekonomsko-finansijske ocene projekta – kao i u izračunavanju planiranih učinaka investicije u rekonstrukciju – poslovni prikazi urađeni dvaput, i to kao prognoza poslovanja „sa projektom” i prognoza poslovanja „bez projekta” (pretpostavka da se ne investira).

PREDMET ISTRAŽIVANJA

Hotel „Narvik” a. d. iz Kikinde **ima 101 sobu sa 178 ležajeva** i decenijama je bio najsavremenije izgrađen i opremljen hotel na celom području Vojvodine.

Hotel je imao više promena i reorganizacija u dugom veku svog poslovanja. Sadašnja pravna forma društva jeste akcionarsko društvo, koje je organizovano kao otvoreno akcionarsko društvo. Društveni kapital društva iznosi 11,48%, a privatni 88,52%.

² Finansijski izveštaji Hotela „Narvik” a. d. i detaljna ekonomsko-finansijska analiza razvojne podobnosti društva obrađena je u master radu istog autor pod naslovom Analiza razvojnih mogućnosti i opravdanosti ulaganja u projekat rekonstrukcije hotela “Narvik” a. d. Kikinda, 2012

Pretežna delatnost Hotela odnosi se na pružanje hotelskih i ugostiteljskih usluga u sopstvenom objektu, a registrovana pretežna šifra delatnosti jeste 55110.

Dugi niz godina Hotel „Narvik“ je bio jedini hotel sa 4 zvezdice u AP Vojvodini. Uprkos velikim krizama u delatnosti ugostiteljstva i hotelijerstva, Hotel „Narvik“ je uspeo da zadrži kategoriju. Otežani uslovi privređivanja pod kojima je Hotel poslovao u protekloj deceniji nisu stvorili mogućnost da se isti obnovi, odnosno da se izvrši neophodna rekonstrukcija krova i rekreacionih objekata koje ovaj hotel poseduje. Stečen poslovni renome koji Hotel ima i koji je branio i po cenu ostvarenja gubitka nije više moguće braniti bez velikih investicija u rekonstrukciju Hotela.

Važno je napomenuti da postoje tržišni preduslovi za ovakvu investiciju pošto Kikinda ima potrebe za turističkim kapacitetima. Veliki broj stranih i domaćih gostiju u privatnom i poslovnom aranžmanu poseti Kikindu. Blizina grada malograničnom prelazu sa Rumunijom i tradicionalno razvijen lovni turizam u ovom delu Banata povoljno utiču na atraktivnost Kikinde kao turističke destinacije. Poslovni turizam je takođe razvijen, što se vidi iz činjenice da su najveći korisnici usluga Hotela gosti i radnici privrednih društava: „Srbija-Gas“ Novi Sad, „Banini“ Kikinda, „Cimo“ Kikinda, „MSK“ Kikinda. Širok spektar usluga koje Hotel pruža daje mogućnost razvoju turističkih paketa namenjenih poslovnim ljudima koji su zamoreni tempom života, u vidu kratkog relaksacionog i rekreativnog odmora. Dobra lokacija Hotela omogućuje da jedan deo prihoda Hotel ostvari i putem izdavanja prostora u zakup.

Hotel „Narvik“ nema značajnu konkurenciju na području opštine Kikinda. To su restorani „Bela Vila“ i „Tri šešira“ kao i privatni ugostiteljski objekti novijeg datuma.

Prednosti Hotela „Narvik“ u odnosu na konkurenciju svakako su izgrađene poslovne veze, dugogodišnje iskustvo i tradicija u turizmu i ugostiteljstvu, lokacija objekata u samom centru grada i posedovanje rekreativnih objekata unutar Hotela (bazen, spa centar...).

Namera akcionara jeste da obezbede investitora za rekonstrukciju objekta i neophodna ulaganja u trajna obrtna sredstva. Kao potencijalne investitore, pored komercijalnih banaka akcionari vide u fondovima za razvoj i u novoj emisiji akcija.

CILJEVI I HIPOTETIČKI OKVIR ISTRAŽIVANJA

Cilj istraživanja jeste analiza razvojnih mogućnosti Hotela i analiza ekonomsko-finansijske isplativost investicije.

Naučni cilj istraživanja jeste da se izvrši naučna deskripcija i predviđanje razvojnih mogućnosti Hotela nakon izvršene rekonstrukcije.

Opšta hipoteza je: Dinamički pokazatelji novih ulaganja kao eliminacioni kriterijumi prihvatanja projekta zadovoljavaju; poslovanje Društva sa novom investicijom likvidno je u celom veku trajanja projekta, a statički pokazatelji ekonomsko-finansijske analize projekcije poslovanja sa projektom i samog projekta povoljniji su od statičkih pokazatelja poslovanja pre ulaganja.

Korišćeni su sledeći kvantitativni indikatori:

1. **statički pokazatelji:** finansijski pokazatelji likvidnosti, finansijski pokazatelji leveridža ili zaduženosti, finansijski pokazatelji pokrića, finansijski pokazatelji aktivnosti, finansijski pokazatelji profitabilnosti.
2. **dinamički pokazatelji:** neto sadašnja vrednost, interna stopa rentabilnosti, diskontovani period povrata.

Suštinski značaj analize investicionog projekta jeste u obuhvatanju detaljne analize poslovnog konteksta projekta u kojima se razmatra proizvodni plan, plan lokacije, marketing plan, finansijski plan i sl. U ovom radu više pažnje je posvećeno analizi finansijskog dela investicionog projekta, tako da su za *konstante* uzete: povoljna tržišna pozicija preduzeća, dobra prilagodljivost tržišnim uslovima, dobra organizaciona, kadrovska i vlasnička struktura, kvalitetan menadžment, integrisanost svih poslovnih funkcija preduzeća, dobra tehnološka i informaciona opremljenost, stabilna politička situacija, a iz razmatranja je isključena privremena ili trajna sprečenost realizacije projekta od strane više sile (poplava, rat, požar). *Varijable* u ovom istraživanju jesu elementi projektovanog bilansa uspeha i stanja.

PROJEKTOVANI BILANS USPEHA

Na osnovu projekcije ukupnih prihoda koji su planirani na bazi pet reprezentativnih proizvoda/usluga: noćenje sa doručkom, pun pansion, usluge restorana (ručak, večera), ostale usluge kao što su spa paketi, izdavanje poslovnog prostora i projekcije troškova³ – urađene su projekcije bilansa uspeha „**sa projektom**” i samog „**projekta**”.

³ Projekcije ukupnih prihoda i troškova poslovanja nakon investiranja prezentovani su u master radu istog autora pod naslovom Analiza razvojnih mogućnosti i opravdanosti ulaganja u projekat rekonstrukcije hotela “Narvik” a. d. Kikinda, 2012

Tabela 1. Projekcija bilansa uspeha „sa projektom” (u 000 dinara).

R. br.	Elementi	Godine projekta					
		Bilans uspeha bez projekta	2011	2012	2013	2014	2015
0	1	2	3	4	5	6	7
I	UKUPAN PRIHOD:	84.602	85.641	197.865	197.865	197.865	197.865
II	UKUPNI RASHODI: (1 + 4)	101.005	82.724	140.121	138.550	137.097	135.624
1	POSLOVNI RASHODI (2 + 3)	92.050	75.662	128.301	128.302	128.304	128.306
2	- materijalni troškovi	39.969	35.018	61.346	61.346	61.346	61.346
3	- nematerijalni troškovi (bez kamate)	52.081	40.643	66.955	66.956	66.958	66.960
III	Poslovni rashodi bez amortizacije	83.062	64.872	115.097	115.097	115.099	115.101
4	- finansijski rashodi	6.077	7.062	11.820	10.248	8.792	7.317
5	BRUTO DOBIT(I - II)	16.403	2.917	57.744	59.315	60.768	62.241
6	POREZ	0	292	5.774	5.931	6.077	6.224
7	NETO DOBIT (4 - 5) Gubitak	16.403	2.625	51.969	53.383	54.691	56.017

Izvor: Proračun autora i Bilans uspeha Hotela „Narvik”, 2009

Tabela 2. Projekcija bilansa uspeha „projekta” (u 000 dinara).

R. br.	Elementi	Godine projekta				
		2011	2012	2013	2014	2015
0	1	3	4	5	6	7
I	UKUPAN PRIHOD:	1.039	113.263	113.263	113.263	113.263
II	UKUPNI RASHODI: (1 + 4)	-18.281	39.116	37.545	36.092	34.619
1	POSLOVNI RASHODI (2 + 3)	-16.388	36.251	36.252	36.254	36.256
2	- materijalni troškovi	-4.951	21.377	21.377	21.377	21.377
3	- nematerijalni troškovi (bez kamate)	-11.438	14.874	14.875	14.877	14.879
III	Poslovni rashodi bez amortizacije	-18.190	32.035	32.035	32.037	32.039
4	- finansijski rashodi	985	5.743	4.171	2.715	1.240
5	BRUTO DOBIT(I - II)	-13.486	41.341	42.912	44.365	45.838
6	POREZ	292	5.774	5.931	6.077	6.224
7	Razlika neto dobiti	-13.778	35.566	36.980	38.288	39.614

Izvor: Proračun autora

FINANSIJSKI TOK

Likvidnost investicionog projekta definiše se kao njegova sposobnost da u svakom momentu podmiri svoje dospele finansijske obaveze. Da bi se mogla izvesti ocena likvidnosti projekta u toku njegove realizacije i eksploatacije radi se finansijski tok. On obuhvata sve izdatke i primitke tokom ukupnog veka projekta i obuhvata i izvore finansiranja i anuitete. Dakle, obuhvata sva novčana primanja i izdavanja, izuzev amortizacije, koja se akumulira i služi za otplatu obaveza i buduće investicije.

Tabela 3. Finansijski tok „sa projektom” za Hotel „Narvik” a. d. (u 000 dinara).

R. br.	ELEMENTI	0 godina	GODINE PROJEKTA				
			2011	2012	2013	2014	2015
I	UKUPNI PRIMICI	332.187	85.641	197.865	197.865	197.865	466.244
1.	Ukupan prihod		85.641	197.865	197.865	197.865	197.865
2.	Izvori finansiranja	332.187					
	– sopstveni	127.648					
	– tuđi	204.539					
3.	Ostatak vrednosti projekta						268.379
	– osnovna sredstva						244.920
	– obrtna sredstva						23.459
II	UKUPNI IZDACI	332.187	78.170	183.534	179.251	179.398	177.382
1.	Investicije	332.187					
	– u osnovna sredstva	308.728					
	– u obrtna sredstva	23.459					
2.	Poslovni rashodi (bez kamate i am.)		64.872	115.097	115.097	115.099	115.101
3.	Porez na dobit		292	5.774	5.931	6.077	6.224
4.	Obaveze prema izvorima finansiranja		13.007	62.663	58.222	58.222	56.056
III	NETO PRIMICI	-	7.471	14.331	18.614	18.467	288.862

Izvor: Proračun autora na osnovu ranijih projekcija i finansijskih izveštaja Hotela „Narvik” za 2009.

Iz finansijskog toka „sa projektom” možemo zaključiti da bi poslovanje Društva sa novom investicijom bilo likvidno u celom veku trajanja projekta, tj. da bi u svakom trenutku moglo izmiriti svoje dospele finansijske obaveze.

EKONOMSKO-FINANSIJSKA OCENA PROJEKTA

Ocena očekivanih rezultata meri se kroz osnovne parametre ekonomsko-finansijske analize koji ukazuju na opravdanost ukupno nameravanih ulaganja. Na osnovu ekonomsko-finansijske analize izrađena je kompleksna statička i dinamička ocena projekta. Statička ocena ne uzima u obzir koncept vremenske vrednosti novca, dok dinamička ocena uzima (Paunović, 1994). Statička ocena ne uzima u obzir celokupno vreme u procesu ulaganja i eksploatacije investicije, već samo jedan vremenski presek, dok dinamička ocena obuhvata celokupan period ulaganja i period eksploatacije investicionog projekta.

Za ocenu efikasnosti projekta, s obzirom da je reč o rekonstrukciji, urađena je ocena poslovanje „sa projektom” i poslovanja „projekta”.

STATIČKA OCENA

Tabela 4. Statička ocena poslovanja Društva pre i nakon ulaganja.

R. br.	POKAZATELJI			
I	POKAZATELJI PROFITABILNOSTI	„BEZ PROJEKTA”	PROJEKAT	„SA PROJEKTOM”
1.	Marža bruto profita dobit / ukupan prihod (%)	-	36,50	29,18
2.	Marža neto profita neto dobit / ukupan prihod (%)	-	31,40	26,26
3.	Stopa prinosa na ukupna sredstva (ROI) neto dobit / ukupna aktiva (%)	-	18,22	15,64
4.	Stopa prinosa na kapital (ROE) neto dobit / kapital (%)	-	251,51	36,65
5.	Akumulativnost dobit / ukupna aktiva (%)	-	21,18	17,38
II	POKAZATELJI POSLOVNE AKTIVNOSTI	„BEZ PROJEKTA”	PROJEKAT	„SA PROJEKTOM”
1.	Koeficijent obrta ukupne imovine ukupan prihod / imovina	0,65	0,58	0,60
2.	Koeficijent obrta sredstava ukupan prihod / prosečna obrtna sredstva	5,46	8,01	8,43

III	POKAZATELJI FINANSIJSKOG LEVERIDŽA	„BEZ PROJEKTA”	PROJEKAT	„SA PROJEKTOM”
1.	Stepen sopstvenog finansiranja kapital / pasiva (%)	42,00	7,24	42,68
2.	Udeo dugoročnih izvora u uk. izvorima sopstveni kapital + dugoročne obaveze / pasiva (%)	57,00	100,00	97,19
3.	Koeficijent zaduženosti pozajmljena sredstva / sopstveni izvori	1,35	12,81	1,34
IV	POKAZATELJI POKRIĆA DUGA	„BEZ PROJEKTA”	PROJEKAT	„SA PROJEKTOM”
1.	Koef. pokrića finan. rashoda na ime kamata bruto dobit + rashodi kamata / rashodi kamata	-	8,20	5,89
V	OSTALI POKAZATELJI	„BEZ PROJEKTA”	PROJEKAT	„SA PROJEKTOM”
1.	Učešće troškova materijala direk. materijal / ukupan prihod	33,00	18,87	31,00
2.	Koeficijent efikasnosti ukupan prihod / ukupan rashod (%)	0,91	2,90	1,41

Izvor: Proračun autora

U statičkoj oceni korišćeni su podaci iz projekcije bilansa uspeha i finansijskog toka za optimalnu (drugu) godinu u ekonomskom veku projekta.

METODA PRAGA RENTABILNOSTI

Funkcionalnu održivost projekta meri analiza praga rentabilnosti. Pod pragom rentabilnosti projekta podrazumeva se minimalna iskorišćenost kapaciteta pri kojoj projekat postaje rentabilan. Kako svaki projekat ima fiksne i varijabilne troškove, projekat postaje isplativ tek kad iskorišćenost kapaciteta dostigne takav nivo da su prihodi od projekta pokriveni rashodi (uključujući i rashode finansiranja) (Stojanovski, 2009, str. 36). Prelomna tačka rentabilnosti urađena je za svaku godinu u ekonomskom veku „sa projektom” radi realnijeg sagledavanja ukupno potrebne uposlenosti ukupnih kapaciteta.

Tabela 5. Prag rentabilnosti „sa projektom“ za projekat rekonstrukcije Hotela „Narvik“ (u 000 dinara).

R. br.	Opis	God. veka projekta				
		2011	2012	2013	2014	2015
1.	Ukupan prihod od prodatih proizvoda	85.641	197.865	197.865	197.865	197.865
2.	Varijabilni troškovi	31.678	55.453	55.453	55.453	55.453
3.	Fiksni troškovi ukupni	51.046	84.668	83.097	81.644	80.171
4.	Kontribucija (prihodi – varijab. tr.)	53.963	142.412	142.412	142.412	142.412
5.	Prelomna tačka rentabilnosti (fiksni troškovi / kontribucija) x 100 (%)	94.59	59.45	58.35	57.33	56.30

(fiksni troškovi: gorivo 5%, el. energija, voda 5%, grejanje 5%, troškovi zarada – 5 NKV radnika)

Izvor: Proračun autora

DINAMIČKA OCENA

Pomoću tehnike diskontovanja izračunavaju se dinamički kriterijumi koji znatno realnije pružaju mogućnost za analiziranje ocene opravdanosti realizacije projekta. U dinamičkoj oceni utvrđuje se rentabilnost projekta. Rentabilnost investicionog projekta sagledava se iz ekonomskog toka koji sadrži informacije o ekonomskom potencijalu projekta. U analizi rentabilnosti koriste se sledeći kriterijumi: vreme povrata investicionih ulaganja, neto sadašnja vrednost projekta, interna stopa rentabilnosti projekta.

EKONOMSKI TOK

U ekonomskom toku neto primici dobijeni su kao razlika između ukupnih primitaka i izdataka koje stvara projekat u ekonomskom veku. Metoda ekonomskog toka razlikuje se od metode finansijskog toka zato što nisu uključene one stavke koje predstavljaju vremenski finansijske transakcije. Među prilivima to su sva sredstva izvora finansiranja investicionog programa, a među izdacima anuiteti vezani za povrat obaveza po kreditima. U projekcije finansijskog i ekonomskog toka uključuju se pretpostavke iz bilansa uspeha, kao i ostatak vrednosti projekta koji ostaje nakon njegovog ekonomskog veka.

Tabela 6. Ekonomski tok „sa projektom” – Hotel „Narvik” a. d. (u 000 dinara).

R. br.	ELEMENTI	0 godina	GODINE PROJEKTA				
			2011	2012	2013	2014	2015
0	1	2	3	4	5	6	7
I	UKUPNI PRIMICI	0	85.641	197.865	197.865	197.865	466.244
1.	Ukupan prihod	0	85.641	197.865	197.865	197.865	197.865
2.	Ostatak vr. projekta						268.379
	– osnovna sredstva						244.920
	– obrtna sredstva						23.459
II	UKUPNI IZDACI	332.187	72.226	132.691	131.277	129.969	128.643
1.	Investicije	332.187					
	– u osnovna sredstva	308.728					
	– u obrtna sredstva	23.459					
2.	Poslovni rashodi (bez amort.)		71.934	126.916	125.345	123.892	122.419
3.	Porez na dobit		292	5.774	5.931	6.077	6.224
III	NETO PRIMICI	-332.187	13.415	65.174	66.588	67.896	337.601

Izvor: Proračun autora

Tabela 7. Ekonomski tok „bez projekta” – Hotel „Narvik” a. d. (u 000 dinara).

R. br.	ELEMENTI	0 godina	GODINE PROJEKTA				
			2011	2012	2013	2014	2015
0	1	2	3	4	5	6	7
I	UKUPNI PRIMICI	0	84.602	84.602	84.602	84.602	173.453
1.	Ukupan prihod	0	84.602	84.602	84.602	84.602	84.602
2.	Ostatak vr. projekta						88.851
	– osnovna sredstva						79.533
	– obrtna sredstva						9.318
II	UKUPNI IZDACI	137.002	89.801	89.462	89.242	89.179	89.139
1.	Investicije	137.002					
	– u osnovna sredstva	127.684					
	– u obrtna sredstva	9.318					
2.	Poslovni rashodi (bez amort.)		89.801	89.462	89.242	89.179	89.139
3.	Porez na dobit		0	0	0	0	0
III	NETO PRIMICI	-137.002	-5.199	-4.860	-4.640	-4.577	84.314

Izvor: Proračun autora na osnovu finansijskih izveštaja Hotela „Narvik”

Tabela 8. Ekonomski tok „projekta” – Hotel „Narvik” a. d. (u 000 dinara).

R. br.	Opis	2011	2012	2013	2014	2015
1.	Neto primici sa projektom	13.415	65.174	66.588	67.896	337.601
2.	Neto primici bez projekta	-5.199	-4.860	-4.640	-4.577	84.314
3.	Razlika neto primitaka (1-2)	18.614	70.034	71.228	72.473	253.287

Izvor: Proračun autora

METODA VREMENA POVRATA INVESTICIONIH ULAGANJA

Rok povraćaja (*PBP*) investicionog ulaganja projekta pokazatelj je vremena potrebnog za povraćaj početnog ulaganja u projekat (Đorđević, Carić, Nikolić, 2010, str. 218). Period povraćaja investicionih ulaganja predstavlja jedan od najrasprostranjenijih pokazatelja efikasnosti investicionog ulaganja, pre svega zbog svoje jednostavnosti i logičnosti. On predstavlja vreme koje je potrebno da se novostvorenim novčanim prilivima nadoknade ukupno izvršena ulaganja u osnovna i obrtna sredstva. Pravilo metode povraćaja glasi da projekat treba prihvatiti ukoliko je očekivani period povraćaja kraći od normativnog perioda (Brili, Majers i Markus, 2009, str. 187). Metoda povraćaja ne uključuje novčane tokove nastale posle roka povraćaja početnog ulaganja, a takođe je faktor vremenske vrednosti novca zanemaren. U tom kontekstu, rok povraćaja koristi se kao pomoćni model analize.

Tabela 9. Vreme povrata investicionih ulaganja „projekta” – Hotel „Narvik” a. d. (u 000 dinara).

Godina u veku projekta	Neto vrednost Primitaka	Nepokriveni deo investicije
1	2	3
0		-195.221
1	18.614	-176.607
2	70.034	-106.573
3	71.228	-35.345
4	72.473	37.128
5	2053.287	290.415
ukupno	485.636	290.415

Izvor: Proračun autora

Vreme povrata investicionog ulaganja „projekta” jeste 3 godine i 6 meseci.

METODA NETO SADAŠNJA VREDNOST INVESTICIONOG PROJEKTA

Neto sadašnja vrednost (*NPV*) takođe predstavlja sistem diskontovanog novčanog toka o kapitalnom budžetiranju. Neto sadašnja vrednost novčanih tokova investicionog projekta jeste sadašnja vrednost neto novčanih tokova (*CFs*) iz projekta, umanjena početnim izdatkom novca iz projekta i ima sledeći oblik:

$$NPV = \frac{CF_1}{(1+k)^1} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+k)^n} - ICO$$

Simbol *k* u navedenoj jednačini označava zahtevanu stopu prinosa (Van Horne i Wachowicz, 2007, str. 323).

Ukoliko je neto sadašnja vrednost projekta jednaka nuli ili veća od nule, projekat je prema proceni isplativ i treba ga prihvatiti. Ako je neto sadašnja vrednost projekta manja od nule, projekat je rizičan i treba ga odbaciti.

Indeks profitabilnosti (*PI*) ili racio koristi i troška projekta predstavlja odnos sadašnje vrednosti budućih neto novčanih tokova i početnog izdatka novca.

$$PI = \left(\frac{CF_1}{(1+k)^1} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+k)^n} \right) / ICO$$

Investicioni projekat treba prihvatiti ukoliko je indeks profitabilnosti jednak 1 ili je veći od 1. *NPV* uvek daje pravilno rangiranje projekata kod uzajamno isključivih projekata, dok metod interne stope prinosa to ne daje. Takođe, metoda neto sadašnje vrednosti uzima u obzir razlike u veličini i u veku trajanja svake investicije (Van Horne, Wachowicz, 2007, str. 331).

Tabela 10. Neto sadašnja vrednost „projekta” – Hotel „Narvik” a. d. (u 000 dinara).

ELEMENTI	„O“	GODINE					Kumu- lativ
		2011	2012	2013	2014	2015	
1	2	3	4	5	6	7	9
Neto primici iz ekonomskog toka	195.221	18.614	70.034	71.228	72.473	253.287	485.636
Diskontna stopa		10	10	10	10	10	
Diskontni faktor		0,909	0,826	0,751	0,683	0,621	
Sadašnja vrednost neto primitka		16.920	57.848	53.492	49.499	157.291	335.051
Neto sadašnja vrednost projekta							139.830
Indeks profitabilnosti	1,72						

Izvor: Proračun autora

Primenom diskontne stope od 10% dobijena je neto sadašnja vrednost „projekta” od **139.830 dinara**, a indeks profitabilnosti je veći od 1 i iznosi 1,72.

