

КОМИСИЈА ЗА РАЧУНОВОДСТВО И РЕВИЗИЈУ БОСНЕ И ХЕРЦЕГОВИНЕ

ИСПИТ ЗА СТИЦАЊЕ ПРОФЕСИОНАЛНОГ ЗВАЊА ОВЛАШЋЕНИ РЕВИЗОР (ИСПИТНИ ТЕРМИН: МАЈ 2018. ГОДИНЕ)

ПРЕДМЕТ 13: НАПРЕДНИ ФИНАНСИЈСКИ МЕНАЏМЕНТ

ЕСЕЈИ

Есеј број 1 - Међузависност квалитета корпоративног управљања и финансијског извјештавања, стр. 96-113

1. ПРЕДУЗЕЋЕ КАО СИСТЕМ, NJEГОВО ОКРУЖЕЊЕ I STRATEŠKI ФИНАНСИЈСКИ МЕНАЏМЕНТ

⁹⁶ Zadaci finansijske funkcije i menadžmenta imaju mnogo međusobnih dodirnih tačaka. Stoga, recimo, finansijske odluke i procjena investicionih projekata mogu imati veze s odlukama strateškog ili operativnog menadžmenta, ali i sa upravljanjem rizikom.

3.2. Међузависност квалитета корпоративног управљања и финансијског извјештавања

Zašto je korporativno upravljanje (engleski Corporate governance) postalo svjetska, pravna, ekonomska pa i politička tema, treba, prije svega, tražiti u sljedećim razlozima:

- talasu privatizacije koji je krajem 70-ih i početkom 80-ih godina prošlog vijeka zahvatio mnoge regione svijeta gdje se promjenama u organizaciji i odlučivanju nastojala promijeniti ekonomska zbilja,
- procesu integracija korporacija nakon 80-ih godina XX vijeka, jer se kod mnogih korporacija osjetila „uspavanost“ koja je prouzrokovala brojna neprijateljska preuzimanja;
- sve većem značaju institucionalnih investitora koji su, u osnovi, promijenili način i percepciju upravljanja korporacijama, jer kako direktori kompanija imaju obaveze prema svojim akcionarima, tako i institucionalni investitori imaju obaveze prema svojim članovima (vlasnicima penzionih planova, investitorima uzajamnih fondova i dr.) čiji novac investiraju;
- globalizaciji svjetskog finansijskog tržišta, a posebno tržišta kapitala;
- mnoštvu kriza i skandala, pa i globalna finansijska (ekonomska) kriza koji su identifikovali mnoge slabosti korporativnog upravljanja.

Iako je korporativno upravljanje s nama od kada su kompanije dobile sadašnju formu¹⁰³ u svim zemljama u tranziciji, pa i u Republici Srpskoj, ovaj fenomen je prepoznat kao jedan od ključnih limitirajućih faktora razvoja preduzeća i nacionalne ekonomije uopšte. Pitanjima unapređenja i sprovođenja principa dobrog korporativnog upravljanja u razvijenim zemljama staraju se odgovarajuća tijela formirana od najvišeg zakonodavnog organa (Skupštine- odnosno parlamenta). Njihov zadatak je da osmisle najbolju praksu korporativnog upravljanja. Takvih ili pak sličnih iskustava na ovim prostorima nema, i zato ćemo koristiti iskustva u Velikoj Britaniji koja bi mogla biti od koristi da se i mi ovim pitanjima počnemo sistematičnije baviti na ovim prostorima. Kada je riječ o evropskim iskustvima, ovdje se, pored ostalih, javljaju i pitanja:

- nivoa normativnog regulisanja pri kome država nerijetko, u nastojanju da otkloni nedostatke tržišta, ulazi u zamku prenormativisanosti.
- kako ova regulativa treba da bude uređena na nivou Evropske unije, a kojim dijelom treba da bude regulisana na nacionalnom nivou.

