

Nevenka Nićin

[nicinnevenka@gmail.com](mailto:nicinnevenka@gmail.com)

069799901

# 6. MENADŽMENT INVESTICIONI PROCESA

# Utvrđivanje troškova i koristi

- CB analiza zastupa ideju da treba uzeti u obzir, utvrditi, kvantitativno proceniti i novčano izraziti sve troškove i koristi koje jedan investicioni projekat donosi celokupnoj društvenoj zajednici.
- CB analiza se koristi kod ekonomske analize projekta, kojom se utvrđuju doprinosi projekta ukupnim društvenim ciljevima, za razliku od finansijske analize koja utvrđuje efekte nastale u eksploataciji projekta za investitora.
- Primenu CB analize u ekonomskoj analizi projekata posebno preporučuje Svetska banka.

- U okviru finansijske analize kao troškovi se pojavljuju neka plaćanja koja ne predstavljaju stvarno korišćenje resursa, već samo transfer resursa iz jednog sektora društva u drugi.
- Sva plaćanja koja ne znače stvarno korišćenje resursa, predstavljaju transferna plaćanja.
- Transferna plaćanja ne predstavljaju ekonomski trošak, već samo finansijsku transakciju.
- U transferna plaćanja spadaju otplate i kamate na domaće kredite, porezi i subvencije.
- U realizaciji projekta postoje mogućnosti pojave nepredviđenih troškova i potrebno je istražiti na koji način će se nepredviđeni troškovi tretirati u ekonomskoj oceni projekta.

- Prethodni troškovi su oni troškovi koji su nastali pre ocene projekta, te se ne mogu izbeći.
- Ove troškove treba isključiti iz ukupnih troškova prilikom odlučivanja da li nastaviti projekat ili ne, jer se ne mogu izbeći.
- Eksterni efekti su oni efekti koji izlaze iz okvira samog projekta.
- Ove efekte treba uključiti u ekonomsku analizu, mada je njih ponekad teško identifikovati, a još teže izmeriti.
- Ove efekte treba uzeti u obzir i izvršiti kvalitativnu analizu.
- U tipične eksterne efekte spadaju različiti oblici zagađivanja okoline, uticaj irigacionih planova na zdravlje, povećanje cena koje je izazvano samim projektom.



- Ako se realizacija jednog projekta obavlja u privredi koja pati od viška kapaciteta, ovo investiranje može dovesti do rasta prihoda, jer realizacija investicije izaziva dodatnu potrošnju i smanjuje višak kapaciteta.
- Određeni spoljni efekti od jednog projekta mogu izaći izvan granica posmatrane zemlje, te se ovi efekti tretiraju kao međunarodni efekti.
- Međunarodni efekti su slični spoljnim efektima i donose slične probleme pri identifikovanju i kvantifikaciji.
- Osnovni problem je u ovom slučaju da li uzeti u obzir ove međunarodne efekte kod procene određenog projekta.

# Vrednovanje troškova i koristi

- Za merenje efekata koje donosi projekat, CB analiza koristi ispravljene tržišne cene, koje se zovu obračunske cene ili cene u senci i najčešće se znatno razlikuju od tržišnih cena.
- Tržišne cene se koriste u finansijskoj oceni projekata nisu u mogućnosti da tačno izmere i izraze sve društvene efekte projekta, te zato nisu pogodne za primenu CB analize.
- Obračunske cene predstavljaju način ispravljanja distorzija i nepravilnosti koje postoje kod tržišnih cena, bilo zbog nesavršenog tržišta, slabije ekonomske politike zemlje, postojanja monopola ili drugih razloga.

- Obračunske cene predstavljaju principijelan pristup merenju i vrednovanju efekata od projekata, dok sam način izračunavanja obračunskih cena može biti različit.
- Smatra se da tržišne cene mogu dosta realno da odraze ograničenost određenih resursa.
- Može se takođe sa dosta razloga smatrati da će nesavršeno tržište u zemljama u razvoju izazvati značajna odstupanja između tržišnih i obračunskih cena pojedinih resursa.
- Ova odstupanja posebno mogu da budu velika kod tri osnovna resursa – radna snaga, kapital i strana valuta, te za ove resurse treba odrediti odgovarajuće obračunske cene.