METODA INTERNE STOPE RENTABILNOSTI (PRINOSA)

Interna stopa prinosa (*IRR*) na investicioni projekat jeste diskontna stopa kojom su izjednačene sadašnja vrednost očekivanih neto tokova novca (CF_t) sa početnim izdatkom novca *ICO*.

$$ICO = \frac{CF_1}{(1 + IRR)^1} + \frac{CF_2}{(1 + IRR)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1 + IRR)^n}$$

Ako je interna stopa prinosa veća od zahtevane stope, projekat je prihvatljiv, ako nije projekat se odbija (Van Horne, Wachowicz, 2007, str. 321). Interna stopa meri profitabilnost projekta. Mnogi menadžeri mogu lakše dočarati i interpretirati internu stopu prinosa nego neto sadašnju vrednost. Pravilo stope prinosa daje isti odgovor kao i neto sadašnja vrednost sve dok neto sadašnja vrednost projekta pada s povećanjem diskontne stope. Ako se sa povećanjem diskontne stope povećava *NPV*, pravilo stope prinosa je obrnuto. Takođe, kada se pojavljuju višestruke promene u znaku novčanih tokova, *IRR* pravilo ne funkcioniše. *IRR* ne pokazuje koji projekat najviše uvećava vrednost kompanije. Projekti koji imaju dobru stopu prinosa tokom dugog perioda često imaju veći *NPV* od onih koji imaju visoku stopu prinosa, ali ne traju dugo (Brili, Majers i Markus, 2009, str. 191–195).

Interna stopa prinosa – *IRR* može se izračunati i postupkom pokušaja i greške.

Tabela 11. Interna stopa prinosa „projekta” – Hotel „Narvik” a. d. (u 000 dinara).

Godina	POSLEDNJA POZITIVNA			PRVA NEGATIVNA		
	Neto primici ekonomskog toka	Diskontna stopa	Sadašnja vrednost neto primitaka	Neto primici ekonomskog toka	Diskontna stopa	Sadašnja vrednost neto primitaka
		10,0%	(2 x 3)		40%	(5 x 6)
1	2	3	4	5	6	7
		1,10			1,40	
		Diskontni faktor			Diskontni faktor	
0	0					
0	-195221	1	-195.221	-195,221	1	-195.221
2011	18.614	0,909091	16.922	18,614	0,714286	13.296
2012	70.034	0,826446	57.879	70,034	0,510204	35.732
2013	71.228	0,751315	53.515	71,228	0,364431	25.958
2014	72.473	0,683013	49.500	72,473	0,260308	18.865
2015	253.287	0,620921	157.271	253,287	0,185934	47.095
NPV			139.866			-54.276

Izvor: Proračun autora

IRR „projekta” iznosi 31,62%.

$$P_r = P_p + \frac{S_o^p (P_n - P_p)}{S_o^p - S_o^n}$$

Matematički izraz Interne stope rentabilnosti glasi:

P_r = Interna stopa rentabilnosti

P_p = Diskontna stopa uz koju je sadašnja vrednost poslednji put pozitivna

P_n = Diskontna stopa uz koju je sadašnja vrednost projekta prvi put negativna

S_o^p = Sadašnja vrednost projekta uz diskontnu stopu p

S_o^n = Sadašnja vrednost projekta uz diskontu stopu n

DISKONTOVANA METODA VREMENA POVRATA INVESTICIONIH ULAGANJA

Diskontovani period povraćaja daje informaciju o tome koliko je vremena potrebno diskontovanim prilivima (iz ekonomskog toka) da pokriju ukupnu predračunsku vrednost potrebnih ulaganja. Ovaj kriterijum prevazilazi osnovnu slabost statičkog perioda povraćaja, budući da uzima u obzir koncept vremenske vrednosti novca.

Vreme povrata investicionih ulaganja jeste vreme potrebno da prihodi od projekta pokriju sve investicione troškove, ukoliko je to vreme u ekonomskom veku projekta, kriterijum je zadovoljavajući.

Tabela 12. Diskontovani period povrata investicionih ulaganja „projekta” – Hotel „Narvik” a. d. (u 000 dinara)

Godina u veku projekta	Neto vrednost primitaka	Nepokriveni deo investicije
1	2	3
0		-195.221
1	16.920	-178.301
2	57.848	-120.453
3	53.492	-66.961
4	49.499	-17.462
5	157.291	139.830
ukupno	335.051	133.081

Izvor: Proračun autora

Diskontovani period povrata „projekta” iznosi 4 godine i 1 mesec.

UKUPNA OCENA O PROJEKTU

Zbirna ocena investicionog projekta sastoji se od konačne analize apsolutnih, relativnih pokazatelja i ekonomsko-fnansijske ocene.

Pri tome je potrebno utvrditi eliminacione, funkcionalne i statičke kriterijume (Stojanovski, 2009, str. 36).

1. Eliminacioni faktori: interna stopa rentabilnosti, neto sadašnja vrednost, vreme povrata investicionog ulaganja.
2. Funkcionalni kriterijumi: likvidnost projekta, prag rentabilnosti.
3. Deskriptivni kriterijumi: statički pokazatelji.

Ukoliko samo jedan eliminacioni kriterijum nije zadovoljen, projekat ne može biti prihvaćen.

Ocena očekivanih rezultata je u skladu sa planiranim ulaganjem, a osnovni parametri ekonomsko-finansijske analize ukazuju na opravdanost ukupno nameravanih ulaganja u rekonstrukciju objekta, merene kroz statičke, funkcionalne i dinamičke pokazatelje efikasnosti investicionog ulaganja.

Statički pokazatelji koji se odnose na pokazatelje efikasnosti budućeg poslovanja izuzetno su povoljni kao i pokazatelj neto profitne marže na nivou od 31,04%. Stopa prinosa na ukupna sredstva (*ROI*) je na nivou od 18,22% u godini optimalnog vršenja usluga.

Period povrata investicionih ulaganja predstavlja jedan od najrasprostranjenijih pokazatelja efikasnosti investicionog ulaganja. U ovom projektu period povrata iznosi **tri godine i šest meseci** što je veoma dobar indikator.

Iz finansijskog toka možemo zaključiti da bi poslovanje Društva sa novom investicijom bilo likvidno u celom veku trajanja projekta, tj. da bi u svakom vremenu moglo izmiriti svoje dospele finansijske obaveze.

Najznačajniji **dinamički pokazatelji** efikasnosti ulaganja sagledavaju se kroz metod:

- *Neto sadašnja vrednost* pokazuje koliko se može zaraditi ulaganjem u dati projekat uz diskontnu stopu od 10%. Primenom ove stope dobijena je neto sadašnja vrednost od **139.830,00 dinara**. To je vrednost koja se stvara u prvih pet godina ekonomskog veka projekta nakon povrata ukupno izvršenih ulaganja. Ovaj apsolutni pokazatelj je izuzetno povoljan.
- *Interna stopa prinosa* predstavlja onu diskontnu stopu koja neto sadašnju vrednost projekta izjednačava sa nulom. Projekat se uglavnom prihvata ukoliko je interna stopa prinosa veća od kamatne stope po kojoj je pozajmljen kapital, odnosno od stvarne diskontne stope. *IRR* iznosi **31,62%** i znatno je veća od diskontne stope od 10%. To znači da bismo prilive i odlive ovog projekta morali da diskontujemo stopom od 31,62% da bismo spustili vrednost *NPV* na nulu. Po kriterijumu interne stope prinosa projekat je prihvatljiv.
- *Diskontovani period povraćaja* daje informaciju o tome koliko je vremena potrebno diskontovanim prilivima da pokriju ukupnu predračunsku vrednost potrebnih ulaganja. **Diskontovani period povrata iznosi četiri godine i jedan mesec** i mnogo je realniji od statičkog perioda povrata. Bez obzira što je diskontovani period povrata duži, zaključak ostaje isti. Projekat

je u stanju da u veoma kratkom roku nadoknadi ukupna ulaganja i sa tog stanovišta je prihvatljiv.

Prema izvedenim pokazateljima možemo zaključiti da je hipoteza potvrđena.

Sve gorenavedeno upućuje na neminovnost obezbeđenja sredstava iz dugoročnih tuđih izvora, a u cilju ostvarivanja osnovnog cilja društva koji se ogleda u povećanju obima i asortimana usluga i u održivom razvoju Hotela „Narvik”.

Ostaje otvoreno pitanje obezbeđivanja tuđih izvora finansiranja neophodnih za realizaciju ovog projekta, tj. obezbeđenje finansijera koji će ući u ovaj projekat.

INVESTMENT JUSTIFICATION OF RECONSTRUCTION PROJECT OF THE HOTEL “NARVIK” AD KIKINDA

Maksimovic Marijana

Abstract: *Hotel “Narvik” opened for work in 1980. Difficult economic conditions in the years of transition were unfavorable for the necessary renovations of the hotel and so it was not possible to provide an adequate response to the touristic demand. This research study deals with the still evident difficult situation of some formerly successful companies that experienced real hardship in the times of transition. Furthermore, the aim of this paper is to point to the fact that such companies can become profitable again after the necessary restructuring. This paper presents research into development potentials and justifiable investments into the reconstruction of the “Narvik” hotel, aiming at achieving profitability and regaining the image of a hotel offering high quality touristic service. The given assessment of expected results, based on relevant economic and financial parameters, justify the planned investments into the reconstruction of this object. These claims support the facts saying that the dynamic indicators of new investments as the criteria for project acceptance are satisfactory. The business operations of the Company with new investments are liquid throughout the project duration, while static indicators of business projections are more favorable than the static indicators of business operations prior to investing. All the above mentioned facts prove the investments justified, while also stressing the necessity for finding external long-term financial resources.*

Key words: *investments / investment project assessment / static project assessment / project liquidity / profitability threshold level / present net value / internal income rate / discounted return period*

LITERATURA

1. Berman, K., Najt, Dž. (2007). *Finansijska inteligencija*, ASEE books
2. Bjelica, V., Raičević, B., Radmilović, S., Babić, B., Radičević, M. (2001). *Finansije teorija i praksa*, Novi Sad, Budućnost
3. Brili, Majers, Markus (2009). *Osnovi korporativnih finansija*, Beograd, Mate
4. Damodaran, A. (2007). *Korporativne finansije: teorija i praksa*, Podgorica, Modus
5. Dugalić, V. (2001). *Cena akcija*, Beograd, Stubovi kulture
6. Đorđević, D., Carić, M., Nikolić, A. (2010). *Korporativne finansije*, Novi Sad, Fakultet za ekonomiju i menadžment
7. Gaughan, P., Merger (1996). *Acquisitions and Corporate Restructuring*, John Wiley & Sons Inc.
8. Hull, J. C. (2007). *Risk Management and Financial Institutions*, Pearson/Prentice Hall
9. James, L. (2003). *Enterprise Risk Management*, New Jersey, John Wiley & Sons
10. Karavidić, S., Ivković, S., Kosarkoska, D. (2011). *Osnovi finansijskog menadžmenta*, Beograd, Viša poslovna škola za poslovnu ekonomiju i preduzetništvo
11. Kerzner, H. (2003). *Project Management: A Systems Approach to Planning, Scheduling, and Controlling* (8th ed.), John Wiley & Sons
12. Krasulja, D., Ivanišević, M. (2004). *Poslovne finansije*, Beograd, Ekonomski fakultet
13. Maksimović, M. (2012). *Analiza razvojnih mogućnosti i opravdanosti ulaganja u projekat rekonstrukcije hotela „Narvik” AD Kikinda*, Master rad, Novi Sad, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment
14. Meredith, J., Shafer, S., Turban, E. (2002). *Quantitative Businessmodeling*, South-western Thompson Learning
15. *Metodologija za izradu poslovnih planova, osnovna uputsva, urađeni primeri i osnovne procedure rada* (2005). Novi Sad, Centralna kancelarija Fonda
16. Nikolić, S. Z. (2010). *Metodologija naučno-istraživačkog rada*, Novi Sad, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment
17. Paunović, B. (2006). *Ekonomika preduzeća*, Beograd, Ekonomski fakultet
18. Paunović, B. (1994). *Investicione odluke preduzeća u uslovima grupnog upravljanja*, Beograd, Ekonomski fakultet
19. *Project Management Institute: A Guide to the Body of Knowledge* (3rd ed.) (2004). Pennsylvania, PMI
20. Rodić, J. (1991). *Teorija i analiza bilansa*, Beograd, Ekonomika
21. Rodić, J. (1991). *Poslovne finansije*, Beograd, Ekonomika

22. Stevanović, N. (2006). *Upravljačko računovodstvo*, Beograd, Ekonomski fakultet
23. Stojanovski, Đ. (2009). Ocena rentabilnosti i rizičnosti projektnog finansiranja. *Bankarstvo*, (5–6), 30–51.
24. *Uputstvo za izradu poslovnog plana po metodologiji Fonda za razvoj AP Vojvodine* (2005). Novi Sad, Centralna kancelarija Fonda
25. Van Horne, Wachowicz, (2007). *Osnovi finansijskog menadžmenta*, Beograd, Datastatus
26. Veselinović, B., Vunjak, N. (2011). *Poslovne finansije – teorija i praksa*, Novi Sad, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment
27. Vukosavljević, D., Kvirgić, G., Miletić, S. (2011). *Upravljanje investicijama*, Beograd, Viša poslovna škola za poslovnu ekonomiju i preduzetništvo
28. Weston, J. F., Siu, J. A., Johnson, B. A. (2001). *Takeovers, Restructuring and Corporate Governance*, Prentice Hall
29. Zakon o računovodstvu i reviziji, *Službeni glasnik RS*, br. 46/2006
30. Zakon o računovodstvu i reviziji, *Službeni glasnik RS*, br. 111/2009
31. Zakon o registraciji privrednih subjekata, *Službeni glasnik RS*, br. 125/2004
32. www.economy.rs
33. <http://www.srbija.travel/destinacije/52-vikenda-u-srbiji/kikinda-becej-novi-becej/>
34. <http://www.visitserbia.org/i2.php?modid=442&p=readdesc&inford=161&portalid=>
35. <http://www.serbiatouristguide.com/live/Destinations/Towns/Kikinda>
36. <http://en.wikipedia.org/wiki/Kikinda>

BARILLA'S ENTRANCE INTO CHINA Global Human Resource Management

Babic Una¹

Abstract: *The purpose of this paper is to analyze the main human resource management issues related with Barilla's establishment of production facilities and offices in China. In the last decades, China's opening has attracted a wave of multinational corporations from every corner of the world to enter the market in different forms. However, along with the increasing presence of foreign companies problems concerning the human resources practices in these firms increased as well. When a company like Barilla wants to enter Chinese market, the greatest challenges certainly come from cultural differences, regulatory environment and specific business landscape in China. As such, a closer attention will be paid on HR practices related to Joint Venture, namely: recruitment, dismissal, remuneration and training. Hofstede's model of Cultural Distance will be applied in order to examine existing differences between the Italian and Chinese culture, which can represent both treats and opportunities for Barilla. Nevertheless, cross-cultural teams are presented as a recommended solution for Barilla since their development and implementation should foster company's growth and accelerate its success in the global arena.*

Key words: *human resource management / China's market/ entry strategy / Joint Venture / cultural differences / Hofstede's cultural dimensions / multinational companies / recruitment / dismissal / remuneration and training*

INTRODUCTION

China's opening has attracted a wave of multinational corporations from every corner of the world to enter the market in different forms. However, along with the increasing presence of foreign companies, problems concerning the human resources practices in these firms increased as well. The following paper aims to

¹ Norges Handelshøyskole (Norwegian School of Economics and Business Administration)
Statoil ASA, Stavanger, Norway, e-mail: una.babic@gmail.com

analyze the main human resource management issues related with Barilla's establishment of production facilities and offices in China.

BARILLA

History

Barilla is one of the most important Italian food companies. Being established in 1877 in Parma, Italy by Pietro Barilla, this multinational Pasta maker is privately held and remains in the fourth generation of Barilla family ownership. Other trademarks held by the Barilla are Mulino Bianco, Pavesi, Voiello, Alixir and Academia Barilla. Barilla is the world's leading pasta maker, holding 40–45% of the Italian market and 25% of the US market. Barilla produces every year 4,000 tons of dried pasta in over 120 shapes and sizes. It is also the leading seller of bakery products in Italy. High quality products sold at affordable prices characterize the brand. Further, Barilla is known as a creative and innovative firm that invests a lot in advertisement.

In the 90's, this firm started its internationalization process through the acquisition of foreign companies as the Swedish Wasabröd, the Greek Misko, the Turkish Filiz or the Mexican Yemina and Vesta. The commercial slogan varies from country to country. In Italian it is "Dove Barilla casa" while in the US the slogan is Barilla: "The choice of Italy". In France they use "Les pâtes préférées des Italiens" while in Russia the exact translation of the Italian slogan is used.

Markets and Results

This Italian company is present in four different continents:

Europe	America	Asia	Oceania
Austria, Belgium, France, Germany, Greece, Italy, Norway, Netherlands, Poland, Russia, Slovenia, Sweden, Switzerland, Turkey	United States of America, Mexico, Brazil	Japan	Australia

The results for 2009 are:

Sales:	Production	EBITDA	Debt	Market Position
€4,171 m.	2,519,000 t.	€527 m.	€877m (Stable)	Global: Pasta leader with €3.2bn sales Italy: market leader in bakery products US: Strengthened market leading position Germany: leader in the bread market

Human Resource Management

With 9,500 employees worldwide working in the Barilla organization every day, the company pays a lot of attention to its personnel since they represent the key factor for the company's success. In order to demonstrate this commitment to responsible employment, the firm pursues human resources excellence standards. To do so, it doesn't narrow the focus to just wages or child labour, but establishes a broader perspective of caring about people and their development in general.

This is strongly related to the skills and motivation of the personnel. For the company, this aspect is more important than many other business aspects like advertising or promotions. Furthermore, a very important characteristic of this Italian firm is the promotion of its employees' integration and skills through the development of both national and international programs that find the best ways to advance their welfare and ensure their health and safety.

The continuous investments in its employees' wellbeing and development are addressing five general categories: leadership development, talent scouting, training, assessment and career development. Each of the categories will be treated in more detail below.

Leadership Model

The leadership model builds on the distinguishing values of Barilla: intellectual curiosity, passion, trust, integrity and courage. Being anchored in Barilla's culture and values, it is meant to inspire the business strategy. The model is being conducted in three main categories, being Group Wide, Management and Visionary. Group Wide comprises the basic leadership skills for new employees and professionals; Management encompasses the leadership skills required for those in roles of average complexity, who manage one or more individuals, or those in highly specialized roles; and finally, Visionary consists of the leadership skills for those who hold highly complex corporate positions.

Talent Scouting

Acknowledging that talent is the future of the company, one of Barilla's main human resource aims is 'to attract and develop individuals with leadership talent who can make a difference and lead change. Typically, the entry path for talent is through an internship, which is a 6 months training programme with the objective of acquiring extensive experience in a specific business area.

Barilla offers challenging internships and graduate opportunities across the firm Global Team to support Barilla's organization through continuous change. Concerning the recruitment of talents, the company selects its future employees based on how suitable they are both for a specific job and for the company's future. Key aspects for the recruitment process are the understanding of people's values, motivations, leadership and operating styles.

Barilla recruits from all degrees into all of its business areas and job families. The firm is looking for new graduates who share the company's culture of personal initiative, courage, intellectual curiosity and passion. What Barilla offers to its new employees is the possibility to work with talented professionals from a wide range of backgrounds. Due to this, newly recruited talents contribute to challenging and rewarding projects and make a difference for the company's consumers.

Training

In 2006, Barilla created a Laboratory for Food Culture (LAB) with the aim of managing all corporate training activities and increasing the leadership profiles of the firm employees. A corporate awareness programme is undertaken with particular focus on corporate identity, business processes, key specialist areas and individual leadership development. One off aims is to develop the skills necessary to lead the business towards its current and future objectives. A technical and managerial training plan is defined in a way that accompanies the growth of individuals and to ensure they are equipped to take on more responsibility. In addition, Barilla America was awarded the Corporate University Best in Class (CUBIC) in October 2008, taking third place among the most promising Learning Centres.

Assessment and Career Development

Each Barilla manager is required to take part in an annual Performance Management process, which is guided by the overall business objectives assigned from the Managing Director downwards based on the strategic aims for the year. Managers and employees meet during the year to discuss objectives, leadership and working skills. In order to achieve growth within the company, career development is managed by the Human Resources department and driven by top management. The professional path entails the progressive development of the skills required to achieve growth in a particular business area, encouraging cross department experience and, given increased Group expansion, international secondments.

Diversity

Although not mentioned as a general category, diversity is also treated here due to the extensive activities of Barilla in this area. During the last years, the number of women employed in managerial positions strongly increased. In Italy, 25% of managers are female and contracting people from different cultural backgrounds, with different ages and ideas is also becoming increasingly important for the company. Thanks to the introduction of flexible timetables and part time contracts, Barilla makes it easier for women to manage the conciliation between work and private life. However, the conditions differ from country to country. For instance, in Italy 4% of total employees are part time while in the US, Barilla offers to take a half day off each week, working 9 hours per day in the remaining 4 days. In Sweden, parents with young children may arrive later and leave earlier, making up for the missed hours from home. Overall the company seems to have a leading role in this area, which is typical for the human resource strategy.

MARKET OPPORTUNITY ANALYSIS

The Chinese were noodle masters a long time ago. The oldest pasta or noodle like food dates back to over 4000 years. The first dried noodles were found in Qinghai (Shandong province), China. Today, noodles represent an essential part of the staples and ingredients in the Chinese cuisine².

Market Figures

The global market for pasta is estimated to reach 17.9 billion tons by 2015. Especially, branded pasta is Expected to grow. Increased consumption is mainly driven by the nutritional content, versatility and easy way of preparation. The popularity in the foodservice industries on the other hand encourages consumers to prepare pasta at home. Even though the Chinese consumption of pasta (excluding noodles) with only 3730 tons in 2010 is quite small, it went up by 5% compared to 2009. Between 2003 and 2008 the market for pasta and noodles increased annually at a rate of 18.3%. Dried pasta/noodles account for approximately 93% of the dried food market, which grew at a 9.9% rate during 2004 and 2009³.

² http://news.nationalgeographic.com/news/2005/10/1012_051012_chinese_noodles.html

³ <http://www.foodproductdesign.com/news/2010/04/global-pasta-market-booming.aspx>

Trends and Markets

- Increasing presence through increased availability at supermarkets/hypermarkets
- Pasta accepted as a substitute for rice, creating opportunities for new products and growth Targeted at higher income consumers: Rapidly growing middle class makes pastamore affordable and increases willingness to buy high quality products
- Increasing popularity of Western cuisine
- Strong preferences for dried pasta
- Spaghetti is the most known type of pasta
- Pasta is mainly imported from Italian suppliers and sold at premium prices
- Consumers prefer premium price products over private label products⁴

Competitive Environment

Leading players in the market are especially Taiwanese listed manufacturers as Tingyi Holding Corp., Nissin Food Products Co Ltd and Uni President Enterprises Corp. Some of them even have joint ventures. The main players in the market are aggressively expanding in China and are also presented in neighboring countries as Japan or Korea. However, these manufacturers mainly focus on instant noodles, bakeries and beverages. With a 36% retail share, Barilla is already the leading brand in Hong Kong's pasta market. The main foreign competitors are Dolmio, San Remo and Buitoni.⁵

Market Challenges

China's population of over 1.3 billion people, the growing purchasing power and increasing demand for pasta and noodles offer great opportunities to penetrate the market and even expand to neighboring countries. However, these opportunities are coupled with some major challenges which will be discussed below as 'the size effect', growth, and legal requirements.