Ova i slična pitanja su danas od posebnog značaja u Republici Srpskoj, koja, umjesto Zakona o preduzećima, od 01.01.2009.g. ima Zakon o privrednim društvima. Čini se opravdanim prisjetiti se nekih skorašnjih iskustava koji govore da naša preduzeća nisu mogla biti konkurentna preduzećima iz razvijenih zemalja ni u situaciji kada su raspolagala najsavremenijim tehnologijama i sredstvima za rad. I pored znatno nižih zarada zaposlenih bitka za tržište i efikasno poslovanje gubila se uglavnom zbog inferiornog korporativnog upravljanja, što je, opet, povezano sa vještinom i sposobnošću donošenja poslovnih odluka.

Saglasno namjeni ove knjige i dovođenja u vezu korporativnog upravljanja i finansijskog izvještavanja, okvir u koji smještamo dalja razmatranja njegovog funkcionisanja je privredno

¹⁰³ A. Cadbury: Corporate Governance and Chairmanship - A personal view, Oxford, 2002 p.p. 2-3.

*"U svim stvarima
postoji mjera"*
(Pomorska izreka)

II. CIJENA I VREMENSKA VRIJEDNOST NOVCA

1. CIJENA NOVCA

Važno je konstatovati da novac, odnosno kapital, nije besplatan, tj. da on ima svoju cijenu. Kod nekih izvora finansiranja (obveznica) ta cijena predstavlja realan trošak finansiranja za preduzeće i time odražava stvarno izdavanje gotovine po osnovu kamate. S druge strane, kod određenih internih izvora samofinansiranja (akumuliranog dobitka, amortizacije) nema stvarnog izdavanja gotovine, već se ta cijena definiše kao „kalkulativna cijena“, koja zapravo predstavlja oportunitetni trošak. Cijene pojedinih izvora finansiranja zavise od tržišta i odnosa ponude i tražnje, ali ne samo od toga, što se najbolje može vidjeti iz strukture kamatnih stopa. Kamate su osnovne cijene dužničkih finansijskih instrumenata koje utiču i na kretanja svih segmenata finansijskih tržišta, pa prema tome i na makroekonomska kretanja u privredi. One utiču i na donošenje poslovnih, posebno strateških odluka pojedinih preduzeća, kao i na naše privatne živote. U nastavku treba napraviti potpunu distinkciju pojmova kamatne stope i kamate. Naime, kamatna stopa predstavlja godišnju stopu prinosa na investiciju i finansijski instrument do njegovog dospeljeća, dok pod kamatom treba podrazumijevati novčani ekvivalent kamatne stope koja se izražava u jedinicama određene valute. Dakle, osnovano je ustvrditi da je kamatna stopa zapravo cijena novca.

Kamatna stopa predstavlja godišnju stopu prinosa na investiciju i finansijski instrument do njegovog dospeljeća, dok pod kamatom treba podrazumijevati novčani ekvivalent kamatne stope koja se izražava u jedinicama određene valute.

1.1. Структура каматних стопа

Za investitore i poslovne kompanije od presudnog je značaja da shvate faktore koji utiču na kretanje kamatnih stopa. Na primjer, jedna kompanija je finansirala izgradnju nove poslovne zgrade, koja je bila kompletno zakupljena uglavnom od domaćih zakupaca, te su zbog toga nastojali da dobiju dugoročne kredite. Nakon pregledanja mogućih opcija kreditiranja, dvije najbolje opcije su bile identične, osim u jednom važnom elementu. *Prva* opcija je u kreditnim uslovima nudila fiksnu kamatnu stopu s plaćanjem kazni za eventualnu prevremenu isplatu. *Druga* je nudila varijabilnu kamatnu stopu. Pošto su kamatne stope bile veoma visoke, fiksna kamatna stopa kredita izgledala je niska te prihvatljiva i zato što je bila prenosiva ukoliko bi zgrada bila prodana. Menadžeri ove kompanije su smatrali da će ovakav kredit povećati tržišnu vrijednost zgrade. Pošto je procijenjeno da kamatne stope neće opadati, preduzeće je prihvatilo kredit s fiksnom stopom.