- Izračunavanje i određivanje obračunskih cena može biti izvedeno na različite načine, odnosno različite cene mogu biti korišćene kao obračunske.
- Obračunska jedinica mere služi da se pomoću nje jednobrazno izraze svi inputi i output projekta i ona omogućava sabiranje različitih, odnosno nesamerljivih veličina.
- Osnovno pitanje koje treba razrešiti u određivanju obračunskih cena je da li su u pitanju razmenljiva (trgovinska) ili nerazmenljiva (netrgovinska) dobra.
- **Razmenljiva dobra** su ona dobra koja se, u nedostatku trgovinskih barijera mogu slobodno uvoziti i izvoziti.



- ***Nerazmenljiva dobra*** su ona dobra čiji su domaći troškovi proizvodnje zajedno sa troškovima transporta, suviše visoki da bi omogućili izvoz ili suviše niski da bi omogućili uvoz i učinili konkurentnim.

## **Kriterijumi koji se koriste u cost – benefit analizi**

- Pri ocenjivanju investicionih projekata primenom CB analize moguće je koristiti veći broj kriterijuma za ocenu.
- Pod kriterijumom sadašnje vrednosti neto koristi podrazumevamo razliku između ukupnih diskontovanih koristi i ukupnih diskontovanih troškova koje ostvari jedan investicioni projekat.

- Ocenjivanje investicionih projekata korišćenjem ovog kriterijuma vrši se na taj način što se svaki projekat, kod kojeg je vrednost kriterijuma sadašnje vrednosti neto koristi pozitivna ( $K_{ns} > 0$ ), smatra se ekonomski efikasnim i po toj osnovi opravdanim za realizaciju.
- Ako vršimo ocenu između više projekata najbolji će biti onaj projekat koji ima najveću pozitivnu vrednost ovog kriterijuma.

- Kriterijum interne stope rentabilnosti (ISR) predstavlja onu diskontnu stopu pri kojoj je suma diskontovanih koristi jednaka sumi diskontovanih troškova, odnosno pri kojoj je sadašnja vrednost neto koristi jednaka nuli.
- Ocenjivanje investicionih projekata uz pomoć kriterijuma ISR vrši se na taj način što se svaki projekat, kod koga je veličina ISR veća od kamatne stope koja vlada na tržištu kapitala (ili od usvojene diskontne stope), smatra se povoljnim i ekonomski opravdanim za realizaciju. Kada je u pitanju izbor između više investicionih projekata smatra se da je povoljniji onaj projekat koji ima veću ISR.

- Koeficijent odnosa koristi i troškova predstavljen je odnosom ukupnih diskontovanih koristi i ukupnih diskontovanih troškova, koje donosi jedan investicioni projekat.
- Pokazuje koliko jedinica koristi donosi svaka jedinica utrošenih sredstava.
- Projekat se smatra povoljnim i ekonomski opravdanim za realizaciju ukoliko ima vrednost ovog kriterijuma veću od 1.
- Ukoliko se vrši ocena i izbor između više raspoloživih projekata kao najpogodniji smatra se onaj projekat koji ima najveću vrednost ovog koeficijenta uz ispunjen uslov.



- Kriterijum roka vraćanja investicija predstavlja period izražen u godinama za koji će sadašnja vrednost neto koristi od investicije da otplati uložena sredstva.
- Projekat možemo smatrati da je povljan i ekonomski opravdan za realizaciju kada je njegov rok vraćanja manji od nekog unapred zadatog normativnog roka vraćanja.
- Kao normativni rok vraćanja može se približno uzeti ekonomski vek trajanja opreme.
- Za ocenu više projekata važi pravilo da je najbolji onaj projekat koji ima najkraći rok vraćanja.
- Ovaj kriterijum se može koristiti za ocenu više projekata jedino u slučaju istovrsnih projekata ili kod izbora između više varijanti jednog projekta.

# Izrada biznis plana

- Biznis plan predstavlja početni dokument koji služi za razgovor sa potencijalnim investitorima i finansijerima određenog poslovnog poduhvata.
- Pošto su za realizaciju svakog poslovnog poduhvata potrebna određena finansijska sredstva preduzeće kroz biznis plan prikazuje svoje namere potencijalnim finansijskim investitorima.