The Size Effect

Given China's size and diversity it is essential to break down the market into sub-markets since China can't be treated as one single market itself. The approach to this can be divided in differences in distribution, consumer habits, and income.

⁴ <http://www.pr-inside.com/recently-released-market-study-pasta-r1717192.htm>

⁵ <http://www.ats.agr.gc.ca/asi/4323-eng.htm>

Distribution/ Logistics

With a territory of approximately 9.6 million square meters it might become difficult or even unprofitable to deliver pasta to remote areas, as to South-West China. However, an extensive network of distribution channels is required to reach the consumer base in super/ hypermarkets or independent food stores and thus maintain the convenience of buying pasta.⁶

Consumer Habits

Due to the huge size of China, consumer taste and habits vary significantly from province to province. Beside the Han, there are 55 other ethnic groups. The main challenge is to make the different consumers shift away from their own traditional recipe, especially in those areas where dried pasta and other Western cuisine have low awareness.⁷

Income Dispersion

The fact that branded pasta as Barilla is sold at premium prices might alienate a large portion of the Chinese population. For example, in 2005 the disposal income of Chinese people in the western parts of the country represented 66.7% of that of the east. This coupled with low cost Chinese manufacturers may cause price pressure in some areas.⁸

Growth

Even though the expected growth rates seem quite prospering it might be not enough to cover the huge costs as for example the construction of a production facility and setting up a nationwide distribution network. This may delay the break even and even cause financial constraints.

Legal Issues

Although China has an “Open Door Policy”, it clearly favor’s joint ventures to drive local development. This, however, may shift too much control to the partner. Other concerns are problems with intellectualproperty ownership and governmental influence. More detailed information regarding the form of entry can be found in the chapter on entry strategy.

⁶ <http://en.cnta.gov.cn/travelinchina/forms/travelinchina/Chinainbrief.shtml>

⁷ <http://www.globaled.org/curriculum/china/ethnic.htm>

⁸ www.networkideas.org/ideasact/jun07/...07/xie_jing.ppt

ENTRY STRATEGY

Point of Entry

As previously mentioned, China cannot be considered as one single market. Therefore, we recommend that Barilla should enter gradually, through 2 phases. In phase 1, the company will start by focusing on the East coast, specifically on the well known cities such as Beijing and Shanghai. The main reasoning behind is the fact that the East coast is the most developed region of China. Moreover, middle and upper class are well represented in these cities, which is Barilla's target market. An additional advantage of this region comes from the friendly business environment encouraged by Chinese government's subsidies. These subsidies will in turn provide great financial support for Barilla's production facilities. After successfully penetrating the East coast, Barilla can start with phase 2, which refers to the expansion towards Western parts of China.

Entry Mode

When deciding upon entry mode, Barilla has to take into consideration several factors. First of all, it is important for Italian company to know how do Chinese "view" its products entering the domestic market. As previously mentioned, according to the Chinese market trends, pasta is going to be seen as a new product that can substitute rice. In addition, Barilla should be familiar with the figures concerning the present and future demand for pasta. Namely, Western cuisine is becoming more and more popular in Asia, and the most favorite pasta type is certainly Spaghetti. Further on, Barilla should decide about the level of its commitment and the adequate amount of resources allocated for entering Chinese market. Accordingly, we should not forget to mention the regulatory environment in China. It is well known that investment or joint ventures in China are planned and regulated by the government. The state defines long term economic goals and spells out what type of products and technology are to be imported and which projects are to be initiated.⁹ With respect to the issues outlined above, we suggest that Barilla should consider the following entry modes: (1) a joint venture or (2) a Wholly Owned Foreign Enterprise (WOFE) which can be realized either through merger/ acquisition or Greenfield investment.¹⁰

Furthermore, the advantages and disadvantages of these 2 entry options are presented in the table below. After comparing all the relevant pro's and con's, our rec-

⁹ <http://www.at0086.com/rank/en-us/20080129210025328.html>

¹⁰ <http://marketing-in-china.org/market-entry-strategies-entry-modes.html>

ommendation for Barilla would be the Joint Venture option, since it clearly outperforms WOFE. The details of the comparison can be found in Appendix A.

Finding a Joint-Venture Partner

Preferably, potential Chinese partner should have modern factory facilities, higher technology capabilities, better access to transportation networks, etc. The Chinese partner's physical location is also important since China has created distinct regions offering special investment incentives. Special economic zones offer different investment incentives including tax benefits, land-use clauses, customs duties, availability of raw materials, and other considerations. Consequently, as outlined in the part concerning point of entry, Barilla will focus first on Beijing and Shanghai regions. Furthermore, the partner should possess adequate know-how regarding HR practices, efficient recruitment processes, suitable training needs and compensation policies. Moreover, all the managers should be aligned with the venture idea, and show commitment and willingness to learn as well as share knowledge. However, a preferable Chinese partner cannot possess all the relevant characteristics that Barilla is looking for. As such, Italian producer will have to make some tradeoffs. From our point of view, the most important competitive advantage should come from partner's modern facilities and newest technologies, rather than from well functioning distribution channels. Beside technological innovations, partner's human capital should also be considered as crucial. As such, Chinese employees should certainly possess relevant experience and skills that Barilla is requesting, and this will in turn, create synergies, increase productivity and foster further growth.

Human Resources Practices in a Joint Venture

The major form of foreign direct investments in China is joint ventures. Among many problems as dealing with the local bureaucracy and the distinct Chinese culture that arise in joint ventures, human resource management practices are the most prominent ones. Therefore, it essential for Barilla to have a closer look into the main practices, namely recruitment, dismissal, remuneration and training.

Recruitment

Partners in a Chinese joint venture are normally state owned companies in the same industry. Due to the power these state enterprises have, they might become the source of labour, creating with their social structures an opposing force to the culture Barilla aims to create. However, in terms of recruitment Barilla is allowed

to recruit staff independently from the local labour department. Further, in order to select the right people, Barilla is given also freedom to choose the type of advertisement to attract candidates, develop any type of assessment and so on. But finding the right candidates is nonetheless a challenge. China huge population does not directly translate into an unlimited supply of skilled labour. There is a huge lack of experienced and talented manager. One solution might be to lure university graduates by offering exciting career opportunities. Another main problem is the transfer of new employees from another company. The former employer may refuse to release the personnel file with information related to civil status, working identity and so on. Without this file, an employee risks being separated from the state enterprise system, social welfare and other benefits. Finally, as a result of Marxist economic theory, overstaffing is quite common in joint ventures, creating unnecessary costs.

Dismissal

Until the economic reforms, lifetime employment was given to Chinese employees. This term is known as the “iron rice bowl” that provided permanent “food”. With China’s reforms a system of contract labour has been created, where workers are offered unemployment insurance and pension. Barilla has two options: sign a collective labour contract with the venture’s trade union, or sign an individual contracts with every employees. The individual contracts seem more appealing since they can be tailored and the time horizon is usually shorter. Joint venture regulations allow the dismissal of employees under certain circumstances as failing to meet requirements. However, laying off people is in practice much more difficult. Firing an employees for example requires informing the venture and local labour bureau.

Remuneration

Even though many companies are attracted by the low labor costs in China it should be clear that China is not any more as “cheap” as it used to be. Economic development increased significantly the level of payment. Remuneration packages add further costs on labor costs. As a result of the higher skills needed to work in a joint venture, regulations require setting the level of payment at 120 to 150 per cent to that of the state enterprise. It is not uncommon that a state enterprise provides social structures as staff quarters, a school, a hospital, all adding up the costs. However, there are no rules regarding the amount of compensation. In general, monthly compensation ranges between 2,000-10,000 Yuan, depending on the job and location.

Training

The intended joint ventures may require far too many training sessions adding once again further costs. Barilla should therefore find an agreement with the partner on the number, methods and duration of the training and finally how to split up the related costs. It not uncommon that foreign companies are overrun by the request to be provided an oversee training. Barilla, could use this as a motivational tool. The major challenge is to make Chinese managers understand that training has to be continues. Moreover, Chinese manager tend to provide training only for the most promising employees which may cause the feeling of unequally. Consequently, it is important to tune all aspects regarding training at the early stage of the joint venture. Another issue is the training for managers. As a result of the scarcity of talented manager, retaining them might become a challenge. Beside higher pay level and other compensation policies it is crucial to offer “customized” training and development opportunities to skilled managers.¹¹

ITALY VS. CHINA – COMPARING TWO CULTURES

Cultural Distance

A common method used in comparing different cultures is the cultural dimensions scale developed by Hofstede. Although there are some criticisms on the method, it also offers strong advantages which is why it is used here. One of the major advantages of this method is that it provides the user with quantifiable data that allow for a comparable analysis. Initially Hofstede presented four dimensions, being Power Distance, Uncertainty Avoidance, Individualism, and Masculinity. In a later stage the Long-Term Orientation was added as a fifth dimension but since the implications of this dimension are unclear and measures are taken from another index, and therefore, we will not take this dimension into account¹². Each culture has an index score on each of these dimensions. To start the comparison between Italy and China, the scores of the both countries on all 4 dimensions are illustrated in the following table. The implications of these scores will be discussed below.

¹¹ International Journal of Manpower . Volume 15 Number 9. 1994. Human Resource Management Problems in Sino-foreign Joint Ventures. Eric W.K. Tsang, Nanyang Technological University, Singapore. PP 2–21

¹² This was agreed upon with professor Rita Campos e Cunha

	Power Distance	Uncertainty Avoidance	Individualism	Masculinity
Italy	50	75	76	70
China	80	30	20	66

Index scored for Italy and China on Hofstede's cultural dimensions

Power Distance

A high score on the Power Distance dimension, which is the case for China with a score of 80 on the index, indicates that within the Chinese culture there is a high level of inequality regarding the division of power and wealth. In a business context, this means strong hierarchical structures in which senior colleagues are respected and their decisions are not questioned. Employees do what they are supposed to do, and decision making is typically centralized. The Italian culture in contrast has a score of 50 on Power Distance, which indicates a more decentralized structure where employees from different hierarchical levels more often interact and work together. China having a higher score on power distance means that Barilla's headquarters in Italy will probably have less problems controlling the decision in the subsidiary from a long distance. This is because a high power distance, although tempering creativity, allows for high levels of control through the centralized decision making structure.

Uncertainty Avoidance

The uncertainty avoidance is measured from 'rigidity' to 'flexibility' and implies if the procedures used in organizations are very formal or have a more informal character. The difference between Italy's 75 index and China's 30 index contrast to a certain extent with the findings in the Power Distance dimension. Where hierarchy through Power Distance will allow Barilla to have top down control over decisions in the subsidiary, controlling the processes will be harder since the Chinese do not appreciate formal procedures due to their low score on Uncertainty Avoidance. This means that the Italians will probably have to temper their needs in process formality to prevent high levels of resistance from the Chinese employees.

Individualism

The index value on individualism points to the degree to which individuals value their own position over that of the group. A high score indicates individualism whereas a low score would mean collectivism. There is a considerable difference here between Italy (75) and of China (20). This can however have major impli-

cations for the human resource practices that will be appropriate in the Chinese subsidiary. For example, a compensation and benefits system which rewards personal achievements might be counterproductive. In a culture where the sake of the group is more important than that of the person, rewarding personal achievements in a team can create negative attitudes. Most importantly the person receiving the reward might perceive this as a loss of face. Therefore it will be probably be more suitable to reward on team performance base. Therefore, Barilla has to analyze the effects of the human resources practices that are currently in place.

Masculinity

Masculinity is a dimension that stretches between material success and on the one end and concern for others on the other hand. Material success in this respect means a higher level of competition between e.g. employees, whereas the other extreme, femininity, indicates that there will be more cooperation. Since there is not a big difference between Italy (66) and China (70), this does not give reason to expect conflicts due to differences on this dimensions.

Overall Comparison

Overall the first three dimensions point out areas which will require some attention, where especially the difference in Uncertainty Avoidance and Individualism possess potential for conflict if they are not addressed well. Barilla will have to re-evaluate its human resource practices, especially with regard to process implementation and compensation and benefits / performance appraisal. Another important issue which has not been address here is the implication of the cultural differences when sending expatriates to set up and/or run the Chinese subsidiary. This will be addresses in the part on HumanResource Challenges.

HUMAN RESOURCE CHALLENGES

General Challenges

An important notion that should be made here is that there is no one best way in organizing human resources. Different solutions are not equally effective and success is to a large extent determined by the environment in which the human resource practices take place. This goes for all areas which will be discussed below. Still, recommendations will be made to provide a solution which according to the available theory would fit best in the situation of Barilla. A combination of 'push-influences' from the side of the parent firm and 'pull-influence' from the side of the

host country together with some industry effects will decide what the new human resource system will look like (Farley, Hoenig & Yang, 2004). The analysis will point out the mix that based on this specific situation would be most appropriate. Three challenges of interest have been chosen: (1) sending expatriates, (2) designing and filling job positions, and (3) compensation and benefits.

Sending Expatriates

One of the first questions Barilla should answer, is to what extent the company wants to involve expatriates in the Chinese subsidiary. To a certain degree, sending expatriates will be necessary to make sure the company culture and practices are implemented correctly. However, filling all management positions with expatriates increases the risk of conflicts with local employees due to the large differences in three of Hofstede's dimensions. It would therefore be preferable to start with a low number of expatriates in a few high positions, that have the right cross-cultural skills and experience to set up the intended subsidiary. Since there is the expectation that the expatriate assignment will take multiple years, it is recommended to use the 'modified home-country model' in determining the compensation the expatriate receives. Also, due to the relatively large cultural distance, it is recommendable to train the expatriates in the specificities of the situation they will encounter in China. Finally, Barilla will have to think about how it will handle general expatriate issues like the wellbeing of the spouse and repatriation of the assignment, since the assignments will typically last for a few years at minimum. These issues will not be addressed further since they are general for the human resources practice and not specific to entering China.

Designing And Filling Job Positions

The second specific human resource challenge being addressed is the design of a new organizational structure and subsequently the recruitment in order to allocate the right people to the designed positions. With regard to designing the to be formed organization, the difference on Hofstede's dimension of Power Distance will have to be taken into account. Since the Chinese are classified as being very hierarchical, it will be important to clearly define who is responsible for what. This is however not the same as defining how the job should be done, where the Chinese low score on Uncertainty Avoidance means that the Italians at Barilla will have to reduce their efforts in this part. When allocating people to designed job positions, a top down approach is preferable. Together with the joint venture partner, Barilla will have to decide which management positions will be ran by expatriates and which by managers from the joint venture partner. Having a partner with capable

employees is therefore key! To find new employees, Barilla should also consider motivating the hiring of personal references of already hired employees to make use of the Chinese Guanxi networks. Finally implementing a job rotation and mobility system may also attract Chinese talent.

Compensation and Benefits

The compensation and benefits system will due to the differences in cultural dimensions probably require the most changes of the human resource system. The high score on Power Distance, combined requires a system which next to a salary will include profit sharing. Additionally, the low score on Individualism and Uncertainty Avoidance implies that payment can to a large extent be based on performance but that rewards will have to be group based. Barilla will therefore need to step away from individual performance appraisals and implement a system which allows for effective performance management on a group level. Finally, the low score on Masculinity means that Chinese employees have a strong emphasis on the social benefits their employer is providing. Important will be if Barilla can provide the employees with a good work life balance and job security, and in general if the company is able to improve the quality of life of its employees. Offering compensation to the well respected elderly in the family of the employees is an example of how some companies try to add value to the quality of life of their employees in China and at the same time bind the employee more to the company.

CONCLUSION AND RECOMMENDATIONS

Based on Hofstede's model of Cultural Distance, there are quite some differences between the Italian and Chinese culture. This can present the company with many challenges as has been described in the previous paragraphs. Barilla will have to do some research to make sure that the human resource practices that will be used fit the culture in which they are being implemented. If changes are not made, the differences in culture will create a high potential of intercultural conflict which should be avoided at all costs. As said this mainly concerns the topics of (1) the use of expatriates, (2) the design of new jobs and filling the positions with new employees, and (3) the compensation and benefits system. However, another opportunity which should not be neglected by the company is the potential that the cultural differences bring with. When forming cross-cultural teams in the new organization, the opportunities of enrichment through the differences in culture should always be explored. A way of doing this is by using the MBI Framework (Map Bridge Integrate). By starting with mapping the differences, the team mem-

bers will start understanding what the differences are between their cultures. The second step is to be able to communicate effectively about these differences, which is called bridging. In the final step the differences are brought together and integrated, and the team learns to build on their cultural differences to leverage the potential they carry. By using the MBI framework, cross cultural teams can develop and implement high quality solutions effectively and help Barilla accelerate through its employees even more. This will build on the already existing focus the company has on employees and will allow the organization and the employees to get the most out of themselves. In order to master the joint venture it is elementary to clarify all aspects related to the human resources practices in the beginning and make sure that they are implemented at the very early stage of the partnership. This means to involve both, home and host country nationals. The greatest challenges certainly come from cultural differences. However, one should not forget the importance of the regulatory environment and specific business landscape in China. As such, Barilla should allocate enough time and resources to build institutional long lasting relationships with Chinese government. This is very important since building a Chinese joint venture can turn out to be very time consuming and stressful, consequently distracting employees from their main responsibilities. Therefore, it is advised to consult specialized companies that mentor companies entering China. This becomes very important if we consider the human resources management practices and the vast and ineffective bureaucracy in China. Consequently, the Italian company should try to exploit all the benefits coming from the Joint Venture deal, such as: established distribution networks, Chinese experts' knowledge and effective communication channels. In addition, a closer attention should be paid on HR practices related to Joint Venture, namely: recruitment, dismissal, remuneration and training. With respect to recruiting procedures, Barilla should try to attract Chinese university graduates by offering them interesting career opportunities. Concerning dismissal issues, individual contracts seem more appealing and easier to regulate. And finally, when it comes to remuneration and training practices, Barilla should adopt "customized" approach, which adequately addresses performance, as well as development opportunities for all employees.

JOINT VENTURE (JV)	WHOLLY OWNED FOREIGN ENTERPRISE (WFOE)
<p><i>Advantages:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Favorable treatment from the Chinese government (i.e. with respect to tax exemption, obtaining financing, securing direct and indirect support) • Improved access to local resources • No need to establish new distribution networks, since Chinese partner can deal with this issue • Access to China's domestic market while maintaining control over its activities • Enforces effective communication channels • Allows for retaining the best Chinese talents • Reduces uncertainty and enforces confidence among Chinese employees 	<p><i>Advantages:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Easy Access to China's domestic market • Acquisition of domestic resources, such as logistics and customer base • Good industrial location • Previously, Barilla has already grown through M&A
<p><i>Disadvantages:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • High transition and coordination costs • Cultural distance • Weaker control mechanisms over Chinese partner than in M&A 	<p><i>Disadvantages:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • High transition and coordination costs • Cultural distance • M&A still experience some political barriers and again less support than JV • Some of the Chinese talents and experts will be lost due to the reduction in the number of domestic employees • Company's downsizing increases stress and uncertainty among domestic employees, especially concerning their job positions • large investment commitments

ULAZAK „BARILA” NA TRŽIŠTE KINE

Globalni menadžment ljudskih resursa

Babić Una

Sažetak: Ovaj rad ima za cilj da analizira glavna pitanja vezana za upravljanje ljudskim resursima, a na primeru proizvodnih postrojenja i kancelarija kompanije „Barila” u Kini. U poslednjim decenijama, otvaranje Kine privuklo je mnogobrojne multinacionalne korporacije iz svih krajeva sveta da uđu na to tržište na različite načine. Međutim, uz sve veći broj stranih kompanija pojavili su se i brojni problemi vezani za ljudske resurse. Kada jedna kompanija kao što je „Barila” želi da prođe na kinesko tržište, najveći izazovi svakako se pojavljuju na temelju kulturoloških razlika, a zatim i regulative u datom okruženju i specifičnosti samog kineskog tržišta. Imajući sve pomenuto na umu, posebna pažnja u radu biće posvećena praksi u menadžmentu ljudskih resursa, a koji je u vezi sa zajedničkim poslovnim poduhvatima, i to pitanja vezana za: odabir kandidata, otpuštanje, plate zaposlenih i obuke. Hofstedeov model kulturološke distance ovde će biti primenjen kako bi se analizirale postojeće razlike između italijanske i kineske kulture, a koje mogu da predstavljaju kako pretnje/opasnosti, tako i šanse za kompaniju „Barila”. Ipak, kao rešenje za takve situacije navode se mešoviti kulturološki timovi jer njihovo korišćenje i unapređivanje može da doprinese razvoju kompanije i ubrzanom uspehu na globalnom tržištu.