Nažalost, menadžeri ove firme nisu imali koristi od ove odluke, jer su kamatne stope ostale na istom nivou samo nekoliko mjeseci, a zatim su opale. Kad je ova firma pokušala da

Есеј број 3

– Стратегије с опцијама – дуги и кратки *straddle*

- a) Дефинишите опције и битне елементе опцијских уговора (4 бода)
- b) Дефинишите када су опције у, изван и при новцу (*in/out/at the money*) (6 бодова)
- c) Дефинишите дуги и кратки *straddle* као инвестиционе стратегије (4 бода)
- d) Дајте примјер дуге *straddle* стратегије (6 бодова)

ОДГОВОР:

1. Један од најзначајнијих облика развоја на финансијским тржиштима у новије вријеме је развој тржишта изведених ХОВ. Изведене ХОВ су инструменти чија је вриједност изведена из вриједности друге (везане) финансијске имовине (дионица, обвезница, валута и сл.), нефинансијске имовине попут робе или вриједности тржишних индекса. Из овог разлога се ови инструменти називају још и дериватима (енгл. *derivative assets* или *contingent claims*).

2. Најраспрострањеније изведене ХОВ су опције и фјучерси. Опција (енгл. *option*) је вриједносни папир који власнику даје право било да купи (опција куповине, *call* опција – енгл. *call option*), било да прода (опција продаје, *put* опција – енгл. *put option*) везану имовину на тачно одређени дан у будућности (европска опција) или током одређеног периода (америчка опција) по тачно одређеној цијени – цијени извршења (енгл. *strike price*). Купац опције плаћа продавцу опцијску премију (цијену опције), која купцу доноси право али не и обавезу да поднесе опцију на извршење, овисно о кретању цијене везане имовине унутар уговорног рока и/или на дан самог истицања опције. Опцијска премија коју плаћа купац продавцу код *call* опције опада како расте цијена извршења, јер је право да се нешто купи по већој цијени извршења мање вриједно. Обрнуто, цијена *put* опције расте са порастом цијене извршења, јер је право да се нешто прода по већој цијени више вриједно.

3. Опција може бити у новцу (енгл. *in the money*), изван новца (енгл. *out of the money*) и при новцу (енгл. *at the money*). Опција је у новцу ако је спот цијена везане имовине (СЦ – спот цијена) повољна у односу на цијену извршења (ЦИ – цијена извршења), тј. ако купац опције зарађује њеним извршењем. За *call* опцију то значи да тренутна тржишна цијена, СЦ везане имовине треба бити већа од ЦИ, док је пут опција у новцу онда када је тренутна тржишна цијена, СЦ, мања од ЦИ. Опција је изван новца ако је цијена везане имовине неповољна у односу на цијену извршења, тј. ако би купац опције губио извршавањем опције. *Call* опција је изван новца онда када је $СЦ < ЦИ$, а пут опција онда када је $СЦ > ЦИ$. Опција је при новцу ако је цијена везане имовине једнака цијени извршења. И *call* и *put* опција су при новцу онда када је $СЦ = ЦИ$, тј. ако је цијена извршења једнака спот цијени везане имовине.

Straddle је инвестицијска стратегија која омогућује инвеститору да заради на бази промјене цијене везане имовине, без обзира на смјер кретања цијене. Дуги *straddle* (енгл. *long straddle*) је куповина и *call* и *put* опције на исту везану имовину, исте цијене извршења и истог истицања. Дуги *straddle* је стратегија ограниченог ризика и великих могућности за зараду, која је теоретски неограничена. Кратки *straddle* (енгл. *short straddle*) укључује истовремену продају и *call* и *put* опције на исту везану имовину, исте цијене извршења и истог истицања. Зарада је код ове стратегије ограничена, а губици нису, те је ова стратегија изразито ризична.

У наставку је примјер дуге *straddle* стратегије.