# Kada se radi i za šta služi biznis plan

- Biznis plan se radi u sledećim slučajevima:
  - Kada preduzetnik otvara novu firmu.
  - Kod ulaganja u novi pogon, rekonstrukciju postojećeg, proširenja proizvodnje, uvođenje novog proizvoda.
  - Kada preduzeće traži spoljne partnere.
  - Kod ulaganja u ponovni početak proizvodnje kod postojećeg preduzeća koje je u teškoćama.
  - Kada preduzeće zbog različitih razloga pristupa reorganizaciji.
  - Kod realizacije određenog poslovnog poduhvata koji firma ne može da finansira sama.
  - Kada treba prodati preduzeće ili deo preduzeća.

- Biznis plan je namenjen internim i eksternim učesnicima.
- Pre svega namenjen je preduzetniku da vidi da li da krene sa biznisom, odnosno da vidi da li je ideja dobra i da li da otvori firmu.
- Namenjen je ljudima i postojećem preduzeću da sagledaju valjanost nameravanog poslovnog poduhvata i da na osnovu njega traže spoljne partnere ili finansijere.
- Takođe je namenjen spoljnim partnerima ili akcionarima da sagledaju da li da uđu u realizaciju poduhvata.



# Sadržaj biznis plana

- Kada se govori o sadržaju biznis plana može se reći da on zavisi od namene biznis plana.
- Možemo razlikovati biznis plan za mala preduzeća u osnivanju i biznis plan za postojeća preduzeća.

•Biznis plan treba da pruži odgovore na sledeća pitanja:

-Koja kompanija je u pitanju – postojeća ili nova, iz koje oblasti je kompanija, koje su osnovne karakteristike kompanije?

-Koji su proizvodi ili usluge u pitanju – koji proizvod ili usluga će se raditi u postojećoj ili novoj kompaniji, koje potrebe zadovoljava proizvod ili usluga, koje su osnovne karakteristike proizvoda ili usluga?

-Da li se proizvod ili usluga može prodati na tržištu – koji su konkurenti, koja su ciljna tržišta, kolika je tražnja, koje količine se mogu prodati, koje su prodajne cene na tržištu, kako organizovati prodaju?

-Da li postoje proizvodne mogućnosti za realizaciju tih proizvoda ili usluga – koja tehnologija je potrebna, da li je dostupna, koliko košta, opis tehnološkog procesa, potrebne sirovine i materijali?

-Kolika su finansijska sredstva potrebna za realizaciju poduhvata, odnosno startovanje preduzeća i koji se rezultati očekuju – kolika su sredstva potrebna, ko su potencijalni investitori i kreditori, očekivani prihod, očekivani troškovi, tokovi gotovine?

•Šira verzija biznis plana može imati sledeći sadržaj:

1. Uvod.
2. Izvršni rezime.
3. Opis kompanije ili preduzetnika.
4. Opis poduhvata.
5. Opis proizvoda ili usluga.
6. Analiza konkurencije.
7. Plan marketinga i prodaje.
8. Istraživanje i razvoj.
9. Plan proizvodnje.
10. Plan organizacije i menadžmenta.
11. Finansijski plan.
12. Zahtevi za finansiranjem.
13. Plan primene.
14. Zaključak.



- Uža verzija biznis plana za manje firme, postojeće ili nove, koja će biti ovde detaljnije prikazana, može imati sledeći sadržaj:
  - Rezime biznis plana
  - Stanje kompanije
  - Opis proizvoda ili usluga
  - Plan marketinga
  - Plan proizvodnje
  - Plan organizacije i upravljanja
  - Finansijski plan
  - Zaključak i predlog



# Strane direktne investicije

- Strane direktne investicije u savremenoj razvojnoj etapi preuzimaju funkciju ključnog razvojnog faktora i uz trgovinu postaju osnovni mehanizmi globalizacije svetske privrede, odnosno poslovanja preduzeća.

# Strane direktne investicije kao oblik međunarodnog kretanja kapitala

- Pojmovi ekonomskih transakcija i međunarodnih ekonomskih transakcija, korisno su polazište u definisanju direktnih investicija kao oblika ulaganja međunarodnog kapitala.
- Ekonomska transakcija je razmena vrednosti u kojoj dolazi do promene vlasništva određene robe, usluga ili finansijskih potraživanja.
- Ako se ta razmena ostvaruje između rezidenata različitih zemalja u pitanju je međunarodna ekonomska transakcija.