Ključne reči: menadžment ljudskih resursa / kinesko tržište / strategija proboja na tržište / zajednički poslovni poduhvat / kulturološke razlike / Hofstedeove kulturološke dimenzije / multinacionalne kompanije / odabir kandidata / otpuštanje / plate zaposlenih i obuka

REFERENCES

1. Abrams, J. (1994). *Shadow and Culture, The Shadow in America*, Nataraj Publishing
2. Adler, N. (1995). Pacific Basin Managers: A Gaijin, not a Woman in M. Mendenhall and G. Oddou (eds.) *Readings & Cases in International Human Resource Management*, South-Western College Publishing
3. Begin, J. P. (1999). *National HR Systems: Concepts and Contexts, Dynamic Human Resource Systems : Cross-National Comparisons*, DeGruyter Studies in Organization
4. Begin, J. P. (1999). *The U.S.A. HRMS, Dynamic Human Resource Systems : Cross-National Comparisons*, DeGruyter Studies in Organization

5. Begin, J. P. (1999). *The German HRMS, Dynamic Human Resource Systems : Cross-National Comparisons*, DeGruyter Studies in Organization
6. Chen, H., Hu, M. Y. (2002). An analysis of determinants of entry mode and its impact on performance, *International Business Review*, 11, pp. 193–210
7. Dowling, P. J., Welch, D. E., Schuler, R. S. (1999). *Introduction and Overview, International Human Resource Management*, Cincinnati: ITP, Southwestern College Publishing
8. Dowling, P. J., Welch, D. E., Schuler, R. S. (1999). *The Organizational Context, International Human Resource Management*, Cincinnati, ITP, Southwestern College Publishing
9. Edwards, T., Rees, C. (2006). *International HRM : Globalization, National Systems and Multinational Companies*, Harlow, Pearson
10. Gannon, M. J. (1994). *Understanding Cultural Metaphors : Understanding Global Cultures : Metaphorical Journeys through 17 Countries*, Thousand Oaks, Sage Publications
11. Gardner, H. (1995). *Introduction: A Cognitive Approach to Leadership and Human Development and Leadership, Leading Minds, An Anatomy of Leadership*, New York, Basic Books
12. Gardner, H. (1995). *Jean Monnet and Mahatma Gandhi : Leadership Beyond National Boundaries, Leading Minds, An Anatomy of Leadership*, New York, Basic Books
13. Harvey, M., Novicevic, M., Kiesling, T. (2001). Hypercompetition and the Future of Global Management in the Twenty-first Century. *Thunderbird International Business Review*, 43 (5), 599–616
14. Harzing, A. W., Van Ruyseveldt, J. (2004). *International Human Resource Management* (2nd ed.), London, Sage
15. Hitt, M. A. (2000). The New Frontier: Transformation of Management for the New Millennium. *Organizational Dynamics*, 7–17
16. Kiesling, T., Harvey, M. (2005). Strategic global human resource management in the 21st century : an endorsement of the mixed-method research methodology. *International Journal of Human Resource Management*, 16, 22–45
17. Li&Fung Research Centre (2004). China distribution and trading, Issue 20
18. Managing performance at Haier (A) : IMD International (2004)
19. Maznevski, M., DiStefano, J. (2000). Global Leaders are Team Players: Developing Global Leaders through Membership in Global Teams. *Human Resource Management*, 37 (4)

20. McCourt, W., Eldridge, D. (2003). Global human resource management: managing people in developing and transitional countries, Edward Elgar Publishing
21. Millikin, J. P., Fu, D. (2003). The Global Leadership of Carlos Ghosn at Nissan, Thunderbird School of Global Management
22. Morrison, A. J. (2000). Developing a Global Leadership Model. *Human Resource Management*, 39 (2–3)
23. OC&C Strategy Consultants (no date), Retail Opportunities in China, http://www.occstrategy.com/files/shared/Insight_ChineseRetail_6_final.pdf
24. Osland, J. S. (2000). The Journey Inward: Expatriate Hero Tales and Paradoxes. *Human Resource Management*, 39 (2–3)
25. Price Waterhouse Coopers (2006). Invest in China's Retail Industry.
26. Schneider, S., Barsoux, J. L. (1997). *Culture and Organization – Managing and Cultures*, London, Prentice-Hall
27. Scullion, H., Lineham, M. (2005). *International HRM: A Critical Text*, London, Palgrave
28. Sparrow, P., Brewster, C., Harris, H. (2004). *Globalising Human Resource Management*, London, Routledge
29. The McKinsey Quarterly (2006). Serving the new Chinese consumer, special edition.
30. Tsang, E. W. K. (1994). Human Resource Management Problems in Sino-foreign Joint Ventures. *International Journal of Manpower*, 15 (9), 2–21
31. Wei, J., Liu, B., Liu, X. (2005). Entry modes of foreign direct investment in China: a multinomial logit approach. *Journal of Business research*, 1495–1505
32. <http://www.at0086.com/rank/enus/20080129210025328.html>
33. <http://marketinginchina.org/market entry strategies entry modes.html>
34. <http://en.cnta.gov.cn/travelinchina/forms/travel in china/Chinainbrief.shtml>
35. <http://www.globaled.org/curriculum/china/ethnic.htm>
36. http://www.networkideas.org/ideasact/jun07/...07/xie_jing.ppt
37. http://news.nationalgeographic.com/news/2005/10/1012_051012_chinesenood
38. <http://www.foodproductdesign.com/news/2010/04/globalpastamarketbooming.aspx>
39. <http://www.prinside.com/recentlyreleasedmarketstudy>
40. <http://www.ats.agr.gc.ca/asi/4323eg.htm>

PRIMENA TEHNIKA BUDŽETIRANJA KAPITALA U ANALIZI INVESTICIONOG PROJEKTA

Vučanović Tijana¹

Sažetak: *Donošenje odluke o investiranju (budžetiranje kapitala) predstavlja izazov za finansijskog menadžera jer zahteva analizu investicionog projekta, odnosno predviđenih budućih novčanih tokova korišćenjem različitih metoda.*

U tom slučaju, česta je primena tehnika budžetiranja kapitala od strane finansijskih menadžera jer se njihovom primenom ostvaruje detaljan uvid u isplativost investicije i time smanjuje verovatnoća za donošenje pogrešne finansijske odluke. Osim toga, primena pomenute tehnike od posebnog je značaja u slučajevima kada su preduzeću potrebna dodatna novčana sredstva u vidu kredita kako bi ostvarilo planiranu investiciju.

Ključne reči: *finansijski menadžer / investicioni projekat / budžetiranje kapitala / tehnike budžetiranja / investicija / kredit*

UVOD

Kada govorimo o uspešnosti poslovanja preduzeća i o ulaganjima u nove projekte, važno je napomenuti da postoje različiti faktori koji utiču na postizanje planiranih ciljeva. Kada govorimo o faktorima koji okružuju preduzeće može se reći da se njihov uticaj odražava na tri načina: poslovno okruženje, poresko okruženje i finansijsko okruženje (Veselinović, Vunjak, 2011, str. 13–28). Pri tome, sva tri pomenuta okruženja imaju uticaj na donošenje odluke o investiranju (budžetiranje kapitala), kao i o ostvarivanju planirane investicije.

Dalje, uloga finansijskog menadžera zasniva se na donošenju investicionih odluka koje su u praksi poznate pod nazivom budžetiranje kapitala (Brili, Majers, Markus, 2011, str. 179). Prilikom budžetiranja kapitala ispituje se koji investicioni projekat ima veću vrednost u odnosu na troškove koji proizilaze tokom ulaganja u investi-

¹ Student master studija na Fakultetu za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu, e-mail: tijanavucanovic@gmail.com

ciju. U praksi, te investicije odnose se na ulaganja u materijalnu imovinu (opremu, nepokretnosti, izgradnju proizvodnog pogona) ali i na ulaganja u nematerijalnu imovinu kao što su reklame, istraživanja, ispitivanja i sl.

Kako bi se pomenuti uslov zadovoljio, za menadžment preduzeća važno je da analiza investicionog projekta bude detaljno urađena i time uklonjena moguća greška u donošenju odluke. Ovakva detaljna analiza omogućena je primenom četiri tehnike budžetiranja kapitala: rok povraćaja, interna stopa prinosa, neto sadašnja vrednost i indeks profitabilnosti.

Ovome valja dodati da mnoga preduzeća za ostvarivanje svojih projekata traže pomoć u vidu kredita jer sopstvenim sredstvima nisu u mogućnosti da ih ostvare. U praksi, reč je o različitim vrstama poslovnih ili komercijalnih industrijskih zajmova koji predstavljaju najvažnija sredstva koja odobravaju komercijalne banke i njihovi najbliži konkurenti. Govoreći o poslovnim zajmovima možemo da izvršimo osnovnu podelu na kratkoročne i dugoročne poslovne zajmove (Rouz, Hadžins, 2005, str. 555–556). S obzirom da se u ovom istraživanju govori o finansiranju kupovine opreme i obrtnog kapitala, u okviru vrsta kredita pažnja će biti usmerena na kredite za finansiranje kupovine opreme (osnovnih sredstava), obrtnog kapitala ili za finansiranje sirovina.

CILJ I METOD ISTRAŽIVANJA

Cilj ovog istraživanja jeste da se pokaže primena tehnika budžetiranja kapitala u analizi primera investicionog projekta koji se jednim delom finansira iz bankarskog kredita.

Za analizu predmeta istraživanja koristiće se neopozitivistički metod istraživanja koji omogućava primenu kvantitativnih metoda i odnosa između pojedinačnih slučajeva na koje se odnose tehnike budžetiranja kapitala.

Od opštenaučnih metoda koristiće se analitičko-deduktivna metoda putem koje se objašnjavaju veze, strukture i funkcije činioca koji učestvuju u primeni tehnika budžetiranja kapitala (novčani tokovi, sadašnja vrednost novčanih tokova, buduća vrednost novčanih tokova).

Od posebnih metoda koristiće se analiza kako bi se objasnili činioci učesnika tehnika budžetiranja kapitala.

Prilikom analize investicionog projekta korišćenjem tehnika budžetiranja potrebno je da se ispune određeni uslovi kako bi se projekat smatrao prihvatljivim:

- period povraćaja koji je kraći od normativnog perioda,

- interna stopa prinosa veća je od oportunitetnog troška kapitala,
- neto sadašnja vrednost veća je od nule,
- indeks profitabilnosti veći je od nule.

REZULTATI ISTRAŽIVANJA

U toku ovog istraživanja izložene su osnovne vrste i osobine tehnika budžetiranja kapitala, a zatim i njihova primena u primeru analize investicionog projekta preduzeća „Investpak” d. o. o. Pomenuti projekat poslužio je kao primer analize isplativosti ulaganja u kupovinu opreme za proizvodnju kartonske ambalaže uz delimično finansiranje bankarskim kreditom. Pri tome, bankarski kredit je dugoročnog karaktera u iznosu od 5.700 evra na period od tri godine sa kamatnom stopom od 7% i tromesečnom otplatom. Planirani grejs period je šest meseci. Stoga, finansijsko analiziranje projekta izvršeno je analiziranjem budućeg novčanog toka korišćenjem tehnika budžetiranja kapitala.

Tokom stvaranja budućeg novčanog toka uzimaju se prihodi po osnovu prodaje proizvoda kao i rashodi koji nastaju po osnovu plata, materijalnih troškova, stalnih sredstava (cena opreme), obrtnih sredstava, poreza na dobit i sl. Oduzimanjem ovih vrednosti (prihodi – rashodi) omogućeno je stvaranje neto primitaka, odnosno planiranih budućih novčanih tokova.

Dalje, na osnovu podataka o uslovima bankarskog kredita preduzeće je u mogućnosti da napravi plan otplate kredita. Međutim, anuiteti u okviru plana otplate izostavljaju se iz novčanog toka kako bi se izbegla situacija da se kamata na bankarski kredit obračunava dva puta – jednom u finansijskom toku, a drugi put tokom računanja ponderisanih kamatnih stopa (u slučaju neto sadašnje vrednosti). U tom slučaju govorimo o ekonomskom novčanom toku koji i predstavlja osnov za analizu korišćenjem tehnika budžetiranja kapitala.

Tabela 1. Planirani ekonomski tok izražen u evrima

Stavka	2004	2005	2006	2007	2008–12	2013
Novčani tok	7.431,76	7.432,28	7.415,76	7.402,34	7.401,3	8.901,3

Izvor: Kalkulacija autora

Na osnovu analize predstavljenog novčanog toka pristupilo se primeni četiri pomenute metode tehnika budžetiranja i pri tome su dobijeni sledeći rezultati:

Tehnika roka povraćaja (PBP)

Metoda roka povraćaja (*PBP – Payback Period*) pokazuje koliko godina je potrebno da bi se pokrila početna ulaganja u novčani tok. Projekat se prihvata ako je dobijeni period ulaganja manji od maksimalnog perioda ulaganja.

Za izračunavanje metode povraćaja bilo je potrebno formirati novčani tok, a zatim izračunati kumulativni priliv koji bi pokazao u kojoj godini realizacije projekta bi se uložena sredstva vratila. To je prikazano u Tabeli 2.

Tabela 2. Prikaz rasporeda budućih novčanih tokova i njihovog zbira za preduzeće „Investpak” d. o. o.

Godina	Neto primitak iz ekonomskog toka	Kumulativ
1.1.2004.	17.332,00	17.332,00
31.12.2004.	7.431,76	7.431,76
31.12.2005.	7.432,28	14.864,04
31.12.2006.	7.415,76	22.279,8

Izvor: Kalkulacija autora

Rok povraćaja može se izračunati korišćenjem formule:

$$PBP = a + (b - c) / d$$

$$PBP = 2 + (17.332,00 - 2.467,96) / 7.415,76 = 2,00$$

U navedenom primeru se uložena sredstva vraćaju u drugoj godini projekta. Ovo je dobar pokazatelj jer je vek projekta 10 godina.

Tehnika interne stope prinosa (IRR)

Interna stopa prinosa (*IRR – Internal Rate of Return*) prikazuje obim i vremenski raspored očekivanih novčanih tokova u svakom razdoblju trajanja projekta. Interna stopa prinosa se zasniva na diskontovanju novčanih tokova kojim se izjednačava sadašnja vrednost očekivanih neto novčanih tokova i inicijalne (početne) investicije.

Za izračunavanje interne stope prinosa potrebno je formirati novčani tok, a zatim izračunati diskontni faktor. U navedenom primeru diskontni faktor u iznosu od 42% dobijen je računanjem u *excelu* i prikazan je u Tabeli 3.

Tabela 3. Obračun interne stope prinosa za preduzeće „Investpak” d. o. o.

Godina	Neto primitak iz ekon. toka	Diskontni faktor 42%	Kumulativ
1.1.2004.	17.332,00	1,0000	17.332,00
2004.	7.431,76	0,7042	5.233,44
2005.	7.432,28	0,4959	3.685,66
2006.	7.415,76	0,3492	2.589,58
2007.	7.402,34	0,2459	1.820,23
2008.	7.401,3	0,1732	1.281,90
2009.	7.401,3	0,1219	902,21
2010.	7.401,3	0,0858	635,03
2011.	7.401,3	0,0604	447,03
2012.	7.401,3	0,0425	314,55
2013.	8.901,3	0,0299	266,14
UKUPNO	92.921,64		17.175,77

Izvor: Kalkulacija autora

prva godina: $1 / (1 + 0,42) = 0,7042$

druga godina: $1 / (1 + 0,42)^2 = 0,4959$

treća godina: $1 / (1 + 0,42)^3 = 0,3492$

...

S obzirom da je prilikom korišćenja izračunate stope od 42% dobijen broj (17.175,77) manji od troška investicije (17.332,00) potrebno je primeniti nižu stopu u iznosu od npr. 40%. Korišćenjem niže stope dobija se veći iznos kumulativa.

Tabela 4. Obračun interne stope prinosa za preduzeće „Investpak” d. o. o.

Godina	Neto primitak iz ekonomskog toka	Diskontni faktor 40%	Kumulativ
1.1.2004.	17.332,00	1,0000	17.332,00
2004.	7.431,76	0,7142	5.307,76
2005.	7.432,28	0,5102	3.791,94
2006.	7.415,76	0,3644	2.702,30
2007.	7.402,34	0,2603	1.926,82
2008.	7.401,3	0,1859	1.375,90
2009.	7.401,3	0,1328	982,89

Godina	Neto primitak iz ekonomskog toka	Diskontni faktor 40%	Kumulativ
2010.	7.401,3	0,0948	701,64
2011.	7.401,3	0,0677	501,06
2012.	7.401,3	0,0484	358,22
2013.	8.901,3	0,0345	307,09
UKUPNO			17.955,62

Izvor: Kalkulacija autora

Iz prikazane tabele može se zaključiti da je dobijeni iznos (17.955,62) veći od troška investicije (17.332,00) zbog čega je potrebno precizno odrediti stopu korišćenjem interpolacije² kako bi se izjednačila sadašnja vrednost očekivanih novčanih tokova i troška investicije (početne investicije).

40%

42%

$$17.955,62 > 17.332,00 > 17.175,77$$

$$17.955,62 - 17.332,00 = 623,62$$

$$17.955,62 - 17.175,77 = 779,85$$

$$X / 0,02 = 623,62 / 779,85$$

$$X = (0,02) \times (623,62) / 779,85 = 0,01599$$

$$IRR = 0,4 + X = 0,4 + 0,01599 = 0,41599 = 41,59\%$$

Tabela 5. Obračun interne stope prinosa za preduzeće „Investpak” d. o. o.

Godina	Neto primitak iz ekonomskog toka	Diskontni faktor 41,59%	Kumulativ
1.1.2004.	17.332,00	1,0000	17.332,00
2004.	7.431,76	0,7062	5.248,30
2005.	7.432,28	0,4988	3.707,22
2006.	7.415,76	0,3522	2.611,83

² Interpolacija je predmet istraživanja matematičke nauke koja je definiše kao traženje odgovarajuće tačke unutar raspona poznatih tačaka.

Godina	Neto primitak iz ekonomskog toka	Diskontni faktor 41,59%	Kumulativ
2007.	7.402,34	0,2488	1.841,70
2008.	7.401,3	0,1757	1.300,40
2009.	7.401,3	0,1241	918,50
2010.	7.401,3	0,0876	648,35
2011.	7.401,3	0,0619	458,14
2012.	7.401,3	0,0437	323,43
2013.	8.901,3	0,0308	274,16
UKUPNO			17.332,03

Izvor: Kalkulacija autora

Za izračunavanje kamatne stope koristi se formula:

$$ICO = CF_1 / (1 + IRR) + CF_2 / (1 + IRR)^2 + CF_3 / (1 + IRR)^3$$

ICO – početni ulog *CF* – novčani tok *IRR* – interna stopa prinosa

$$17.332,00 = 7.431,76 / (1 + 0,4159) + 7.432,28 / (1 + 0,4159)^2 + 7.415,76 / (1 + 0,4159)^3 + \dots$$

Primenom interpoliranja utvrđeno je da je adekvatna stopa u iznosu od 41,59%, a njenim korišćenjem je izjednačena sadašnja vrednost budućih novčanih tokova (kumulativ) (17.332,03 ~ 17.332,00) sa troškom investicije, tj. sa početnim ulaganjem (17.332,00). Na osnovu ovoga može se zaključiti da je projekat isplativ jer je dobijena stopa od 41,59% šest puta veća od realne kamatne stope³ od 7%.

Takođe, može se istaći da je u praksi često prisutna mogućnost ulaganja u drugi projekat od strane istog preduzeća. U tom slučaju preduzeće treba da prihvati projekat čija je interna stopa prinosa veća.

Tehnika neto sadašnje vrednosti (NPV)

Neto sadašnja vrednost (*NPV – Net Present Value*) predstavlja sadašnju vrednost neto novčanih tokova umanjenu za vrednost početnog ulaganja (troška) u projekat. Dakle, novac danas ima veću vrednost nego isti iznos novca u budućnosti. U tom slučaju se misli na realnu kamatnu stopu, odnosno na kamatnu stopu koja vlada na tržištu. Stoga, kapital (novac) koji je iskorišćen za neku investiciju mogao bi da bude bolje upotrebljen ako ostvaruje zaradu procentualno nižu od kamatne stope na tržištu.

³ Realna kamatna stopa u primeru – stopa po kojoj je preduzeće dobilo kredit.

Neto sadašnja vrednost se dobija diskontovanjem novčanih tokova korišćenjem izraza:

$$NPV = CF_1 / (1 + k) + CF_2 / (1 + k)^2 + CF_3 / (1 + k)^3 + \dots + CF_n / (1 + k)^n - ICO$$

NPV – neto sadašnja vrednost ICO – početna investicija CF – novčani tok

k – diskontna stopa (oportunitetni trošak kapitala, odnosno očekivana stopa prinosa koje se odričemo ulaganjem u projekat)

$$NPV = 7.431,76 / (1 + 0,1224) + 7.432,28 / (1 + 0,1224)^2 + 7.415,76 / (1 + 0,1224)^3 + \dots - 17.332 = 59.235,29$$

Osim korišćenja navedene formule, neto sadašnju vrednost je moguće dobiti i posebnim računanjem diskontnog faktora (diskontovanjem), korišćenjem obrasca $K = K_n / (1 + p)^n$, a zatim množenjem dobijenih vrednosti sa vrednostima novčanog toka.

$$\text{prva godina: } K = 1 / (1 + 0,1224) = 0,8909$$

$$\text{druga godina: } K = 1 / (1 + 0,1224)^2 = 0,7937$$

$$\text{treća godina: } K = 1 / (1 + 0,1224)^3 = 0,7072$$

...

Neto sadašnja vrednost = novčani tok \times diskontni faktor

$$\text{prva godina: } 7.431,73 \times 0,8909 = 6.620,95$$

$$\text{druga godina: } 7.432,28 \times 0,7937 = 5.899,00$$

$$\text{treća godina: } 7.415,76 \times 0,7072 = 3.918,55$$

...

Iznos od 0,1224 (12,24%) predstavlja diskontnu stopu koja se izračunava:

$$\text{Diskontna stopa} = (32.000 / 216.000) \times 67,12\% + 7\% \times 32,88\% = 0,1224 = 12,24\%$$

Tabela 6. Iznosi kapitala iz finansijskih izveštaja za period 2000–2002. godine izrženi u evrima

Godina	2000.	2001.	2002.
Kapital	200.000	216.000	248.000

Izvor: Autor

Iznos od 32.000 evra predstavlja razliku između kapitala iz 2002. i 2001. godine. Stopa od 7% predstavlja kamatnu stopu po kojoj je kredit odobren i naziva se realna kamatna stopa. S obzirom da preduzeće svoju investiciju jednim delom finansira iz pozajmljenih sredstava (kredit), potrebno je uzeti procenite pozajmljenih sredstava (32,88%) kao i procenite sopstvenih sredstava (67,12%) i njihovim množenjem dobiti prosečnu ponderisanu kamatnu stopu. Takođe, treba napomenuti da se deljenjem iznosa od 32.000 i 216.000 dobija sopstvena diskontna stopa.

Tabela 7. Obračun neto sadašnje vrednosti za preduzeće „Investpak” d. o. o.

Godina	Neto primitak iz ekon. toka	Diskontni faktor	Neto sadašnja vrednost
1.1.2004	17.332,00	1,0000	17.332,00
2004.	7.431,76	0,8909	6.620,95
2005.	7.432,28	0,7937	5.899,00
2006.	7.415,76	0,7072	3.918,55
2007.	7.402,34	0,6300	5.244,42
2008.	7.401,3	0,5613	4.484,97
2009.	7.401,3	0,5001	3.995,96
2010.	7.401,3	0,4456	3.560,49
2011.	7.401,3	0,3970	3.172,16
2012.	7.401,3	0,3484	2.783,83
2013.	8.901,3	0,3151	2.990,40
UKUPNO	95.158,34		59.235,29

Izvor: Kalkulacija autora

I na kraju, u tabeli je prikazan ekonomski novčani tok za period od 2004. do 2013. godine. Zatim, u drugoj koloni se nalaze vrednosti diskontnog faktora za svaku godinu pojedinačno, dok se u trećoj koloni nalaze iznosi neto sadašnje vrednosti za svaku godinu pojedinačno. Dobijeni neto iznosi se potom sabiraju čime se dobija ukupan iznos neto sadašnje vrednosti za period od deset godina. Kako bi se procenila isplativost investicije, korišćenjem ove metode potrebno je utvrditi da li je dobijeni iznos neto sadašnje vrednosti veći od nule. S obzirom da je iznos od 59.235,29 veći od nule, može se zaključiti da je investicija isplativa.

Tehnika indeksa profitabilnosti (PI)

Indeks profitabilnosti (*PI – Profit Index*) predstavlja odnos sadašnje vrednosti budućih neto novčanih tokova i početnog novčanog toka.

Indeks profitabilnosti izračunava se korišćenjem obrasca:

$$PI = CF_1 / (1 + k) + CF_2 / (1 + k)^2 + \dots + CF_n / (1 + k)^n / ICO$$

PI – indeks profitabilnosti CF – novčani tok k – željena stopa prinosa

$$PI = 7.431,76 / (1 + 0,1224) + 7.432,28 / (1 + 0,1224)^2 + 7.415,76 / (1 + 0,1224)^3 + \dots / 17.332,00 = 3,41$$

$$PI = 59.235,29 / 17.332,00 = 3,41$$

Iznos od 59.235,29 predstavlja zbir neto sadašnje vrednosti koji je potrebno podeliti sa početnom investicijom (troškom) da bi se dobio indeks profitabilnosti.

Investicioni projekat se prihvata ukoliko je indeks profitabilnosti jednak vrednosti jedan ili veći od jedan. S obzirom da je dobijeni rezultat veći od 1 (3,41) – projekat se prihvata.

ZAKLJUČAK

Korišćenjem sve četiri tehnike budžetiranja utvrđeno je da je predloženi projekat isplativ jer dobijeni rezultati zadovoljavaju utvrđene kriterijume prihvatanja. Dakle, korišćenje tehnika budžetiranja kapitala za analizu investicionog projekta jeste važno za preduzeće jer zapravo analizira buduće novčane tokove po osnovu ulaganja u projekat i time se stižu zaključci o finansijskoj isplativosti ulaganja i donose odluke o budžetiranju kapitala. Takođe, njihova primena je važna i za banku jer na osnovu finansijske analize donosi zaključke o odobravanju kredita. I na kraju, na ovaj način se može videti kako se koriste tehnike budžetiranja kapitala, zatim za koje potrebe (kupovina opreme korišćenjem kredita), kao i rezultate njihove primene.