Купљене су симултано 2 опције на дионице исте корпорације (сваки уговор гласи на 100 дионица), с истом цијеном извршења од 200 \$ и истим датумом истицања. Опцијска премија код *call* опције износи 1 \$ по дионици, а код *put* опције 0,85 \$ по дионици.

Преломне тачке стратегије:

$$ПТ_1 = ЦИ - (ЦО_c + ЦО_p)$$

$$ПТ_1 = 200 \$ - (1 \$ + 0,85 \$) = 198,15 \$$$

$$ПТ_2 = ЦИ + (ЦОц + ЦОп)$$

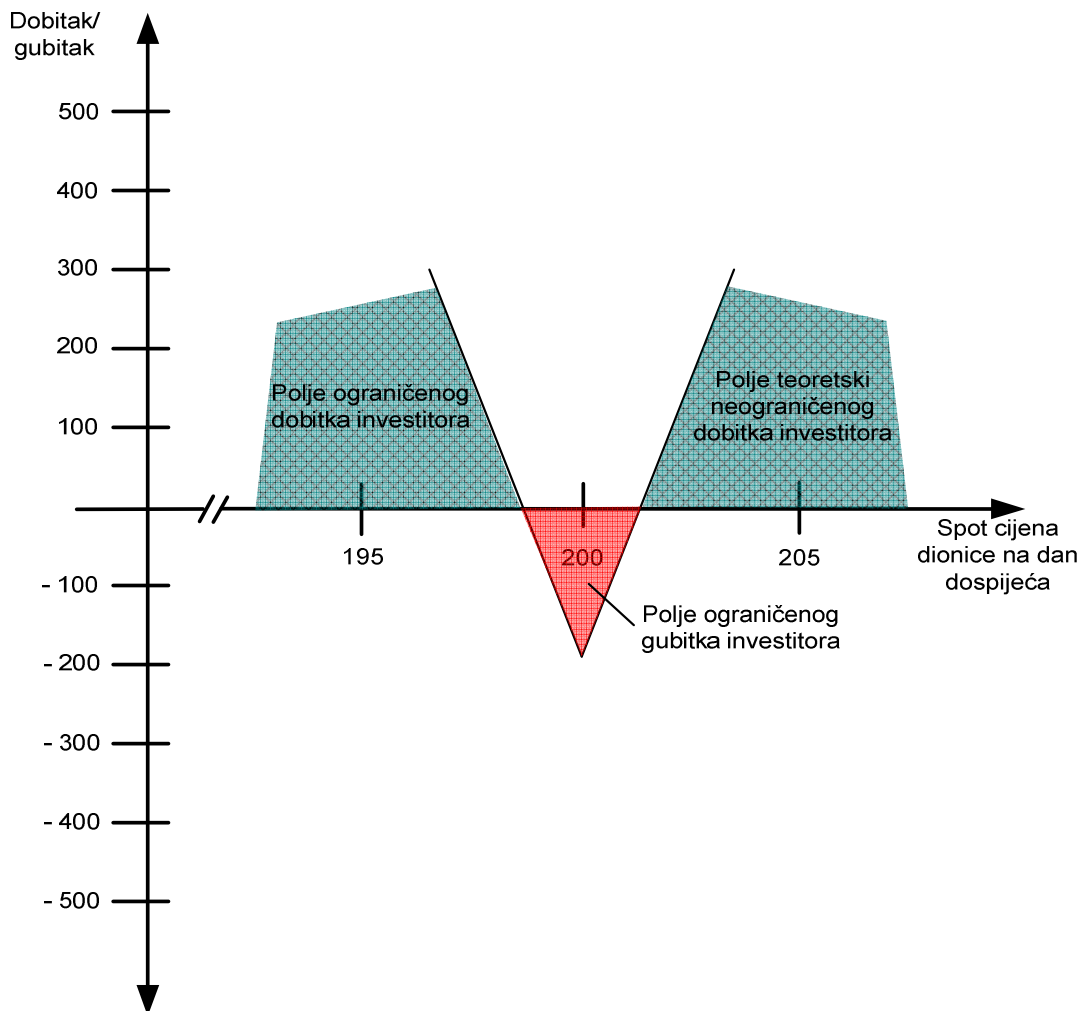
$$ПТ_2 = 200 \$ + (1 \$ + 0,85 \$) = 201,85 \$$$