- Jedna nacionalna privreda ostvaruje spoljnoekonomske odnose preko sledećih vrsta transakcija:

- Izvoza i uvoza robe i usluga.

- Izvoza i uvoza kapitala i novca.

- Jednostavnih transfera.

- Svaki realni transfer (roba i usluga) prati i prenos finansijskih sredstava u suprotnom smeru.

- Taj prenos može da bude istovremen, pa je reč o međunarodnom plaćanju ili plaćanju s odloženim rokom (prodaja na kredit), kada je reč o vrsti međunarodnog kreditiranja.



- Uspostavljanjem kreditnih relacija između različitih zemalja, uvodi se pojam međunarodnog finansiranja, koji se može definisati u užem ili širem smislu.
- Transakcije s dvosmernim tokom sredstava, kao što su prodaja robe i usluga na kredit ili izvoz i uvoz kapitala, čine međunarodno finansiranje u užem smislu.
- Međunarodno finansiranje u širem smislu uključuje i međunarodne jednostavne transfere, koji predstavljaju prenos robe, usluga, kapitala ili novca iz jedne zemlje u drugu, ali bez obratnog toka sredstava.
- Takve transakcije su: ekonomska pomoć, reparacije i pokloni.

- Međunarodno kretanje kapitala predstavlja transfer kupovne snage iz jedne zemlje u drugu u novčanom vidu u vidu roba i usluga.
- Dva glavna oblika međunarodnog kapitala su:
  - Međunarodno kretanje zajmovnog kapitala.
  - Međunarodno kretanje investicionog kapitala.

- Međunarodno kretanje zajmovnog kapitala u međunarodnim ekonomskim odnosima, podrazumeva transakciju kod koje se kupovna snaga transferiše neposredno u oblik zajma od zemlje davaoca kredita u zemlju korisnika kredita, koja ga može upotrebiti bilo u svrhe proizvodnje ili potrošnje.
- U suštini zajmovnog kapitala leži tendencija međunarodnog izravnjanja razlika u snabdevenosti kapitalom i u potrebama za kapitalom od zemlje do zemlje.

•Međunarodno kretanje investicionog kapitala obuhvata međunarodno finansiranje u obliku:

***-Stranih direktnih investicija.***

Strane direktne investicije se javljaju kada investitor sa sedištem u jednoj zemlji – zemlji izvoznici kapitala u cilju obavljanja poslovne aktivnosti, investira i stiče imovinu u drugoj zemlji – zemlji uvoza kapitala.

***-Portfolio investicija.***

Portfolio investicije predstavljaju takav tip međunarodnog investiranja – kod kojeg je isključivi cilj investitora sticanje profita, a ne i kontrola nad preduzećem u inostranstvu.



- Kao osnova za definisanje razlike između portfolio i direktnih investicija uzima se pravo kontrole i upravljanja u preduzeću u koje se investira.
- Ako investitor na osnovu ulaganja u preduzeće stekne pravo svojine i time pravo direktne kontrole i upravljanja preduzećem, ta investicija naziva se direktna investicija.
- Nasuprot tome, ako visina uloga koji je investiran ne obezbeđuje pravo kontrole i upravljanja subjektom u koji je investirano, tada je reč o portfolio investiciji.

- Razlike između direktnih i portfolio investicija se mogu podeliti na tri osnovne kategorije:

**1) *Motiv investiranja*** – preovlađujući motiv kod portfolio investitora, jeste učešće u profitu lokalnih kompanija u koje su investirali preko kapitalnih dobitaka i dividendi. Oni nisu zainteresovani za učešće u upravi kompanije, što je primarna preokupacija i motiv stranih direktnih investitora.

**2) *Vremenski horizont ulaganja*** – za razliku od stranih direktnih investicija, portfolio investicije su ulaganja na kratak rok – nekoliko nedelja ili meseci, mada on može biti produžen i na deset i više godina, posebno u slučaju kada se portfolio investicije realizuju putem, tzv. venture capital (investicije u poslove koji su tek u početnoj fazi, ali za koje postoji pretpostavka dobrog razvoja, a koji nema dovoljno sredstava da se samostalno finansira).