THE APPLICATION OF CAPITAL BUDGETING TECHNIQUES IN THE ANALYSIS OF INVESTMENT PROJECT

Vucanovic Tijana

Abstract: *Making investment decisions (capital budgeting) is a challenge for financial managers because it requires the preparation of investment project and the analysis of anticipated future cash flows using different methods.*

For this purpose, financial managers often use capital budgeting techniques to get a detailed insight into the profitability of investments. These techniques also reduce the likelihood of bringing wrong financial decisions. In addition to that, the application

of the aforementioned techniques is of particular importance in cases when companies needs extra money (in the form of loans) to fulfill their planned investments.

Key words: *financial manager / investment project / capital budgeting / capital budgeting techniques / investment, loan*

LITERATURA

1. Brealey, R. A., Myers, S. C., Marcus, A. J. (2007). *Osnove korporativnih financija*, Zagreb, Mate
2. Van Horne, J. C., Wachowicz, J. M. Jr. (2007). *Osnovi finansijskog menadžmenta*, Beograd, Datastatus
3. Nikolić, Z. (2010). *Metodologija naučno-istraživačkog rada*, Novi Sad, Privredna akademija
4. Rose, P. S., Hudgins, S. C. (2005). *Bankarski menadžment i finansijske usluge*, Beograd, Datastatus
5. Đorđević, D. R., Carić, M. S., Nikolić, A. Đ. (2010). *Korporativne finansije*, Novi Sad, Privredna akademija
6. Veselinović, M. B., Vunjak, M. N. (2011). *Poslovne finansije – teorija i praksa*, Novi Sad, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment

PREGLEDNI RADOVI

KOMPARATIVNA ANALIZA INSTRUMENTATA ZAŠTITE OD DEVIZNOG RIZIKA

Veselinović Branislav¹

Radakov Sandra²

Sažetak: U radu je razmatrano pitanje mogućnosti zaštite preduzeća od rizika fluktuacije deviznog kursa. Ukoliko preduzeće ostvaruje prihod u jednoj valuti, a plaćanja vrši u drugoj valuti, izloženo je rizicima promene deviznog kursa. Istraživanja imaju za cilj da ukažu na prednosti i nedostatke primene određenih finansijskih derivata u zaštiti od rizika promene deviznog kursa, kao i mogućnosti za neutralisanje tih rizika upotrebom faktoringa. Što je veća razlika između prihoda u jednoj i rashoda u drugoj valuti, to je veća potreba preduzeća za zaštitom od deviznog rizika. Upotreba finansijskih derivata ne sprečava da se negativan događaj desi, ali ukoliko se ipak desi, uticaj negativnog događaja biće znatno smanjen.

Ključne reči: fluktuacija kursa / devizni rizik / hedžing / finansijski derivati

UVOD

Savremeni uslovi poslovanja obeleženi su dinamičnim razvojem finansijskih tržišta u svetu, kao i povećanjem rizika sa kojim se finansijske institucije suočavaju. Zainteresovanost za smanjenje rizika dovela je do pojave novih finansijskih instrumenata koji finansijskim institucijama omogućuju efikasno upravljanje rizicima. Ti instrumenti nazivaju se finansijskim derivatima (Hull, 1997).

Finansijski derivati ili izvedene hartije od vrednosti predstavljaju inovacije čija je sve učestalija upotreba dovela do krupnih promena na finansijskim tržištima najrazvijenijih zemalja, ali i na međunarodnom finansijskom tržištu. Važan faktor ekspanzije tržišta finansijskih derivata jeste svest o sinergijskom efektu derivatnih

¹ Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu, Novi Sad, Cvećarska br. 2, e-mail: brane1952@yahoo.com

² Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu, Novi Sad, Cvećarska br. 2, e-mail: sandra.radakov@gmail.com

transakcija, s obzirom da donose višestruko korisne efekte svim učesnicima u transakciji, smanjuju troškove kapitala, povećavaju efikasnost i alokativnu sposobnost tržišta. Međutim, svetska ekonomska kriza započeta krajem 2007. godine otreznila je čitav finansijski sektor oko prekomerne liberalizacije korišćenja finansijskih derivata.

Za nacionalne ekonomije koje se nalaze u procesu tranzicije i koje imaju režim fluktuirajućeg deviznog kursa karakteristične su oscilacije i trend deviznog kursa kako u pravcu apresijacije, tako i u pravcu depresijacije domaće valute. Zaštita (*hedging*) od promene deviznog kursa neophodna je kada su u pitanju subjekti u spoljnotrgovinskom poslovanju, kao što su to uvoznici i izvoznici. Hedžing predstavlja osiguranje od rizika koji proizilazi iz poslovanja (*to hedge* – obezbediti, osigurati; *hedging* – osiguranje od gubitka), koje ne sprečava da se negativan događaj desi, već ublažava uticaj negativnog događaja na finansijski rezultat preduzeća (Mello, Parsons, 2000).

CILJ I METODE RADA

Cilj istraživanja jeste komparacija različitih oblika zaštite preduzeća od fluktuacije kursa na domaćem i na međunarodnom tržištu. U istraživanju je primenjen kvantitativno-kvalitativni metod. Istraživanje je zasnovano na raspoloživim podacima, uz primenjeni metod *istraživanja za stolom* (*desk research*).

UPRAVLJANJE DEVIZNIM RIZIKOM

Devizni rizik je nesistemska rizik koji predstavlja mogućnost da plaćanja i prilivi koji će biti izvršeni na neki datum u budućnosti vrede više ili manje izraženi u dinarima ili jedinicama neke druge valute, a usled efekata promene deviznog kursa između tih valuta. Preduzeće je izloženo deviznom riziku ukoliko: poseduje novčana sredstva u jednoj valuti i očekuje da izvrši konverziju u drugu valutu kako bi ostvarilo svoj prihod; kada preduzeće ima potraživanja u stranoj valuti, a u momentu konverzije domaća valuta ojača; kada poseduje novčana sredstva u domaćoj valuti, a u trenutku vraćanja duga mora vršiti konverziju sopstvene u stranu valutu (devizni rizik je prisutniji što je vreme kreditiranja duže); kada na domaćem tržištu posluje nerezident, koji svoje prihode treba da konvertuje u domicilnu valutu.

S obzirom da je kretanje deviznog kursa nemoguće sa sigurnošću predvideti, zaštitom od deviznog rizika preduzeće otklanja neizvesnost u poslovanju i omogućava jasnu kalkulaciju novčanih tokova u budućnosti. Pre primene hedž zaštite treba pristupiti proceni kursnog rizika. Izbor pogrešnog instrumenta, u cilju zaštite od

deviznog rizika, može imati više negativnih efekata nego da se ne koristi nijedan instrument. Pri tome se mora imati u vidu fleksibilnost zaključene transakcije i trošak zaštite u odnosu na rizik od kojega se štiti (Allayannis, Ofek, 2001).

Pojedina preduzeća primenjuju tzv. prirodnu hedž zaštitu, koja podrazumeva zaduživanje u istoj valuti u kojoj se ostvaruju prihodi. Za preduzeće je ovo najjeftiniji oblik zaštite. Ukoliko preduzeće poseduje prirodnu zaštitu, dodavanje finansijske ili valutne zaštite zapravo povećava izlaganje riziku. Međutim, veoma mali broj preduzeća može da obezbedi ovakvu vrstu zaštite. U slučaju nemogućnosti usklađivanja valutne strukture rashoda i prihoda, preduzeća mogu zaključiti ugovor sa bankom o upotrebi finansijskih derivata, kako bi se zaštitili od rizika promene deviznog kursa. Finansijski derivati su izvedene hartije od vrednosti u koje se ubrajaju *terminski i likvidni terminski ugovori (forvardi i fjučersi), opcije i svopovi*.

Forvard ugovor (Forward contract)

Deviznim terminskim forvard ugovorom ugovara se kupovina ili prodaja deviza određenog dana u budućnosti, po unapred ugovorenom kursu koji se naziva *terminski kurs*. Forvard ugovor je značajan hedžing instrument kod preduzeća koja imaju plaćanja ili prilive u devizama na neki budući datum, a žele da osiguraju da plaćanja i prilivi ne budu izloženi riziku promene vrednosti kursa. Za razliku od strategije *cash-and-carry* koja podrazumeva tri transakcije, prednost forvarda je jednostavnost, te stoga podrazumeva niže transakcione troškove. Drugo, mnoga preduzeća nisu u poziciji da pozajmljuju u različitim valutama i mogu platiti višu kamatu ukoliko je njihov kreditni bonitet loš.

Forvard takođe može biti upotrebljen i u špekulativne svrhe. Investitor koji očekuje apresijaciju evra u odnosu na dinar može špekulisati zauzimajući dugu poziciju u forvard ugovoru na evro. Za razliku od špekulisanja na spot tržištu, gde kupovina valute podrazumeva inicijalno angažovanje novca jednako ukupnoj kupoprodajnoj ceni, ulazak u forvard ugovor ne zahteva nikakvo inicijalno angažovanje novca, pa omogućuje investitoru angažovanje sa daleko većim stepenom leveridža.

Terminska kupovina deviza može se vršiti bez polaganja dinarskog depozita (tzv. *čist forvard*) ili uz polaganje dela ili cele dinarske protivvrednosti deviza koje se kupuju na određeni dan u budućnosti (tzv. *pokriveni forvard*). Iako je prednost čistog forvarda to što ne zahteva polaganje novčanog depozita, nedostatak su visoke razlike u kamatnim stopama koje čine da ovaj forvard košta znatno više na mesečnom nivou u poređenju sa transakcijama u datom momentu. S obzirom da je ovo neobezbeđeno izlaganje, zahteva dobro planiranje upravljanja gotovinom. Pokriveni forvard obezbeđuje povoljniji kurs nego što bi bio trenutni kurs za bu-

duća plaćanja, eliminiše rizik za date transakcije, omogućava precizno planiranje tokova gotovine u domaćoj valuti. Međutim, zahteva trenutnu imobilizaciju sredstava za buduće transakcije i time opterećuje tokove gotovine, pa može dovesti do nelikvidnosti.

Likvidni terminski ugovor (Futures contract)

Kod fjučers ugovora postoje dve pozicije. *Kratka pozicija* jeste pozicija prodavca koja ga obavezuje da o dospeću isporuči osnovni instrument iz ugovora. *Duga pozicija* jeste pozicija kupca fjučers ugovora, koja ga obavezuje da preuzme (kupi) osnovnu aktivu o dospeću. Držalac kratke pozicije ima pravo da izabere vreme tokom trajanja perioda isporuke kada će izvršiti isporuku. Berza utvrđuje tačan iznos aktive koji mora biti isporučen po jednom ugovoru, kako će se kotirati buduća cena i ograničenje iznosa do kojeg se može kretati fjučers cena (u ugovoru) u toku jednog dana.

Fjučers se svakog dana svodi na tržišnu vrednost tako što se procenjuje po zaključnoj ceni. Kretanje cene utiče na kupca i prodavca u suprotnim smerovima. Svakog dana postoji dobitnik ili gubitnik, zavisno od smera kretanja cena. Gubitnik mora položiti depozit, pobednik može povući veći depozit. Za razliku od forvarda kod kojih se plaćanje vrši samo o roku dospeća ugovora, kod fjučersa se vrši usaglašavanje pozicija sa promenama cena. Zato neki autori smatraju da su „fjučers ugovori jednaki forvardima koji bi se potpisivali svakog narednog dana” (Jarrow, Oldfield, 1981, str. 373).

Prednosti fjučers ugovora jesu te što omogućavaju sklapanje velikog broja transakcija sa relativno niskim troškovima transakcija, osiguranim kvalitetom tržišnog materijala i minimalnim rizikom od neispunjenja obaveza (*default risk*). Međutim, kao nedostatak može se istaći to što klirinška kuća, da bi se zaštitila od rizika ukoliko jedna od ugovornih strana odustane od svojih obaveza, zahteva od trgovaca da deponuju sredstva kod svojih brokera u vidu inicijalnog depozita (5%–15% vrednosti tržišnog materijala).

Prema Houthakkeru i Williamsonu (1996, str. 234), fjučers predstavlja posebnu kategoriju hartija od vrednosti koja je visokostandardizovana u pogledu količine osnovne aktive, perioda isporuke, kvaliteta i mesta. Za razliku od fjučersa, forvard ugovori nisu standardizovani. Fjučersima se trguje na berzi, pa iz toga proizilazi visok stepen likvidnosti, za razliku od forvarda koji imaju značajno niži stepen likvidnosti. Kao prednost fjučersa u odnosu na forvard ugovor može se navesti činjenica da je prisutan efikasan mehanizam isporuke i plaćanja, pa trgovci ne moraju međusobno da se poznaju, dok su kod forvarda isporuka i plaćanje stvar

međusobnog poverenja. Rizik sa kojim se često susreću ugovorne strane kod forvard ugovora jeste da druga strana neće izvršiti svoju obavezu ukoliko se kurs kreće u nepovoljnom pravcu. Kod fjučersa je taj rizik eliminisan postojanjem klirinške kuće koja se javlja u ulozi posrednika. Pored toga, kod fjučers ugovora kupac i prodavac mogu svoje pozicije da prodaju pre roka dospeća, dok to nije moguće kod forvarda. U najvećem broju fjučers ugovora ne dolazi do stvarne isporuke. Vlasnik fjučers ugovora zatvara svoju poziciju pre samog dospeća ulaskom u suprotan ugovor, istog dospeća kao i originalan ugovor. Za razliku od forvarda gde se obaveza isplaćuje u celosti, kod fjučersa je zastupljen specifičan sistem plaćanja preko mehanizma *marginne održanja*, putem kojeg klirinška kuća štiti svoje pozicije i dolazi do prebijanja obaveza. Na osnovu navedenih karakteristika, možemo zaključiti da je sigurnost poslovanja sa fjučersima daleko veća nego kod forvard ugovora.

Valutna opcija (Currency option)

Valutna opcija, kao instrument zaštite od deviznog rizika, daje vlasniku opcije pravo, ali ne i obavezu, da kupi (*call opcija*) ili proda (*put opcija*) dogovoreni iznos valute po dogovorenom kursu na ili pre definisanog budućeg datuma u zamenu za plaćanje premije koja, u ovom slučaju, podrazumeva da je to maksimalni iznos novca koji se može izgubiti. Ova specifičnost opcije, koja kupcu ostavlja mogućnost da ne realizuje opcioni ugovor, svrstava je u kategoriju koja se označava pojmom *uslovna prava*. Cena opcije, koja se plaća da bi se ovo pravo steklo, naziva se premija.

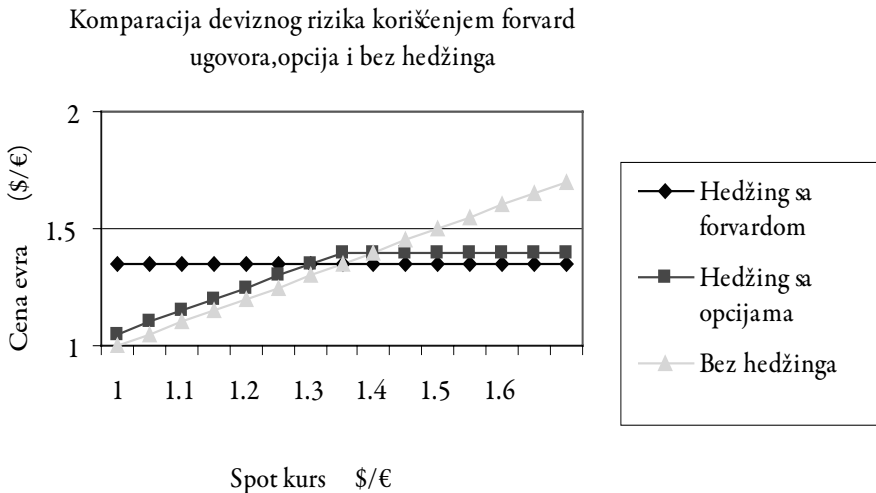
Vlasnik opcije može da se zaštiti od gubitaka istovremeno zadržavajući pravo na zaradu. To mu omogućuje prodavac opcije. Ugovor o opciji redovno čine dve strane sa suprotnim očekivanjima u vezi sa kretanjem cene osnovnog instrumenta – to su hedžer i špekulant. Špekulant je prodavac opcije i profitna funkcija njegove pozicije jeste suprotna poziciji hedžera. Njegova zarada je ograničena na nivo primljene premije, dok je mogućnost gubitka neograničena.

Valutne opcije izdvaja od ostalih instrumenata zaštite od deviznog rizika njihov asimetričan profil prinosa, odnosno prinos se ne kreće proporcionalno sa kretanjima deviznog kursa. Primena asimetričnog prinosa za mnoge učesnike na finansijskom tržištu komplikovanija je od primene tradicionalnog simetričnog prinosa jednostavnih spot instrumenata, fjučersa, forvarda i svopova. Efikasna primena opcija podrazumeva određene preduslove vezane i za edukaciju učesnika, imajuću u vidu da profil prinosa opcije često odgovara specifičnim preferencijama investitora.

Valutna opcija se može uporediti sa forvard ugovorom koji imaoca štiti od promene kursa na definisani datum, uz bitnu razliku da opcijski ugovor nije obavezujući.

Terminski ugovori i fjučersi pružaju „dvostranu” zaštitu protiv promene kursa, što znači da ako se odnosna valuta kreće u jednom pravcu, pozicije termenske ili pozicije za budućnost to kompenzuju. Za razliku od njih, valutne opcije pružaju „jednostranu” zaštitu od rizika. Zaštićeni su samo suprotni pomaci valute, bilo kupovinom strane valute ili prodajom opcije za njenu prodaju. Dok investitor prilikom zaštite forward ugovorom ne može da odustane ukoliko se devizni kurs kreće u nepovoljnom pravcu, kod opcija ta mogućnost postoji. Investitoru se više isplati da plati premiju kod hedžinga putem opcije, nego da rizikuje, obavezujući se forward ugovorom da plati cenu nepovoljniju od spot cene.

Slika 1. Zaštita od rizika uz pomoć forward i opcionih ugovora



Izvor: Autori

Faktoring

Izuzetan rast obima međunarodne trgovine doveo je i do razvoja faktoringa. Izvoznici ga prihvataju jer im omogućava konkurentnost na tržištu. Jedan od najvećih problema sa kojim se izvoznici suočavaju jeste pojava da uvoznici insistiraju na plaćanju sa odloženim rokom, bez formalnih sredstava obezbeđenja. Višak ponude u odnosu na tražnju na globalnom nivou doveo je do toga da izvoznici, ukoliko ne prihvate ove uslove, gube kupca koji će kasnije narudžbe preusmeriti na fleksibil-

nijeg prodavca. Prihvatajući ove uslove, izvoznik se suočava sa dva problema: *cash flow* može ozbiljno biti narušen zbog izloženosti riziku promene deviznog kursa, a u slučaju neplaćanja od strane kupca, prepušten je dugotrajnim i neizvesnim sudskim sporovima. Iz tih razloga, izvoznici se sve više okreću faktoringu.

Factoring usluga uključuje ispitivanje boniteta kupaca, preuzimanje rizika neplaćanja u 100% iznosu i finansiranje u obliku avansa do 80% iznosa fakture u momentu isporuke. Cena faktoringa uključuje dva troška: proviziju i kamatu. Kamata se obračunava na iznos otkupljenog potraživanja primenjujući kamatnu stopu u visini LIBOR-a + 5% od momenta korišćenja sredstava do izvršene naplate od inokupca. Provizija je administrativni trošak faktora koji se obračunava u procentu od iznosa otkupljenih potraživanja i iznosi 1%.

Osnovna prednost faktoringa jeste što se devizni rizik prenosi na faktora. Faktoring posao obezbeđuje korisniku likvidnost kroz pravovremeno obezbeđivanje gotovine (avansi od faktora), bolji finansijski položaj, kreditnu sposobnost i solventnost, a samim tim i veći obim prodaje. Priliv kapitala omogućuje da dobavljači mogu biti plaćeni unapred, uz dodatni popust. Brža naplata potraživanja rezultira nižim operativnim troškovima. Međutim, prekomerno oslanjanje na faktoring kompaniju može rezultirati prekomernom trgovinom i pogrešnim upravljanjem, kao i gubitkom direktnih odnosa sa klijentom. Troškovi faktoringa obično su veći nego troškovi bankarskog kredita. S obzirom da je faktoring kratkoročno finansiranje, ne može zadovoljiti sve poslovne potrebe.

PRIMENA INSTRUMENTATA ZAŠTITE OD DEVIZNOG RIZIKA U SRBIJI

Preduzeća, uvoznici i izvoznici u Srbiji teško uočavaju prednosti fleksibilnog deviznog kursa, iako je apsorbovao šokove koji bi uticali na inflaciju ili privrednu aktivnost i dao ključni doprinos ublažavanju efekata svetske ekonomske krize. Promenljivi kurs utiče na njihove prihode, profit ili kreditne rate, a pritom se mehanizmi zaštite od valutnog rizika koje nude banke malo koriste. Instrumenti koji omogućavaju fiksiranje budućih plaćanja u bilo kojoj valuti po unapred poznatom kursu obezbeđuju izvesnost u plaćanju, mogućnost planiranja budućih obaveza i olakšavaju upravljanje gotovinom. I pored nesumnjivih prednosti, udeo deviznih terminskih transakcija u međubankarskoj trgovini veoma je nizak i kreće se ispod 5%. Manje od polovine banaka koje posluju na tržištu Srbije ima u ponudi devizni hedžing. Zbog nedovoljne konkurencije u ponudi dešava se da je cena i najjednostavnijih instrumenata zaštite od deviznog rizika previsoka, što odvraća preduzeća. Prve korake neophodno je učiniti u pravcu kreiranja fjučersa i opcija na devize i poljoprivredne proizvode jer u tim oblastima postoji značajan interes i tržište.

Prema Šoškiću, na finansijskom tržištu Srbije nisu u dovoljnoj meri razvijene institucionalne pretpostavke za primenu finansijskih derivata, kao što su berza derivata, regulatorno telo za derivate i klirinška kuća za promet derivata. Takođe, neophodna je dopuna zakonske i podzakonske regulative, kao i obrazovanje profesionalaca, tj. trgovaca, organizatora trgovine derivatima, kao i regulatora, jer tek sa razumevanjem korisnosti derivata i potrebe njihove pojave na finansijskom tržištu Srbije, javiće se rudimentarni derivatni instrumenti na tržištu.

Finansijski derivati, kao instrumenti na tržištu kapitala Republike Srbije, doprineli bi da se do sada najčešće korišćeni model klasičnog kreditiranja primarne poljoprivredne proizvodnje od strane poslovnih banaka svede na što manju i isključivo nužnu, dopunsku meru što je uobičajena praksa u razvijenim tržišnim privredama u svetu. Dakle, finansijski derivati (pre svih, opcijski ugovori i robni i finansijski fjučers ugovori) predstavljali bi nov izvor finansiranja, pre svega, individualnih poljoprivrednih proizvođača, izvoznika, mlinara itd. Svojom atraktivnošću predstavljali bi značajnu konkurenciju sada najzastupljenijim izvorima finansiranja, bankarskim kreditima i lizingu.

Faktoring je počeo da se primenjuje u Srbiji od 2004. godine kada je Fond za osiguranje i finansiranje spoljnotrgovinskih poslova po projektu Svetske banke započeo sa ovim aktivnostima na teritoriji Srbije. Danas se, poslovima faktoringa u Srbiji bavi nekoliko banaka, agencija i desetak faktoring preduzeća. Međutim, ukupan promet u poslovima faktoringa procenjuje se na svega 10% potencijalnih mogućnosti.