Мах. губитак овог инвеститора:

$$\text{Мах. губитак} = ЈТц + ЈТп = ЦОц \times \text{број дионица} + ЦОп \times \text{број дионица}$$

$$\text{Мах. губитак} = 100 \$ + 85 \$ = 185 \$$$

Графикон дуги straddle



ЗАДАЦИ

Задатак број 1

Израчунај очекивани принос портфолија састављеног од 60% хартија од вриједности предузећа А и 40% предузећа Б, под сљедећим претпоставкама:

- а) Очекује се да ће предузеће А зарадити 9%, уколико економија у земљи буде стандардна; у случају рецесије, зарада ће бити 11%.
- б) Предузеће Б очекује да ће у наведеним стандардним условима пословања остварити зараду од 7%, а у условима рецесије 6%.
- в) У евентуалној експанзији економије, очекује се да ће зарада у оба предузећа достићи ниво од 15%.
- г) Вјероватноћа да ће привреда бити стандардна је 80%, у рецесији 15% и у експанзији 5%.

Рјешење:

$$K_A = (9\% \cdot 0,8) + (11\% \cdot 0,15) + (15\% \cdot 0,05) = 9,60\% \quad (5 \text{ бодова})$$

$$K_B = (7\% \cdot 0,8) + (6\% \cdot 0,15) + (15\% \cdot 0,05) = 7,25\% \quad (5 \text{ бодова})$$

Очекивана стопа приноса портфолија:

$$K_P = (0,6 \cdot 9,60\%) + (0,4 \cdot 7,25\%) = 8,66\%. \quad (10 \text{ бодова})$$

Одговор:

Очекивани принос портфолија састављеног од 60% хартија од вриједности предузећа А и 40% предузећа Б је 8,66% (збир пондерисаних стопа приноса на појединачне хартије од вриједности).

Задатак број 2

Израчунати тражене величине инвестиција описаних у наставку:

- a) Принос за раздобље инвестирања (holding period return - HPR) на дионицу је износио 25%. Продајна цијена била је 20 KM, а почетна цијена 18 KM. Колико је износила дивиденда?
(5 бодова)
- b) Ако ваша инвестиција зарађује 15% за прву годину, 10% у другој години, а у трећој губи 14%, колико износи укупан сложени принос на ову инвестицију?
(5 бодова)
- c) Претпоставимо да платите 9.800 KM за трезорске записе номиналне вриједности 10.000 KM са роком доспијећа од 2 мјесеца. Колико износи годишњи принос (annual percentage rate - APR) на ову инвестицију?
(5 бодова)
- d) Претпоставимо да платите 9.600 KM за трезорске записе номиналне вриједности 10.000 KM с роком доспијећа 6 мјесеци. Колико износи ефективни годишњи принос на ову инвестицију?
(5 бодова)

Рјешење:

Сваки дио од а. – д. се вреднује са по 5 бодова, тј. $4 \times 5 = 20$ бодова

а.

$$HPR = \frac{P_1 - P_0 + D_1}{P_0}$$
$$0.25 = \frac{20 - 18 + D_1}{18}$$
$$D_1 = 2,50 \text{ KM}$$

б.

$$P = (1 + 0,15)(1 + 0,10)(1 - 0,14) - 1 = 1,0879 - 1 = 8,79\%$$

ц.

$$APR = (10.000 - 9800) / 9800 * 12 / 2 = 12,24\%$$

д.

$$1 + EAR = (1 + HPR)^{\frac{12}{2}} = 1,0416^2 = 1,08507$$
$$EAR = 8,51\%$$