**3) Tip investitora** – prve dve odlike portfolio investicija uslovljavaju da se kao realizatori portfolio investicija uglavnom javljaju finansijske institucije, institucionalni investitori ili pojedinci prvenstveno zainteresovani za ostvarivanje finansijske dobiti na svoje uloge.

- Strane direktne investicije možemo definisati kao investicije sa ciljem ostvarenja dugoročnog interesa u stranoj privredi, pri čemu investitor stiče odlučujuću ulogu u upravljanju preduzećem.



# Osnovni mehanizmi funkcionisanja stranih direktnih investicija

- Postoji nekoliko različitih modaliteta kako investitor može da uđe na strano tržište.
- Osnovni modaliteti investiranja u inostranstvo su:
  - Green – field investicije.
  - Kupovine (acquisition) ili spajanje sa već postojećim kompanijama (merger).
  - Zajednička ulaganja.
- Koji će se model koristiti zavisi od nekoliko faktora, od kojih su najvažniji: motiv investitora i njegova finansijska snaga i uslovi na tržištu (konkurencija, otvorenost tržišta, itd.) za koje se planira investiranje.

- Green – field investicije podrazumevaju podizanje potpuno novih pogona, gde se na strano tržište, uglavnom donosi nova tehnologija, novi načini upravljanja i kontrole, a neretko i sam menadžerski kadar.
- Za zemlju domaćina, kao najznačajnijij efekat, green – field investicija obezbeđuje nova radna mesta, a nije zanemarljiv ni dolazak nove tehnologije, novi način poslovanja i povećanje konkurencije, što ima za posledicu pritisak na domaću privredu da poveća produktivnost i efikasnost.

- Spajanje (merger) dve kompanije predstavlja fuziju dva jednaka partnera, mada se u praksi veoma teško povlači granica između spajanja i tzv. preuzimanja (take-over), odnosno kupovine (acquisition) većinskog paketa akcija.
- Zato se spajanja najčešće i tretiraju kao većinske kupovine (majority acquisition), jer ima mnogo graničnih slučajeva kada se ne zna da li je reč o prostom preuzimanju ili stvarnoj fuziji.
- Spajanje je obično specijalni slučaj, kada obe kompanije žele da se udruže i čine to pod približno jedankim uslovima.
- Za razliku od toga, preuzimanje se obično realizuje bez želje jednog od učesnika – kompanije koja se preuzima.

- Postoje horizontalna spajanja kompanija, kada se povezuju kompanije iz istog sektora i vertikalna spajanja, kada se povezuju kompanije iz različitih vertikalnih faza lanca formiranja vrednosti, obezbeđujući monopolsku poziciju tako kreiranom subjektu, koji ostvaruje značajne troškovne prednosti (nabavlja inpute po znatno nižim cenama).



- Kupovine i spajanje kompanija (merger and acquisition) imaju nekoliko prednosti u odnosu na ostale modele stranih direktnih investicija, a to su:
  - Lako i brzo se dolazi do novih kapaciteta.
  - Najčešće su potrebna manja ulaganja nego kod green – field investicija.
  - Lakše se ostvaruje prednost ekonomije obima u nabavci, administraciji i finansijama.
  - Omogućava unapređenje istraživanja i razvoja, maksimiziranje prodaje u kratkom roku.
  - Neposredno povećanje tržišnog udela.

- Zajednička ulaganja (ZU) predstavljaju partnerski odnos dva ili više preduzeća koja stvaraju poseban poslovni entitet tako što svaki od učesnika doprinosi u formi kapitala, tehnologije, marketinškog iskustva i kadra, a radi preduzimanja određene ekonomske aktivnosti.
- Zajednička ulaganja mogu nastati na dva načina:
  - Formiranjem novog pogona koji će proizvoditi određenu robu ili pružati određenu uslugu.
  - (ili)
  - Kada jedan partner otkupi deo kapitala već postojećeg privrednog subjekta.
- Uočljiva je razlika između zajedničkih ulaganja i integracije ili spajanja preduzeća. Zajedničkim ulaganjem nastaje novi poslovni entitet, odnosno formira se novi konkurent, dok u slučaju integracije i spajanja preduzeća jedno od preduzeća obično prestaje da postoji.