ZAKLJUČAK

Zahvaljujući navedenim instrumentima zaštite od rizika deviznog kursa, svetska trgovina i tokovi kapitala znatno su veći nego što bi to bio slučaj da ovi instrumenti ne postoje. Finansijski derivati, preko svojih unutrašnjih mehanizama, neizvesnost budućeg momenta svode na sadašnje i poznato stanje. Ta prednost, međutim, podrazumeva i odgovornost ugovornih strana pri korišćenju finansijskih derivata da se jednom ugovoreno do kraja ispoštuje, bez obzira na aktuelni ishod o dospeću. Prvobitna ideja upotrebe finansijskih derivata kao instrumenata hedžinga pretvorila se u špekulativni aspekt, a rizik je kroz dugi lanac posrednika prebačen na berzanske operatere. Nekontrolisana upotreba finansijskih derivata dovela je do prelaska ekonomije iz realne dimenzije u virtuelnu, a akcenat je sa realne dobiti usmeren na špekulativne projekcije rasta. Finansijska kriza svedoči da špekulacije sa finansijskim derivatima mogu imati katastrofalne posledice i upućuju na neophodnost uvođenja stroge finansijske discipline.

COMPARATIVE ANALYSIS OF CURRENCY RISK PROTECTION INSTRUMENTS

Veselinovic Branislav

Radakov Sandra

Abstract: *The paper discusses the possibility of protecting enterprises against the risk of exchange rate fluctuations. If a company generates income in one currency and makes payments in another currency it is exposed to the risks of exchange rate changes. This research aims at highlighting the advantages and disadvantages of the application of certain financial derivatives to hedge exchange rate changes, while also touching upon possibilities of neutralizing these risks by using factoring business. The greater the difference between revenues in one currency and expenditures in another currency, the greater is the need to protect companies against foreign exchange risk or currency hedging. The use of financial derivatives cannot prevent negative events from happening. However, even when negative events happen, their impact will be significantly reduced.*

Key words: *exchange rate fluctuations / foreign exchange risk / hedging / financial derivatives*

LITERATURA

1. Allayannis, G., Ofek, E. (2001). Exchange rate exposure, hedging, and the user of foreign currency derivatives. *Journal of International Money and Finance*, 20 (2), 273–296
2. Bodie Z., Kane A., Marcus A. (2009). Osnovi investicija, Beograd, Data status
3. Brili, A. R., Majers, K. S., Markus, Dž. A. (2010). *Osnovi korporativnih finansija*, Beograd, Mate d.o.o.
4. *Brošura Finansijski derivati* (2008). Udruženje banaka Srbije, ACI Srbija, Narodna banka Srbije
5. Damodaran, A. (2007). *Korporativne finansije, teorija i praksa*, Podgorica, MODUS
6. Durbin, M. (2006). *All about derivatives : the easy way to get started*, New York, McGraw-Hill
7. Houthakker, H. S., Williamson, P. J. (1996). *The Economics of Financial Markets*, Oxford, Oxford University Press

8. Hull, J. C. (1997). *Options, futures and other derivatives*, New Jersey, Prentice-Hall International
9. Hull, J. C. (1998). *Introduction to Futures and Options Markets*, New York, Prentice Hall
10. Kovačević, R. (1997). *Fjučersi, opcije i terminski poslovi*, Beograd, JST
11. Mello, A. S., Parsons, J. E. (2000). Hedging and liquidity. *Review of Financial Studies*, 13 (1), 127–153
12. Mishkin, S. F., Eakins, G. S. (2005). *Finansijska tržišta i institucije* (4. izd.), Zagreb, Mate
13. Oldfield, G., Jarrow, R. (1981). Forward Contracts and Futures Contracts. *Journal of Financial Economics*, 9 (4), 373–382
14. Šoškić, D., Živković, B. (2006). *Finansijska tržišta i institucije*, Beograd, Ekonomski fakultet
15. Van Horne, J., Wachowicz, J. M. (2007). *Osnovi finansijskog menadžmenta*, Beograd, Datastatus
16. Veselinović, B., Vunjak, N. (2011). *Poslovne finansije – teorija i praksa*, Novi Sad, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment
17. Vunjak, N. (2008). *Finansijski menadžment – poslovne finansije*, Bečej, Proleter a.d.; Subotica, Ekonomski fakultet
18. Vunjak, N., Kovačević, Lj. (2009). *Finansijska tržišta i berze*, Bečej, Proleter a. d.; Subotica, Ekonomski fakultet; Banja Luka, NUBL; Beograd, Čigoja
19. Wilmott, P. (2008). *Paul Wilmott Introduces Quantitative Finance* (2nd ed.), West Sussex, John Wiley & Sons Ltd.
20. <http://www.nbs.rs/export/internet/cirilica/>
21. www.vviley.com/college/damodaran
22. www.finance.yahoo.com
23. www.financewise.com
24. www.sec.gov

STRUČNI RADOVI

PRIBAVLJANJE KAPITALA PUTEM EMITOVANJA AKCIJA

Ivaniš Marko¹

Rezime: *Hartije od vrednosti danas predstavljaju jedan od najznačajnijih instrumenata finansiranja preduzeća. Emisijom hartija od vrednosti mogu se prikupiti značajna finansijska sredstva za finansiranje različitih potreba preduzeća. Zbog toga, izuzetno je važno poznavati karakteristike, vrste i način funkcionisanja pojedinih hartija od vrednosti u savremenoj finansijskoj praksi. Emitovanjem i prodajom posebnih hartija od vrednosti koje se nazivaju akcije, preduzeće pribavlja akcijski kapital. Cilj ovog rada jeste da se ukaže na neke specifičnosti pribavljanja kapitala putem emitovanjem običnih i preferencijalnih akcija, kao i njihove prednosti i ograničenja.*

Ključne reči: *akcijski kapital/ obične akcije/ preferencijalne akcije.*

UVOD

Generalno gledano, hartije od vrednosti predstavljaju pismene isprave o nekom građanskom pravu (imovinskom ili ličnom) čije je ostvarenje povezano sa pravom raspolaganja tom hartijom. Uprkos prisutnim razlikama, u pravnoj teoriji je ipak prisutna saglasnost vezana za određene uslove koje treba da ispunjava neka isprava da bi se smatrala hartijom od vrednosti: (1) hartije od vrednosti uvek predstavljaju pismene isprave, a sadržina tih isprava je po pravilu određena propisima, (2) hartije od vrednosti su isprave koje uvek u sebi sadrže neko građansko pravo i (3) postojanje prava sadržanog u hartijama od vrednosti, u veoma je tesnoj vezi sa postojanjem same pismene isprave (Kastratović, 2005, str. 221). Analogno navedenom, proizilazi da hartije od vrednosti predstavljaju pismenu obavezu izdavaoca hartije od vrednosti da će zakonitom imaoocu hartije od vrednosti ispuniti obavezu zabeleženu u toj ispravi. To znači da izdavalac određene hartije od vrednosti ima obavezu na koju se pismeno obavezao i od njega se ne može zahtevati ispunjenje obaveza

¹ Visoka škola za računovodstvo i berzansko poslovanje, Beograd, Imotska br. 1,
e-mail: profin@verat.net

koje je dao usmeno, a koje nisu sadržane u pismenoj ispravi. S tim u vezi, treba reći da za preduzeće finansijsko potraživanje može biti u obliku trajnog kapitala (akcije) ili zaduženja (obveznice). Konsekventno tome, proizilazi da akcije predstavljaju vlasničke hartije od vrednosti, dok obveznice predstavljaju dužničke hartije od vrednosti. Međutim, imajući u vidu tematiku i ciljeve ovog rada, u nastavku izlaganja pažnja će biti usmerena samo na akcijski kapital, odnosno: (a) kapital od emisije običnih akcija i (b) kapital od emisije preferencijalnih akcija.

KAPITAL OD EMISIJE OBIČNIH AKCIJA

Kapital od emisije običnih akcija formira se emisijom i prodajom običnih akcija na tržištu hartija od vrednosti i smatra se sopstvenim trajnim izvorom finansiranja preduzeća. Međutim, šire gledano, akcijski kapital obuhvata osim ovog i kapital od emisije preferencijalnih (prioritetnih) akcija koje će se posebno objasniti u okviru jedne od narednih tačaka izlaganja u ovom radu. Razlog za takav pristup leži u činjenici što akcijski kapital od preferencijalnih akcija predstavlja hibridni kapital, budući da su u preferencijalnim akcijama kombinovane karakteristike običnih akcija i dugoročnog duga (Van Horne, Wachowicz, 2002, str. 556).

Akcije imaju svoju emisiju ili nominalnu vrednost koja se utvrđuje ugovorom o osnivanju korporativnog preduzeća, odnosno odlukom akcionara. Broj prodatih i uplaćenih akcija opredeljuje knjigovodstvenu vrednost akcijskog kapitala koji se javlja u pasivi bilansa stanja preduzeća. Ako se emitovane akcije preduzeća prodaju uz premiju (diskont), odnosno po ceni koja je veća od nominalne, akcijski kapital se u pasivi bilansa stanja iskazuje po nominalnoj vrednosti, dok se ostvarena razlika u ceni akcija izdvaja u posebnu poziciju koja se u bilansu obično sreće pod nazivom kapitalni dobitak.

Prilikom emisije akcija, njihova prodaja može biti vršena direktno kupcima od strane samog emitenta ili može biti poverena posebnoj finansijskoj instituciji koja istupa kao posrednik između korporativnog preduzeća i neposrednih kupaca akcija. Za tu uslugu posrednik dobija odgovarajuću naknadu u vidu provizije koja za preduzeće predstavlja dodatni trošak jer smanjuje novčani priliv od prodaje akcija, odnosno vrednost akcijskog kapitala. Međutim, i u ovom slučaju akcijski kapital se iskazuje po nominalnoj vrednosti, odnosno po ceni koju plaćaju kupci akcija, dok se posrednička provizija tretira kao tekući rashod. Razlog za takav tretman posredničke provizije objašnjava se potrebom posebnog iskazivanja troškova emisije u analitičke svrhe, što je naročito značajno sa aspekta utvrđivanja cene kapitala preduzeća. Pored posredničke provizije, emisija akcija prouzrokuje i nastanak određenih troškova za samo preduzeće, kao što su administrativni troškovi pripre-

me emisije i troškovi štampanja akcija. Međutim, tretman ovih troškova gotovo je u svemu identičan troškovima provizije (Krasulja, 1998, str. 5–6).

Kupci običnih akcija postaju akcionari koji se smatraju legalnim suvlasnicima preduzeća i to srazmerno broju akcija koje poseduju (Mishkin, 2010, str. 151). Oni kupuju i drže akcije nekog preduzeća u cilju ostvarenja maksimalno mogućeg prinosa u vidu dividende, s tim što im ovaj prinos nije garantovan, jer oni kao vlasnici preduzeća snose i rizik njegovog poslovanja. Upravo iz tih razloga, akcionari su naročito zainteresovani za poslovne rezultate preduzeća čije akcije poseduju. S tim u vezi, visina dividende koju će primiti svaki akcionar zavisi od visine neto dobitka kao prinosa na akcijski kapital. U slučaju da preduzeće posluje sa gubitkom, akcionari nemaju pravo na dividendu, a u slučaju likvidacije preduzeća oni mogu izgubiti i inicijalno uloženi kapital, budući da su poslednji na listi onih koji imaju pravo naplate iz likvidacione mase. Međutim, racionalni ekonomski motiv običnih akcionara jeste da kapital ipak ulažu u preduzeće jer time stiču mogućnost prisvajanja gotovo neograničene zarade, pod pretpostavkom da preduzeće uspešno posluje.

Posmatrano sa aspekta preduzeća emitenta, finansiranje emisijom običnih akcija ima određenih prednosti među kojima treba izdvojiti one najznačajnije. *Prvo*, obične akcije ne obavezuju preduzeće da vrši fiksna plaćanja akcionarima. Ako preduzeće ostvari dobitak i nema većih internih potreba za njegovom upotrebom, ono može isplatiti dividende. Međutim, u slučaju kada preduzeće koristi kredite, zajmove i druge oblike duga, ono mora najpre isplatiti kamatu nezavisno od uslova poslovanja i novčanih tokova koje ostvaruje. *Drugo*, obične akcije nemaju utvrđeni rok dospeća što znači da one ne moraju nikada biti „isplaćene” dok to nije slučaj kada se finansiranje vrši emisijom duga. *Treće*, budući da obične akcije štite kreditora od gubitka proizilazi da njihova prodaja povećava kreditnu sposobnost preduzeća, što doprinosi povećanju buduće sposobnosti angažovanja duga. U kontekstu prethodno navedenog, treba imati u vidu činjenicu da će preduzeće uvek preferirati finansiranje emisijom običnih akcija onda kada u strukturi kapitala ima manje akcijskog kapitala u odnosu na ono što se smatra poželjnim. U suprotnom slučaju, preduzeće neće želeći da se finansira emisijom običnih akcija (Bogojević Arsić, 2005, str. 293).

Motiv plasmana u obične akcije ogleda se u očekivanju investitora da će cena ovih akcija stalno rasti, odnosno da njihovom prodajom mogu uvek dobiti više od iznosa koji su za njih platili. Praksa je pokazala da se plasmanom u obične akcije ostvaruje viši prinos od prinosa na neke druge vrste ulaganja. U trenutku kupovine ovih akcija investitori su izloženi dvostrukom riziku: *prvo*, riziku da će emitent (preduzeće) loše poslovati, i *drugo*, riziku da će cena akcije da padne. Međutim, u

najgorem slučaju investitori mogu izgubiti samo uložena sredstva i ništa više. Naime, akcionari ne odgovaraju za dugove preduzeća čije akcije poseduju, odnosno oni učestvuju u pokriću tih dugova samo do visine investiranih sredstava.

Sa druge strane, emisijom običnih akcija preduzeće emitent nastoji da dođe do nedostajućeg kapitala, koji ne može ili ne želi da pribavi na drugi način. Naime, ukoliko preduzeće dospe u poslovne teškoće mogućnost da dođe do neophodnog kapitala putem emitovanja običnih akcija biće mala, jer investitori neće biti zainteresovani za plasman kapitala ili će zahtevati dodatnu zaštitu svojih ulaganja. S tim u vezi, smatra se ako preduzeće emituje obične akcije da je to signal da njegove perspektive nisu baš najbolje. Zbog toga, preduzeće najčešće vrši finansiranje putem običnih akcija tokom dobrog poslovnog perioda, kako bi održalo određeni rezervni kapacitet zaduživanja (Bogojević Arsić, 2005, str. 294).

CENA KAPITALA OD EMISIJE OBIČNIH AKCIJA

Utvrđivanje tržišne vrednosti akcija predstavlja vrlo složen proces oko kojeg se sukobljavaju stavovi mnogih ekonomista. Za razliku od nekih drugih hartija od vrednosti kao što su obveznice ili preferencijalne akcije, tržišnu vrednost običnih akcija mnogo je teže utvrditi zato što je uspeh u proceni budućih prinosa znatno otežan mnogim neizvesnostima. Za razliku od obveznica, gde je kamata koja se plaća unapred poznata veličina, odnosno za razliku od preferencijalnih akcija, gde je dividenda unapred fiksirana (bilo u određenom procentu, bilo u apsolutnom iznosu), planirani dobitak i dividendu kod običnih akcija mnogo je teže proceniti i zbog toga što investitori očekuju da neto dobitak i dividenda stalno rastu. Međutim, u stvarnosti to nije uvek slučaj (Brzaković, 2007, str. 169). Shodno navedenom, utvrđivanje cene akcijskog kapitala pribavljenog emisijom običnih akcija predstavlja dosta složen problem, pre svega, imajući u vidu mogućnosti različitih tokova dividende. Analogno tome, u literaturi su razmatrani modeli sa različitim rastom dividendi kao što su: konstantan rast, nulti rast i natprosečan rast. Ovo ujedno ukazuje na potrebu objašnjenja cene akcijskog kapitala za pojedine modele. Međutim, budući da takav pristup prevazilazi potrebe ovog rada, iz čisto metodoloških razloga ovde će se ograničiti samo na prikaz modela konstantnog rasta dividendi. Ovaj model svojstven je preduzećima koja se nalaze u zreloj fazi razvoja.

U teorijskom smislu, cena kapitala od emisije običnih akcija može se definisati kao minimalna stopa prinosa koju preduzeće treba da ostvari ulaganjem u poslovanje kako ne bi došlo do pada tržišne cene akcija. Sa aspekta investitora u akcije, cena kapitala od emisije običnih akcija mogla bi se definisati kao prinos koji oni očekuju da će ostvariti ulaganjem u akcije preduzeća. Ako se pođe od logične pretpostavke

da akcionari očekuju da će dividende u budućnosti stalno rasti (model konstantnog rasta dividende), onda se stopa prinosa potencijalnih ulagača koja sa aspekta preduzeća predstavlja cenu kapitala iz tog izvora, može kvantifikovati na sledeći način (Brzaković, 2007, str. 173–175):

$$r_e = \frac{D_1}{P_0} + g$$

pri čemu je $D_1 = D_0 (1 + g)$

r_e – cena kapitala od emisije običnih akcija

D_1 – očekivana dividenda u narednoj godini

P_0 – tekuća cena akcija

g – stopa rasta dividende

Na osnovu navedenih formula, jasno se vidi da se primenom modela konstantnog rasta dividende cena kapitala od emisije običnih akcija procenjuje na osnovu tekuće cene akcija, dividende po akciji i stope rasta dividende. Za preduzeća čijim se akcijama trguje na tržištu, podaci o tekućoj ceni akcija i dividendi po akciji mogu se dobiti direktno, dok se stopa rasta dividende mora proceniti. Pri tome, ona se može proceniti na osnovu stope rasta dividende koja je ostvarena u prethodnom periodu ili na osnovu predviđanja buduće stope rasta dividende. Shodno ovom modelu, cena kapitala od nove emisije običnih akcija jednaka je diskontnoj stopi (internoj stopi prinosa) koja izjednačava sadašnju vrednost očekivane dividende po akciji sa tekućom cenom akcija, pod pretpostavkom da se očekuje konstantan rast neto dobitka i dividende (Petrović, Denčić Mihajlov, 2007, str. 203).

Opisani model utvrđivanja cene kapitala od emisije običnih akcija neznatno se razlikuje u slučaju novih emisija akcija, budući da preduzeće tada ne može da računa na novčani priliv u visini tržišne cene akcije, zbog troškova emisije i flotacije novog kola akcija. Naime, troškovi flotacije (F) čija se visina izražava u procentu od tekuće tržišne cene akcija izazivaju srazmeran rast cene kapitala, te se moraju uključiti u model. Analogno tome, u slučaju da se očekuje konstantan rast dividende koji odgovara onom što od ulaganja u obične akcije očekuju akcionari, cena kapitala od emisije običnih akcija mogla bi se kvantifikovati na sledeći način (Brzaković, 2007, str. 176):

$$r_e = \frac{D_1}{P_0(1-F)} + g$$

gde je F – troškovi emisije i flotacije

Na kraju, treba reći da ovde opisani model određivanja cene kapitala od emisije običnih akcija ima svojih prednosti, ali i nedostataka. Prednosti ovog modela ogledaju se, sa jedne strane, u tome što je jednostavan i razumljiv budući da se prinos u vidu dividende može lako proceniti, a sa druge strane, ne moraju se neposredno procenjivati sve buduće dividende, ali je zato neophodno da se proceni stopa rasta dividende. Međutim, postoji i nekoliko bitnih nedostataka ovog modela: (a) model se može primeniti samo na preduzeća koja isplaćuju dividendu, (b) model pretpostavlja da dividende rastu po konstantnoj stopi, što u praksi nije slučaj, (c) model je veoma osetljiv na procenjenju stopu rasta dividende i (d) model ne uzima u obzir rizik, odnosno nema direktnog prilagođavanja riziku ulaganja jer se koristi tekuća cena akcija (Bogojević Arsić, 2005, str. 321).

KAPITAL OD EMISIJE PREFERENCIJALNIH AKCIJA

Osim što do kapitala mogu doći emisijom običnih akcija, preduzeća do njega mogu doći i emisijom preferencijalnih akcija. Inače, preferencijalne akcije su hibridne hartije od vrednosti koje objedinjavaju karakteristike običnih akcija i obveznica. Sa jedne strane, preferencijalne akcije su slične običnim akcijama po tome što nemaju fiksni rok dospeća, neplaćanje dividendi po ovim akcijama ne može dovesti do bankrotstva preduzeća, a izdaci za dividendu ulaze u poresku osnovicu. Sa druge strane, preferencijalne akcije su slične obveznicama po tome što su dividende limitirane. S tim u vezi, visina dividende na preferencijalne akcije obično se fiksira ili kao novčani iznos ili kao procenat od nominalne vrednosti akcije. Osim toga, za emisiju ovih akcija često je neophodno pokriće kao i u slučaju obveznica, odnosno postoji ograničenje iznosa kapitala koji može biti pribavljen emisijom ovih akcija.

Generalno gledano, preferencijalne akcije ne daju pravo glasa osim u slučaju kada preduzeće nije isplatilo preferencijalne dividende za određeni period svojim akcionarima. U tom kontekstu, preferencijalne akcije istovremeno imaju karakteristike i vlasničkih i dužničkih hartija od vrednosti, odnosno smatraju se hibridnim hartijama od vrednosti. Zbog toga se i akcijski kapital od emisije ovih akcija smatra hibridnim izvorom finansiranja. Ovaj kapital vodi se kao akcijski kapital i on se posebno iskazuje u bilansu korporativnog preduzeća. Naime, on se iskazuje kao kapital od emisije preferencijalnih akcija (preferencijalni akcijski kapital). Ovaj kapital ponekad ima tretman duga, a ponekad tretman akcijskog kapitala, u zavisnosti od vrste finansijske analize. S tim u vezi, kapital od emisije preferencijalnih akcija možemo posmatrati sa različitih aspekata. Sa aspekta običnih akcionara, ovaj kapital je sličan dugu jer preferencijalne dividende predstavljaju fiksni rashod koji umanjuje zarade običnih akcionara. Sa aspekta imalaca obveznica, ovaj kapital je sličan

kapitalu od emisije običnih akcija jer potraživanja na ime kamate imaju prioritet u odnosu na potraživanja u obliku dividende. Sa aspekta menadžmenta, kapital od emisije preferencijalnih akcija nalazi se između duga i kapitala od emisije običnih akcija. Budući da nemogućnost isplate preferencijalnih dividendi ne može dovesti do bankrotstva preduzeća, odnosno stečaja emitenta, proizilazi zaključak da je sigurnije koristiti kapital od emisije preferencijalnih akcija nego finansiranje iz dugova (Bogojević Arsić, 2005, str. 304–305).

Motivi korporativnog preduzeća za emitovanje preferencijalnih (povlašćenih) akcija su višestruki i oni se prevashodno ogledaju u sledećem: (a) širenje mogućnosti korišćenja ograničenih izvora finansiranja, jer se privlači kapital investitora koji zbog neizvesne visine dividende nisu voljni da kupuju obične akcije, (b) izbegavanje većeg diferenciranja akcija i troškova koji nastaju po tom osnovu, (c) očuvanje postojećih prava upravljanja običnih akcionara, (d) eventualno povećanje prinosa običnih akcionara koje je proisteklo iz povoljne finansijske strukture preduzeća. Sa druge strane, preferencijalne akcije su izuzetno atraktivne i za investitore, posebno one koji preferiraju sigurnija ulaganja uz prinos koji je veći od važeće kamatne stope. Samo ime ovih akcija (prioritetne) govori dovoljno u prilog tome. Za razliku od običnih akcija, preferencijalne (povlašćene) akcije imaju nekoliko posebno važnih karakteristika: (1) pravo na preferencijalnu dividendu, (2) pravo na učešće u raspodeli sredstava iz likvidacione mase preduzeća u slučaju stečaja, (3) konvertibilnost i (4) opozivost.

1. Pravo na preferencijalnu dividendu. Preferencijalna dividenda ima prioritet u raspodeli neto dobitka, što znači da vlasnici preferencijalnih akcija imaju pravo da dobiju svoje dividende pre bilo kakve raspodele za obične akcionare. Pri tome, obaveza za preferencijalne dividende postoji samo ako preduzeće ostvari dovoljan iznos neto dobitka. Međutim, postoji posebna vrsta tzv. kumulativnih preferencijalnih akcija kod kojih neisplaćena dividenda ne propada odmah nepovratno, već to pravo akcionara kumulira i prenosi se u nekoliko narednih perioda (obično tri godine). Neisplaćena kumulativna preferencijalna dividenda se u poslovnim knjigama preduzeća vodi kao obaveza za neisplaćene dividende. Ako u propisanom roku preduzeće ne ostvari potreban iznos dobitka za isplatu neisplaćenih dividendi, onda se kumulirano pravo akcionara gasi, odnosno definitivno propada.

2. Pravo na učešće u raspodeli sredstava iz likvidacione mase – u slučaju stečaja preduzeća. Ovo pravo povlašćenih akcionara prioritetno je samo u odnosu na ostale, a po redosledu dolazi odmah iza poverilaca. Veličina tog učešća determinisana je nominalnom vrednošću preferencijalnih akcija uz eventualno uvećanje za kumulirane neisplaćene dividende.

3. *Konvertibilnost preferencijalnih akcija.* Ova karakteristika povlašćenih akcija odnosi se na pravo akcionara da u određenim rokovima i utvrđenom odnosu mogu konvertovati svoje preferencijalne akcije u obične akcije i time da postanu redovni akcionari. Sa aspekta preduzeća, konvertibilnost je poželjna i to u dvostrukom smislu: *prvo*, preko ovog instrumenta dolazi do redukovanja troškova finansiranja, i *drugo*, ostvaruje se povoljan uticaj na vrednost i običnih i preferencijalnih akcija.

4. *Opozivost preferencijalnih akcija.* Mada preferencijalne akcije ne dospevaju, preduzeća emitenti ipak zadržavaju pravo njihovog povlačenja. To pravo obično se koristi u slučajevima kada tržišne kamatne stope značajno padnu, ili kada su akcije izdate sa veoma visokom stopom prinosa, ili preduzeće ima gotovine koju ne može rentabilno investirati. U ovakvim situacijama, preduzeće opozivom i otkupom preferencijalnih akcija izbegava nepotrebne troškove finansiranja. Ako se opoziv akcija unapred planira, onda preduzeće može stvoriti i namenske rezerve za opoziv. Pri opozivu i otkupu akcija, preduzeće obično osim isplate nominalne vrednosti plaća i određenu premiju za opoziv, koja najčešće iznosi 10% od nominalne vrednosti akcije. S tim u vezi, ne preporučuje se izdavanje preferencijalnih akcija bez utvrđene premije za opoziv, budući da je bez nje opoziv akcija teško izvodljiv. Inače, sistem opoziva je tako koncipiran da inicijalna premija po sukcesivnim periodima opada, da bi posle određenog vremena sasvim nestala (Petrović, Malešević, Ivanišević, Kanjevac i Stančić, 1996, str. 164–165).

Sa aspekta preduzeća emitenta, finansiranje emisijom preferencijalnih akcija ima određenih prednosti, ali takođe i određenih nedostataka. Prednosti se ogledaju u tome što emisijom ovih akcija ne dolazi do podele kontrole nad poslovanjem preduzeća emitenta, kao i u tome što su dividende fiksne, pa shodno tome, veći deo dobitka ostaje akcionarima u slučaju rasta dobitka, odnosno u slučaju niskog dobitka nema opasnosti od likvidacije. Preduzeća emisijom i plasmanom ovih akcija mogu relativno brzo prikupiti neophodni kapital za koji nemaju obavezu vraćanja, jer se on smatra delom sopstvenog kapitala, a u pojedinim slučajevima preduzeće može i odložiti isplatu preferencijalnih dividendi (kumulativne preferencijalne akcije). U zavisnosti od stepena hitnosti potreba za kapitalom, preferencijalnim akcionarima može biti dato i pravo glasa, a u pojedinim slučajevima čak i uvećano pravo glasa u odnosu na obične akcionare (npr. u slučaju ako se do kapitala može doći samo promenom vlasnika). Međutim, finansiranje emisijom preferencijalnih akcija ima i određenih nedostataka. Nedostaci se ogledaju u tome što dolazi do viših troškova kapitala nakon oporezivanja u odnosu na dug, zbog toga što preferencijalne (prioritetne) dividende podležu oporezivanju, što ujedno čini i osnovni nedostatak finansiranja preduzeća na ovaj način. Ipak, ukoliko preduzeće plaća

mali porez ili ga uopšte ne plaća zato što je nerentabilno, onda to što kamata na dug ne podleže oporezivanju nema mnogo značaja za preduzeće. Naime, ako se preduzeće nalazi u nižoj poreskoj grupi, onda je mnogo izvesnije da će ono ići na finansiranje emisijom preferencijalnih akcija a ne putem dugoročnog duga (Bogojević Arsić, 2004, str. 82).

Sa aspekta investitora, ulaganje u preferencijalne akcije ima određenih prednosti, ali takođe i određenih nedostataka. Prednosti se ogledaju u tome što prioritetne akcije obezbeđuju sigurniji prihod od običnih akcija, što imaju prioritet prilikom isplate u slučaju likvidacije preduzeća i što se više od polovine prijavljenih preferencijalnih dividendi od strane korporativnog preduzeća ne oporezuje, jer su one obično vlasništvo preduzeća. U ovom slučaju, motiv investitora za ulaganje u preferencijalne akcije je jasan: niži rizik ali još uvek dovoljno visok prinos, posebno u odnosu na onaj koji bi se mogao ostvariti ulaganjem u dužničke hartije od vrednosti. Međutim, ulaganje kapitala u preferencijalne akcije ima i određenih nedostataka. Nedostaci se ogledaju u sledećem: ograničen prinos, odsustvo prava na dodatnu dividendu, i za pojedince, niži prinos nakon oporezivanja od prinosa na obveznice, koje su uz to i manje rizične (Bogojević Arsić, 2004, str. 83).

U cilju izbegavanja plaćanja poreza, u poslednjih nekoliko godina sve više se koriste tzv. konvertibilne preferencijalne akcije. Ovo je posebno karakteristično za slučajeve dobrovoljnih integracija preduzeća (merdžera) gde se kupovina akcija jednog preduzeća od strane drugog ne vrši gotovinom, već se preferencijalne akcije razmenjuju za obične akcije preduzeća koje se pripaja. Na ovaj način, izbegava se oporezivanje jer razmena hartija od vrednosti ne podleže oporezivanju (akcionari pripojenog preduzeća dobijaju preferencijalne akcije čime se *de facto* odlaže plaćanje poreza na kapitalne dobitke). Ovakvim transakcijama omogućava se akcionarima pripojenog preduzeća, koje interesuje prinos, da dođu do preferencijalnih akcija, odnosno akcionarima koje interesuju kapitalni dobitci, da dođu do konvertibilnih preferencijalnih akcija, koje se mogu zameniti za obične akcije.

U savremenim uslovima, većina preduzeća povlači i zamenjuje preferencijalne akcije obveznicama, budući da se preferencijalne dividende oporezuju, a kamate na obveznice ne. Ipak, tamo gde ni obveznice ni obične akcije nisu najpogodnije rešenje, preduzeće obično ide na emisiju preferencijalnih akcija u cilju povećanja dugoročnog kapitala. S tim u vezi, javna preduzeća često koriste emisiju preferencijalnih akcija u cilju poboljšanja strukture svog kapitala, budući da su ona kapitalno-intenzivna i da u strukturi kapitala imaju visoko učešće duga (obveznica). Ova preduzeća značajno investiraju u fiksnu imovinu, zbog čega su i troškovi amortizacije visoki čime se smanjuje efekat poreskih stopa na povećanje troškova kapitala, odnosno delimično se

neutrališe osnovni nedostatak finansiranja preduzeća emisijom preferencijalnih akcija u odnosu na finansiranje emisijom obveznica (Bogojević Arsić, 2005, str. 306).

Na kraju, sumirajući izlaganje o preferencijalnim akcijama treba istaći da se u generalnoj oceni ovog izvora finansiranja preduzeća ipak mora uvažiti suštinska sličnost običnih i preferencijalnih akcija, s tim što određene specifičnosti preferencijalnih akcija u odnosu na obične, *de facto* eliminišu kod ovih akcija sve one nedostatke koji su prisutni kod običnih akcija. Sa aspekta preduzeća, glavni nedostatak je uključenost troška preferencijalnih dividendi u dobitak pre oporezivanja, što troškove finansiranja uvećava za iznos poreza koji se na njih mora platiti. Sa aspekta investitora, to uzrokuje da prihod od preferencijalnih dividendi posle oporezivanja bude niži od prinosa koji donosi manje rizično ulaganje novca u obveznice.

CENA KAPITALA OD EMISIJE PREFERENCIJALNIH AKCIJA

Preferencijalne akcije predstavljaju hibridni izvor finansiranja pa je utvrđivanje cene tako pribavljenog kapitala dosta slično utvrđivanju cene duga. Saglasno tome, identifikovanje cene ovog izvora finansiranja polazi od dva toka gotovine koji se javljaju kao posledica prodaje preferencijalnih akcija: (a) jednokratna primanja gotovine od prodaje akcija u visini cene koju akcije postignu na tržištu umanjenu za eventualne troškove flotacije i (b) trajna izdavanja po osnovu preferencijalne dividende, koja po svojim karakteristikama predstavlja večiti anuitet (Stančić, 2006, str. 207). Pri tome, problem utvrđivanja cene ovog izvora finansiranja svodi se na iznalaženje diskontne stope kojom se sadašnje vrednosti pomenutih tokova izjednačavaju. Matematički posmatrano, do cene kapitala od emisije preferencijalnih akcija moguće je doći adaptiranjem modela tržišne vrednosti preferencijalnih akcija. Naime, poznato je da se tržišna vrednost preferencijalnih akcija može izračunati po sledećem obrascu (Petrović, Denčić Mihajlov, 2007, str. 184):

$$V_{pa} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t} = \frac{D}{k}$$

Matematički gledano, do cene kapitala od emisije preferencijalnih akcija možemo doći adaptiranjem modela za utvrđivanje tržišne vrednosti preferencijalne akcije. Pri tome, adaptacija modela tržišne vrednosti preferencijalne akcije realizuje se zamenom tržišne vrednosti preferencijalnih akcija (V_{pa}) sa tržišnom cenom preferencijalne akcije (P_{pa}), odnosno primanjima od emisije preferencijalnih akcija. Kao posledicu toga, imaćemo sledeći obrazac: $P_{pa} = D / k_{pa}$ gde je P_{pa} tržišna cena preferenci-

jalne akcije, D godišnji iznos preferencijalne dividende, dok je k_{pa} cena kapitala od emisije preferencijalnih akcija. Rešavanjem ovde navedenog izraza po k_{pa} proizilazi da se cena kapitala od emisije preferencijalnih akcija može izraziti kao odnos godišnje preferencijalne dividende (D) i njihove tržišne cene (P_{pa}), tj. novčanih primanja po osnovu prodaje preferencijalnih akcija. To se može predstaviti pomoću sledećeg obrasca: $k_{pa} = D / P_{pa}$ gde smo značenje upotrebljenih simbola već pojasnili. Naravno, ovo važi pod pretpostavkom da preduzeće preferencijalne akcije proda po prodajnoj ceni. U slučaju da ono ne uspe da prodajom postigne prodajnu cenu, onda će morati sniziti novčana primanja po osnovu prodaje, kako bi korigovalo naviše cenu kapitala od emisije ovih preferencijalnih akcija, budući da troškovi prodaje padaju na teret preduzeća i ono ih mora pokriti (Bogojević Arsić, 2005, str. 325–326).

ZAKLJUČAK

Među nekreditnim oblicima finansiranja iz eksternih izvora, u vidu trajnih uloga u preduzeće, najpoznatiji i najznačajniji je akcijski kapital. On se pribavlja emisijom i prodajom posebnih hartija od vrednosti koje se nazivaju akcije (deonice). Sa aspekta preduzeća, prodaja akcija predstavlja izuzetno pogodnu formu za pribavljanje velikih iznosa kapitala, koji nikako ne bi mogao da se pribavi pod povoljnim uslovima iz drugih izvora. Pri tome, komparativna prednost akcijskog kapitala pribavljenog prodajom akcija u odnosu na druge oblike finansiranja proizilazi iz njegove trajne vezanosti za preduzeće i vlasničkog položaja akcionara. Nepostojanje obaveze vraćanja, kao i unapred utvrđenog plaćanja dividende, čini akcijski kapital skoro idealnim sa aspekta likvidnosti preduzeća. Povećanje akcijskog kapitala korporativnog preduzeća ne redukuje mogućnost njegovog daljeg zaduživanja, već čak povoljno utiče na kapacitet budućeg zaduživanja. Ova činjenica, uz mogućnost da preduzeće može otkupiti svoje akcije na slobodnom tržištu i to onda kada samostalno oceni da je to finansijski svrsishodno, veoma povoljno utiče na finansijsku fleksibilnost preduzeća. Zbog toga, finansiranje putem emitovanja i prodaje akcija sve više će dobijati na značaju, kao neuporedivo pogodniji oblik finansiranja rasta i razvoja korporativnog preduzeća u odnosu na klasične kreditne odnose. S tim u vezi, preduzeće će uvek preferirati finansiranje emisijom akcija onda kada u strukturi kapitala ima manje akcijskog kapitala u odnosu na ono što se smatra poželjnim. U suprotnom slučaju, preduzeće neće želiti da se finansira emisijom akcija, jer prodaja akcija izlaže preduzeće opasnosti od preuzimanja. Iskustva u Americi pokazala su da pri velikoj disperziji akcija, vlasništvo nad 30%–40% akcija preduzeća predstavlja u stvari kontrolni paket akcija koji osigurava vodeću ulogu u skupštini akcionara i u upravljanju preduzećem.

CAPITAL ACQUISITION BY SHARE ISSUING

Ivanis Marko

Abstract: *Nowadays, securities represent one of the most important financing instruments of a company. By issuing securities, substantial financial resources for financing a company's various needs can be acquired. For this reason, it is essential to be well acquainted with the characteristics, types and ways of functioning of certain securities in modern financial practices. By issuing and selling special securities which are called shares, a company acquires share capital. The aim of this paper is to indicate certain specific features of capital acquisition by issuing ordinary and priority shares as well as their advantages and limitations.*

Key words: *share capital / ordinary share / priority share.*

LITERATURA

1. Bogojević Arsić, V. (2005). *Korporativne finansije*, Beograd, Fakultet organizacionih nauka
2. Bogojević Arsić, V. (2004). *Tržište hartija od vrednosti*, Beograd, Fakultet organizacionih nauka
3. Brzaković, T. (2007). *Tržište kapitala – teorija i praksa*, Beograd, Čugura Print
4. Kastratović, M. (2005). *Finansijski menadžment*, Valjevo, Viša škola „Prota Mateja Nenadović”
5. Krasulja, D. (1998). *Poslovne finansije, II deo*, Beograd, Ekonomski fakultet
6. Mishkin, F. (2010). *Ekonomija novca, bankarstva i finansijskih tržišta*, Zagreb, Mate d.o.o.
7. Petrović, E., Denčić Mihajlov, K. (2007). *Poslovne finansije – dugoročni aspekt finansijskih ulaganja*, Niš, Ekonomski fakultet
8. Petrović, M., Malešević, Đ., Ivanišević, Đ., Kanjevac, M., Stančić, P. (1996). *Poslovne finansije I*, Beograd, Savez računovođa i revizora Srbije
9. Stančić, P. (2006). *Savremeno upravljanje finansijama preduzeća*, Kragujevac, Ekonomski fakultet
10. Van Horne, J., Wachowicz, J. (2002). *Osnove finansijskog menadžmenta*, Zagreb, Mate d.o.o.

PRIKAZI

PRIKAZ KNJIGE

OSNOVI INVESTICIJA

Autori: Zvi Bodie, Alex Kane, Alan Marcus

Knjiga „*Osnovi investicija*” autora Z. Bodija, A. Kanea i A. Marcusa predstavlja jednu od najpopularnijih udžbenika iz oblasti investiranja. Autori su svojom knjigom na jednostavan način pružili čitaocima osnovna znanja iz investicione analize.

U ovom izdanju razmatraju se mnoge promene u investicionom okruženju do kojih se došlo u poslednje dve decenije. U knjizi se dosledno obrazlaže osnovna teza – da su hartije od vrednosti uglavnom pravilno vrednovane, s obzirom na njihove karakteristike u pogledu rizika i prinosa. Autori su opisali praktičnu primenu teorije o investiranju i predstavili koncepte koji imaju praktičnu vrednost.

Celokupna materija u udžbeniku podeljena je na šest delova: *Elementi investiranja*, *Portfolio teorija*, *Dužničke hartije od vrednosti*, *Analiza hartija od vrednosti*, *Tržište derivata* i *Aktivno upravljanje investicijama*. Udžbenik je namenjen dodiplomskim studijama, ali isto tako može da bude koristan i kao pripremno štivo kandidatima koji žele da steknu znanje ovlašćenih aktuara, CFA analitičara i srodnih certifikovanih finansijskih licenci.

Prvi deo razmatra opšti okvir za postupak investiranja. Autori nas upućuju na glavne igrače na finansijskom tržištu i prikazuju različite vrste hartija od vrednosti i mehanizme trgovanja. Prvo poglavlje – *Osnove i značajni aspekti investicija* objašnjava nam ulogu finansijske aktive u privredi, odnos između hartija od vrednosti i realne aktive koja zapravo proizvodi robu i usluge za potrošače, i razmatra zašto je finansijska aktiva važna za funkcionisanje razvijene privrede. Takođe, u ovom poglavlju obrađuju se ključne teme u procesu investiranja: odnos između rizika i prinosa, i uspešno određivanje cene za finansijsku aktivu. Drugo poglavlje – *Finansijski instrumenti* obrađuje niz različitih finansijskih instrumenata i tržišta na kojima se istim trguje. Treće poglavlje – *Tržište hartija od vrednosti* u potpunosti je ažurirano tako da obuhvata inovacije na finansijskim tržištima kao što

su elektronske komunikacione mreže (ECN), onlajn i internet trgovina i konsolidacija tržišta – što ovaj udžbenik čini najaktuelnijim od svih dostupnih udžbenika. Četvrto poglavlje – *Investicioni fondovi* omogućava čitaocima da se upoznaju sa različitim tipovima investicionih fondova i investicionim performansama istih.

U drugom delu osnovna tema je savremena portfolio teorija koja se bavi problematikom efikasne diverzifikacije rizika, tj. pitanjem kako postići najbolji odnos između rizika i prinosa portfolija. Savladavanjem petog poglavlja – *Rizik i prinos: istorijat i uvod*, čitaoci će biti u mogućnosti da odrede rizik i prinos akcija i obveznica na osnovu podataka o njihovim ranijim performansama, da utvrde očekivani prinos i rizik portfolija, kao i da ocene performanse pasivne strategije investiranja. Šesto poglavlje – *Efikasna diverzifikacija*, opisuje načine na koji investitori stvaraju najbolje moguće rizične portfolije. Sedmo poglavlje – *Model vrednovanja kapitalne aktive i teorija arbitražnog određivanja cena*, usredsređeno je na upotrebu faktorskih i indeksnih modela kao sredstava za razumevanje i merenje različitih rizika i za određivanje odnosa između rizika i prinosa u multifaktorskom modelu. Osmo poglavlje – *Efikasna tržišta i bihejvioristička kritika*, pažnju posvećuje bihejviorističkim hipotezama i njihovim implikacijama za vrednovanje hartija od vrednosti.

U trećem delu reč je o vrednovanju hartija od vrednosti. Deveto poglavlje – *Cene i prinosi obveznica* kao novinu u odnosu na prethodno izdanje, sadrži proračunske tabele koje će čitaocima biti od koristi za analizu cena i prinosa obveznica. Dese-to poglavlje – *Upravljanje portfolijima obveznica* bavi se analizom karakteristika obveznica koje čine njenu cenu osetljivom na promene kamatnih stopa, kao i odlukama koje se donose kada se aktivno upravlja portfolijom obveznica.

U četvrtom delu, po principu „od opšteg ka pojedinačnom”, autori najpre razmatraju opšte makroekonomsko okruženje, a zatim prelaze na konkretniju analizu. U jedanaestom poglavlju – *Makroekonomska analiza i analiza grane*, obrazlaže se uticaj međunarodnih političkih dešavanja na ekonomsku perspektivu. Dvanaesto poglavlje – *Vrednovanje akcija*, sadrži modele za vrednovanje akcija zasnovane na slobodnim novčanim tokovima, kao i raspravu o strategijama upravljanja korporativnim profitom. Trinaesto poglavlje – *Analiza finansijskih izveštaja*, sadrži novi odeljak o kvalitetu profita i verodostojnosti finansijskih izveštaja. Takođe, sadrži odeljak o dodatnoj ekonomskoj vrednosti.

Peti deo bavi se tržištima derivata, koji su postali ključni i neophodan element finansijskog univerzuma i predstavljaju veliki izvor inovacija. Četrnaesto poglavlje – *Tržište opcija*, bavi se temeljnim prikazom isplata koje donose opcije, opcionih

strategija i hartija od vrednosti sa ugrađenim opcijama, a petnaesto poglavlje – *Vrednovanje opcija*, sadrži proračunske tabele koje se odnose na model *Black–Sholes* i procenu implicirane volatilnosti. Petnaesto poglavlje upoznaje nas sa tržištem fjučersa.

Šesti deo sjedinjuje rasprave o aktivnom upravljanju investicijama. U prvim poglavljima inoviran je dokazima o međunarodnoj korelaciji i koristima od diversifikacije, kao i materijalima o bihejviorističkim finansijama. Zatim sledi detaljna analiza uzajamnog odnosa poreza i inflacije na dugoročne finansijske strategije, a nakon toga autori završavaju ovo izdanje smernicama o tome „kako postati ovlašćeni finansijski analitičar”.

Srpsko izdanje knjige „Osnovi investicija” predstavlja značajan korak u pravcu stvaranja osnova za kvalitetno upravljanje znanja iz oblasti savremenih investicija u finansijske instrumente u našoj zemlji.

Dipl. ek. Sandra Radakov¹

¹ Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu, Novi Sad, Cvećarska br. 2, e-mail: sandra.radakov@gmail.com

UPUTSTVO AUTORIMA ZA PISANJE I PRIPREMANJE RUKOPISA

Ekonomija – teorija i praksa predstavlja časopis međunarodne orijentacije koji ima za cilj objavljivanje radova iz svih oblasti ekonomije i privrednog poslovanja. Časopis objavljuje radove na srpskom i na engleskom jeziku. Časopis *Ekonomija – teorija i praksa* otvoren je za sva argumentovana mišljenja i ideologije. Empirijska istraživanja i teorijske analize problema u svim oblastima ekonomije od podjednagog su značaja i biće objavljeni, ukoliko po mišljenju recenzentata i urednika zadovoljavaju kriterije časopisa u pogledu relevantnosti i profesionalnog nivoa.

DOSTAVLJANJE RUKOPISA

Autori mogu dostavljati rukopise, **obavezno** u elektronskoj formi na e-mail adresu: redakcija@fimek.edu.rs, a u papirnoj verziji na adresu: Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment, Novi Sad, Cvećarska 2, Srbija, sa naznakom „Za redakciju časopisa *Ekonomija – teorija i praksa*“. Rukopisi će biti uzeti u razmatranje za objavljivanje, uz uslov da isti rad nije istovremeno ponuđen nekom drugom časopisu, a u slučaju kolektivnih radova – kada su svi autori saglasni sa tim da rad bude objavljen. Ukoliko je rukopis prihvaćen za objavljivanje u časopisu, pravo reprodukcije rada u svim drugim medijima pripada izdavaču. Smatra se da sva mišljenja izneta u objavljenom radu spadaju pod isključivu odgovornost autora. Urednik, recenzenti ili izdavač ne prihvataju odgovornost za izneta mišljenja autora.

Rukopisi treba da ispunjavaju osnovne tehničke i stilske kriterijume. Nepoštovanje navedenih kriterijuma može da rezultira neprihvatanjem teksta, traženjem da se rad prilagodi ili kašnjenjem prilikom objavljivanja. (U slučaju da se dostavlja u papirnoj verziji, sa istovetnom verzijom u elektronskoj formi, tekst treba da bude odštampan jednostrano, sa duplim proredom, na papiru formata A4. Sve stranice, osim naslovne, treba da budu numerisane). Verzija dostavljena u elektronskoj formi, kao i ona u papirnoj, mora biti otkucana tačno i bez grešaka, u obliku dokumenta u Word-u, sa uključenim svim tabelama i grafikonima kao što se predviđa da bude u objavljenom tekstu. Redakcija će rukopis dostaviti recenzentima kompetentnim za odgovarajuće oblasti.

Pravila recenzije nalažu da se rukopis šalje bez identifikacije autora. Autori treba da **posebno pripreme naslovnu stranu rukopisa** tako da sadrži naslov rada i osnovne podatke o autoru (ili autorima), uključujući prezime i ime, naučno zvanje i titulu, instituciju zaposlenja, adresu stanovanja, telefon i *e-mail* adresu autora sa kojim će se obavljati sva eventualna prepiska. Na prvoj stranici koja dolazi posle naslovne strane, potrebno je ponovo napisati naslov rada, razmak, zatim dati sažetak do 200 reči, na srpskom i engleskom jeziku. Ispod sažetka treba navesti do 10 ključnih reči. Tekst rada počinje na drugoj strani. Mole se autori da unutar teksta ili fusnota ne navode bilo kakve podatke na osnovu kojih bi moglo da se ustanovi ili prepozna autorstvo rada.

Radove pisati jezgrovito, razumljivim stilom i logičkim redom koji, po pravilu, uključuje: uvodni deo, cilj i metode istraživanja, razradu teme i zaključak. Za pisanje referenci koristiti APA (Priručnik za publikovanje, Američko psihološko društvo) međunarodni standard za pisanje referenci. Napomene tj. fusnote mogu sadržati dopunska objašnjenja ili komentare koji su u vezi sa tekстом.

Na kraju svakog naučnog članka obavezno je napisati Literaturu, odnosno, spisak korišćenih, tj. citiranih referenci po abecednom redu.

TEHNIČKO UPUTSTVO ZA FORMATIRANJE RADOVA

Rad treba da sadrži sledeće:

1. Naslov rada (ne više od 10 reči) na srpskom i engleskom jeziku, centrirano.
2. Podnaslov (opciono) na srpskom i engleskom jeziku.
3. Podaci o autorima: prezime, ime (u fusnoti institucija zaposlenja, adresa, telefon i e-mail).
4. Apstrakt rada maksimalne dužine do 200 reči na srpskom i engleskom jeziku.
5. Ključne reči (ne više od 10) na srpskom i engleskom jeziku.
6. Tekst rada na srpskom ili engleskom, maksimalnog obima 16 stranica, uključujući tabele, slike, grafikone, literaturu i ostale priloge.
7. Bibliografiju.

Uputstvo za oblikovanje teksta:

1. Rad treba pripremiti pomoću tekst procesora Word.
2. Format stranice: A4
3. Sve margine: 25 mm
4. Font: latinični, Times New Roman, veličine 12 pt., (važi za sve podnaslove, nazive tabela, slika, sažetak, ključne reči), sa proredom 1,5. Sažetak (Abstract) kucati *italic*. Naslov rada 14 pt. bold, fusnote 10 pt.
5. Nazivi tabela, slike treba da su numerisani arapskim brojevima. Slike, ilustracije, sheme potrebno je priložiti u jednom od formata: jpg ili tiff formatu, rezolucije 300 dpi (minimalno!), crno-bele (grayscale). Ako ima vektorskih crteža (grafikona, shema, blok dijagrami), oni bi trebalo da budu u ai, eps ili cdr formatu, isto crno-bele. Za tekst u slikama, ilustracijama i shemama poželjno je koristiti font Arial, veličine 9 pt.
6. Za listu referenci i citate dato je posebno uputstvo.

I. Lista referenci:

U referencama se izvori kao što su: knjiga, članak u časopisu ili internet stranica, navode detaljno tako da čitaoci mogu da ih identifikuju i konsultuju. Reference se stavljaju na kraju rada, a izvori se navode po abecednom redu: (a) po prezimenu autora ili (b) po na-

slovima ako nije poznato ime autora. Više izvora jednog autora prikazuju se hronološkim redom, npr.:

Bandin, T. (1995).

Bandin, T. (1998).

Bandin, T. (2000).

A. Knjige, brošure, poglavlja iz knjige, enciklopedijske odrednice, recenzije

Osnovni format za knjige

Autor, S. I. (godina izdavanja). *Naslov dela*, Mesto izdavanja, Izdavač

Jedan autor

Carić, S. (2007). *Bankarski poslovi i hartije od vrednosti*, Novi Sad, Privredna akademija

Jedan autor, novo izdanje

Vunjak, M. N. (2008). *Finansijski menadžment: Poslovne finansije* (7. izd.). Subotica, Proleter A.D. Bečej, Ekonomski fakultet

Dva autora

Van Horn, J. C., Wachowicz, J. M. JR. (2007). *Osnovi finansijskog menadžmenta* (12. izd.). Beograd, DATA STATUS

Tri do šest autora

Ljubojević, K., Dimitrijević, M., Mirković, D., Tanasijević, V. i Perić, O. (2006). *Importance of software testing*, Subotica, Ekonomski fakultet

Bez autora

Publication Manual of the American Psychological Association (Fourth Edition). (1994). Washington, D.C., American Psychological Association

Bez autora, ima samo urednika, editora, ed.

Cattell, R.B. (Ed.). (1966). *Handbook of Multivariate Experimental Psychology*, Chicago, Rand McNally & Company.

Navođenje neobjavljenih radova (doktorska disertacije, magistarski radovi i drugi neobjavljeni radovi)

Jovanović, M. (2009). *Investicioni instrumenti u bankarskom poslovanju*. Magistarski rad, Novi Sad, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment.

Ignjatijević, S. (2011). *Komparativne prednosti agrara Srbije u spoljnoj trgovini*, Doktorska disertacija, Novi Sad, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment.

Poglavlje u knjizi

Prezime, inicijal imena. (Godina). Naslov poglavlja. U inicijal imena urednika prezime urednika (ur.), Naslov knjige (str. Prva strana poglavlja-poslednja strana poglavlja). Mesto, Izdavač.

Momirović, K., Bala, G. i Hošek, A. (2002). Taksonomska struktura nekih simptoma aberantnog ponašanja dece od 4 do 7 godina. U: K. Momirović i D. Popović (ur.), *Psihopatija i kriminal* (str. 125-142). Leposavić, Univerzitet u Prištini, Centar za multidisciplinarna istraživanja Fakulteta za fizičku kulturu.

B. Časopisi i ostale periodične publikacije

Članak u časopisu, jedan autor

Prezime, inicijal imena. (Godina). Naslov. Naziv časopisa, volumen, (broj), prva strana članka-poslednja strana članka.

Schneider, F. (2005). Shadow economies around the world: what do we really know?. *European Journal of Political Economy*, 21(3), 598-642

Članak u časopisu, dva autora

Hill, M., & Hupe, P. (2007). Street-level bureaucracy and public accountability. *Public Administration*, 85 (2), 279-299.

Članak u časopisu, tri do šest autora

Vunjak, N., Ćurčić, U., Simetić, R. i Davidović, M. (2008). Korporativne performanse banke. *Anali*, 19, 175-182.

Članak u časopisu, više od šest autora

Ljubojević, K., Dimitrijević, M., Mirković, D., Tanasijević, V., Perić, O., Jovanov, N. et al. (2005). Putting the user at the center of software testing activity. *Management Information Systems*, 3 (1), 99-106.

Saopštenje u zborniku konferencije, simpozijuma ili kongresa ili prilog iz Enciklopedije)

Inicijali prezimena autora, godina, naslov rada, naziv simpozijuma, strane, mesto izdavanja, izdavač.

Veselinović, B., Ševarlić, M., Nikolić M.(2007). Long term-trends in Serbian Agriculture. *Trends in the Development of European Agriculture* (617-622), Temisoara, The Faculty of Agriculture of the Agricultural and Veterinary University of the Banat

Ukoliko koristite izvor sa interneta (Naslov strane, datum preuzimanja podataka, sajt)

1. Ministarstvo za nauku i tehnološki razvoj (2010, Januar 20), Lista časopisa za društvene nauke, Preuzeto sa http://www.nauka.gov.rs/cir/index.php?option=com_content&task=view&id=930&Itemid
2. Ekonomija u Wikipediji (2010, Februar 02), Preuzeto sa: <http://bs.wikipedia.org/wiki/Ekonomija>

CITATI IZ IZVORA U TEKSTU RADA

Citati

Ukoliko se izvor citira doslovce, navodi se ime autora, godina izdanja i stranica sa koje je citat preuzet (sa naznakom „str.”)

Citat se uvodi frazom koja sadrži autorovo prezime, a iza njega se stavlja godina objavljivanja u zagradama.

Po Mirkoviću (2001), „primena skladišta...”(str. 201) ili Mirković (2001) smatra da „primena skladišta...”(str. 201).

Ukoliko se u uvodnoj fazi ne imenuje autor, na kraj citata se stavlja autorovo prezime, godina izdanja i broj stranice u zagradama.

Rezime ili parafraza

Po Vunjaku (2008), elastičnost finansijskog menadžmenta se ispoljava u sposobnosti pribavljanja jeftinijeg dopunskog kapitala, (str. 32).

Elastičnost finansijskog menadžmenta se ispoljava u sposobnosti pribavljanja jeftinijeg dopunskog kapitala (Vunjak, 2008, str. 32)

Jedan autor

Babović (2009) upoređuje strukturu pristupa ...

Dva autora

Uvek se navode dva prezimena

U jednom drugom istraživanju (Babović i Lazić, 2008) zaključuju da se ...

U engleskom tekstu se (veznik *i*) označava sa „&”

Tri do pet autora

Prvi put se navode imena svih autora. Kod narednih navoda, navodi se prezime prvog autora, iza koga se stavlja „i sar.” a u engleskom tekstu „et al.”

(Babović, Veselinović, Carić, Đorđević i Ćirić, 2011)

Šest ili više autora

U uvodnoj frazi navodi se prezime prvog autora ili u zagradi

Carić i sar. (2010) tvrde da...

...nije relevantna (Carić i sar., 2011)

Kada se navodi više od jednog dela istog autora:

(Bandin, 2005, 2007)

Kada je više od jednog dela istog autora objavljeno iste godine, navode se sa slovima a, b, c itd.

(Bandin, 2006a, 2006b, 2006c)

Ukoliko niste pročitali originalno delo navodi se autor koji vas je uputio na isto:

Bergsonovo istraživanje (pomenuto kod Mirkovića i Boškova, 2006).

Kod citata se uvek navode stranice:

(Mirković, 2006, str. 12)

Kod korišćenja delova
(Carić, 2008, pogl. 3)
(Carić, 2008, str. 231–258)

Neimenovan autor

Ukoliko delo nije autorizovano, izvor se navodi po naslovu u uvodnoj frazi, ili se prve jedna do dve reči stave u zagradu. Naslovi knjiga i izveštaja se pišu kurzivom, dok se naslovi članaka i poglavlja stavljaju u navodnike.

Slična anketa je sprovedena u jednom broju organizacija koje imaju stalno zaposlene menadžere baze podataka („Limiting database access”. 2005).

FUSNOTE

Ponekad se neko pitanje pokrenuto u tekstu mora dodatno obraditi u fusnotama, u kojima se dodaje nešto što je u indirektnoj vezi sa temom, ili se daju dodatne tehničke informacije.

Fusnote se numerišu eksponentom, arapskim brojevima na kraju rečenice.

Pored toga što na adresu mogu da šalju rukopise, potencijalni autori mogu na istu adresu redakcija@fimek.edu.rs da upute i upite u vezi sa odlukom o (ne)objavlivanju tekstova i sa fazom do koje je tekst stigao u redakcijskoj proceduri.

GUIDELINES FOR AUTHORS ON WRITING AND PREPARING MANUSCRIPTS FOR SUBMISSION

“Economics – Theory and Practice” presents an internationally oriented journal which aims to publish papers from the broad fields of economics and economic affairs. The journal publishes papers in Serbian and English language and is open to all kinds of argumentative writing. Empirical studies and theoretical analyses of economic issues from all areas of economics are equally important and will be published provided that, in the opinion of reviewers and the editor, they meet the set criteria in terms of subject relevance and level of expertise.

SUBMISSION OF MANUSCRIPTS

Authors can submit manuscripts, in the electronic form ONLY to the following e-mail address: redakcija@fimek.edu.rs or by mailing paper versions to: Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment, Novi Sad, Cvećarska 2, Srbija, clearly marked as follows: “Za redakciju časopisa Ekonomija- teorija i praksa”. The manuscripts will be considered for publishing on the condition that they have not been offered to any other journals, while works written by multiple authors can be published only if all of the contributing authors give their consent for publication. Provided that a manuscript has been accepted for publication, the editor reserves all further reproduction rights. All points of view expressed in papers are held as the sole responsibility of authors. The editor, reviewers or the publisher do not assume responsibility for the expressed viewpoints in the papers.

Manuscripts must be in accordance with the basic technical and stylistic criteria. Disregard of the mentioned criteria can result in non-acceptance of the manuscript, request for further paper adjustments or delayed publication (When paper versions of manuscripts are mailed, with an identical copy available in electronic format, texts must be printed as single-sided, with double spacing, using the A4 paper size. All pages, except for the cover need to have proper pagination). Manuscripts in electronic format, just like their paper versions, need to be typed correctly and without typing errors, as MS Word documents, including all tables and charts intended for illustration. The editorial board will send all manuscripts to the selected expert reviewers for the respective fields

Rules are such that a manuscript has to be sent to reviewers without the author's identity. Authors need to pay special attention to the content of the manuscript cover, so that it contains the title of the paper and most important facts about the author(s), including first and last name, academic degree and title, affiliation, address and contact telephone and e-mail address of the author for further correspondence. The first page coming right after the cover has to contain once again the title of the paper,

followed by spacing and then an abstract not exceeding 200 words in Serbian and English. Below the abstract, authors have to supply up to 10 key words. The text of the paper starts from page two. Authors are kindly asked not to mention any personal details/facts within the text or footnotes that might reveal the identity of authors.

Papers should be written clearly, concisely, and presented in a logical sequence, assuming the introductory part, objectives and research methods, body of the paper and conclusion. When writing references, authors need to use the internationally recognized APA standard. Footnotes can contain further explanations and comments related to the text.

At the end of each scientific paper, authors need to provide a list of used Literature, i.e. the cited references in alphabetical order.

TECHNICAL GUIDELINES FOR FORMATTING MANUSCRIPTS

Each paper/article should contain the following elements:

1. Title (not more than 10 words) in Serbian and English, centered.
2. Subtitle (optional) in Serbian and English.
3. Information about authors: last name, first name (in footnote- place of work, address, telephone and e-mail.
4. Paper abstract- maximum length up to 200 words, in Serbian and English.
5. Key words (not more than 10) in Serbian and English.
6. Text in Serbian and English, maximum 16 pages, including tables, pictures, graphs, literature and other appendices.
7. Bibliography.

Guidelines for text formatting:

1. Text should be written using MS Word.
2. Page format: A4
3. All margins: 25 mm
4. Font: Latin, Times New Roman, Font size 12 pt., (applies to all subtitles, table titles, pictures, abstract, key words), with spacing of 1.5. Abstract should be written in *italic*. Paper title: 14 pt. bold, footnotes: 10 pt.
5. Table titles, pictures should be marked with Arabic numbers. Pictures, illustrations and schemes should be submitted in jpg or tiff format, in resolution 300 dpi (minimum!), black and white (grayscale). If there is any vector graphics included (graphs, schemes or block diagrams, it should be in ai, eps or cdr format, black and white again. For text inside pictures, illustrations and schemes, it is suggested to use font type Arial, size 9 pt.
6. For reference list and quotations separate guidelines are given.

Reference list:

Sources such as: book, article from a journal, or web page are cited in such detailed manner that readers can easily identify and consult them, if necessary. Reference list is supplied at the end of the paper and sources are listed in alphabetical order: (a) by author's last name or (b) titles- if author's identity is unknown. More sources by the same author are presented in chronological order, e.g.:

Bandin, T. (1995).

Bandin, T. (1998).

Bandin, T. (2000).

Books, brochures, book chapters, encyclopedia entries, reviews

The main format for books

Author, S. I. (year of publishing). *Title*, Place of publishing, Publisher

One author

Carić, S. (2007). *Bankarski poslovi i hartije od vrednosti*, Novi Sad, Privredna akademija

One author, new edition

Vunjak, M. N. (2008). *Finansijski menadžment: Poslovne finansije* (7th edition). Subotica, Proleter A.D. Bečej, Ekonomski fakultet

Two authors

Van Horn, J. C., Wachowicz, J. M. JR. (2007). *Osnovi finansijskog menadžmenta* (12th edition). Beograd, DATA STATUS

Three to six authors

Ljubojević, K., Dimitrijević, M., Mirković, D., Tanasijević, V. i Perić, O. (2006). *Importance of software testing*, Subotica, Ekonomski fakultet

Without author

Publication Manual of the American Psychological Association (Fourth Edition). (1994). Washington, D.C., American Psychological Association

Without author, has only editor, ed.

Cattell, R.B. (Ed.). (1966). *Handbook of Multivariate Experimental Psychology*, Chicago, Rand McNally & Company.

Citing unpublished papers (doctoral dissertations, master's theses and other unpublished works)

Jovanović, M. (2009). *Investicioni instrumenti u bankarskom poslovanju*. Master's Thesis, Novi Sad, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment.

Ignjatijević, S. (2011). *Komparativne prednosti agrara Srbije u spoljnoj trgovini*, Doctoral dissertation, Novi Sad, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment.

Book chapter

Last name, First name initial. (Year). Title of the chapter. In: Initial of the first name of editor.

Last name of editor (Ed.), *Title of the book* (p. first page of the chapter- last page of the chapter). Place of publishing, Publisher.

Momirović, K., Bala, G. i Hošek, A. (2002). Taksonomska struktura nekih simptoma aberantnog ponašanja dece od 4 do 7 godina. In: K. Momirović i D. Popović (Ed.), *Psihopatija i kriminal* (p. 125-142). Leposavić, Univerzitet u Prištini, Centar za multidisciplinarna istraživanja Fakulteta za fizičku kulturu.

Journals and other periodicals:

Article from a journal, single author

Last name, first name initial. (Year). Title. *Name of the journal*, volume, (number), first page of the article- last page of the article.

Schneider, F. (2005). Shadow Economies Around the World: What do we really know?. *European Journal of Political Economy*, 21(3), 598-642

Article from a journal, two authors

Hill, M., & Hupe, P. (2007). Street-level bureaucracy and public accountability. *Public Administration*, 85 (2), 279-299.

Article from a journal, three to six authors

Vunjak, N., Ćurčić, U., Simetić, R. i Davidović, M. (2008). Korporativne performanse banke. *Anali*, 19, 175-182.

Article from a journal, more than six authors

Ljubojević, K., Dimitrijević, M., Mirković, D., Tanasijević, V., Perić, O., Jovanov, N. et al. (2005). Putting the user at the center of software testing activity. *Management Information Systems*, 3 (1), 99-106.

Proceedings of conferences, symposiums or congresses or excerpts from encyclopedias

Author's last name initial, year, title of the paper, name of symposium, page numbers, place of publishing, publisher.

Veselinović, B., Ševarlić, M., Nikolić M.(2007). Long term-trends in Serbian Agriculture. *Trends in the Development of European Agriculture* (617-622), Temisoara, The Faculty of Agriculture of the Agricultural and Veterinary University of the Banat

If you use an Internet source (Title/Heading of the web-page, date of using the source, web-site)

1. Ministarstvo za nauku i tehnološki razvoj (2010, January 20), Lista časopisa za društvene nauke, Taken from http://www.nauka.gov.rs/cir/index.php?option=com_content&task=view&id=930&Itemid
2. Ekonomija u Wikipediji (2010, February 02), Taken from: <http://bs.wikipedia.org/wiki/Ekonomija>

QUOTATIONS FROM SOURCES USED IN THE PAPER

Quotations

If a source is quoted word by word, it is necessary to give the author's name, year of publishing and page from which the quotation was taken (using "p.")

The quote is introduced by giving the author's last name, followed by the year of publishing in brackets.

According to Mirković (2001), "primena skladišta..."(p. 201) or Mirković (2001) believes that "primena skladišta..."(p. 201).

If the introducing phrase does not mention the author's name, the author's last name should be put at the end of the quotation, followed by the year of publishing and page number in brackets.

Summary or paraphrase

According to Vunjak (2008), the elasticity of financial management ischeaper additional capital, (p. 32).

The elasticity of financial management ischeaper additional capital (Vunjak, 2008, p. 32)

One author

Babović (2009) compares the structures of approaches...

Two authors

Both last names have to be supplied

In another research (Babović and Lazić, 2008) it is concluded that...

In the English text (conjunction *and*) is marked as "&"

Three to five authors

When mentioned for the first time, all the authors' names need to be supplied. In repeated quoting, the last name of the first author is supplied, followed by "et al."

(Babović, Veselinović, Carić, Đorđević i Ćirić, 2011)

Six or more authors

In the introductory phrase, there has to be the last name of the first author, or in brackets

Carić et al. (2010) claim that...
...is not relevant (Carić et al., 2011)

When more than one work by the same author are mentioned:
(Bandin, 2005, 2007)

When more than one work by the same author were published the same year, they are marked with letters a, b, c etc.
(Bandin, 2006a, 2006b, 2006c)

If you haven't read the original work, you should give the name of the author which referred you to the mentioned source:
Bergson's research (mentioned by Mirković and Boškov, 2006).

Pages are always supplied in quotations:
(Mirković, 2006, p. 12)

When quoting parts
(Carić, 2008, ch. 3)
(Carić, 2008, p. 231–258)

Unnamed author

If a work has not been authorized, that source is mentioned by the introducing phrase, or with the first one or two words put in brackets.

Titles of books and reports are given in italic, while titles of articles and chapters are given under quotation marks.

A similar poll has been conducted in a number of organizations with database managers employed full-time („Limiting database access”. 2005).

FOOTNOTES

Sometimes it is necessary to supply additional comments or explanations for certain issues mentioned in the text. This is done in the form of footnotes, which can be directly related to the topic or simply give some additional technical information.

Footnotes are marked with exponent in Arabic numbers at the end of the sentence.

Apart from mailing manuscripts, prospective authors can also use the same e-mail address (redakcija@fimek.edu.rs) to inquire about the decision on (non)publishing texts and progress in the process of processing manuscripts.

The journal “Economics – Theory and Practice”, ISSN 2217-5458 is the continuation of the “Anthology of academic papers”, ISSN 1820-9165

**Pretplata je 3.000 dinara po jednom primerku časopisa.
Časopis izlazi kvartalno.
Pretplata se može izvršiti na račun br.: 330-15003002-53**