

Др Бранко Михаиловић  
Др Драго Цвијановић  
*Институт за економику пољопривреде, Београд*  
Наташа Михаиловић  
*ОШ Карађорђе, Велика Плана*

### УЛОГА КОНСАЛТИНГА У РАЗВОЈУ ФИНАНСИЈСКОГ ТРЖИШТА СРБИЈЕ<sup>1</sup>

#### Апстракт

*Организације које пружају консултантске услуге које се односе на наступ и активности на финансијском тржишту доводе до одговарајуће позитивне ланчане реакције. Наиме, домаћим и страним компанијама које желе да инвестирају пружају информације у вези са избором инвестирања, као и информације о перформансама предузећа у које се улаже. Такве пословне информације доводе до смањења ризика, који је иманентан пословној активности, нарочито оној која се реализује преко финансијског тржишта. Ризик расте у условима неизвесности, односно, у ситуацијама када је слабо располагање потребним пословним информацијама. Смањењем ризика повећава се атрактивност улагања, што је стимуланс за домаће и стране инвеститоре који вреднују различите комбинације ризик/принос. Растући ниво инвестирања у домаћа предузећа развија тржиште капитала као саставни део домаћег финансијског тржишта, при чему се прилив средстава реализује се кроз инвестиције у: нова предузећа, докапитализацију постојећих предузећа, консолидацију финансијског система.*

**Кључне речи:** *консалтинг, финансијско тржиште, ризик, принос, приватизација.*

### THE ROLE OF CONSULTING IN THE DEVELOPMENT OF FINANCIAL MARKET IN SERBIA

#### Abstract

Organizations that provide consulting services relating to the performance and activity in the financial markets lead to a corresponding positive chain reaction. Namely, the domestic and foreign companies wishing to invest in providing information regarding the selection of investments, as well as information about the performance of companies in which it invests. Such business information leads to a reduction in risk, which is immanent to the business activity, especially one that is realized through the financial markets. The risk increases with uncertainty, respectively, when there is poor access to the necessary business informations. Reducing the risk increases the attractiveness of the investment, which is a stimulant for domestic and foreign investors to evaluate various combinations of risk / return. Increasing levels of investment in local companies develop the capital market as

---

<sup>1</sup> Рад је део истраживања на пројекту 46006 “Одржива пољопривреда и рурални развој у функцији остваривања стратешких циљева Републике Србије у оквиру дунавског региона” финансираног од стране Министарства за науку и технолошки развој Републике Србије.

an integral part of the domestic financial market, with the inflow of funds realized through investments in new businesses, the recapitalization of existing companies, the consolidation of the financial system.

**Key words:** consulting, financial markets, risk, return, privatization.

## Увод

Концепт приватизације предузећа у Србији афирмише акционарску форму предузећа, где је капитал представљен акцијама. У таквој ситуацији значајна је улога специјализованих банака за пласман хартија од вредности (investment bankers). Наиме, оне служе као посредници између оних који издају вредносне папире и клијената који те папире купују. Емисија капитала путем акција представља комплексан подухват у који је укључено више субјеката. Главни субјекти су кандидати за емисију, Комисија за хартије од вредности, гарант (или инвестициона банка), овлашћени ревизор и разне врсте консултаната<sup>2</sup>.

Инвестициони банкари специјализоване банке за пласман хартија од вредности, осим што поспешују продају акција и осталих хартија од вредности, преузимају на себе и ризик од евентуалних губитака и саветују предузеће-клијента о најповољнијем начину финансирања. Осим тога, они нуде и различите финансијске и консалтинг услуге, укључујући и услуге које се могу добити од рачуноводствених и других професионалних фирми за пружање услуга.

Консултантске организације које пружају услуге у домену финансијског реструктурирања послују на висококонкурентном консалтинг тржишту. Конкуренција је значајан покретач и фактор који утиче на понуду и понашање консултантских компанија. Наиме, оне се боре за клијенте и тржишта са другим фирмама исте бранше и са фирмама друге специјалности. Консултантске компаније које пружају финансијске услуге и investmentbankers-а у своју понуду укључују и правне савете клијентима, уместо да им препоручују самосталне правне агенције. Насумњиво је да консалтинг тежи да се максимално адаптира потребама клијента и конкретној ситуацији у организацији. Будући да је тешко дефинисати проблеме само као финансијске, за клијенте је битно да могу да траже и добију финансијске и друге консалтинг услуге које су координиране и допуњене саветима у вези са различитим виђењима проблема који се решава. Већина клијената више воли да купи услуге које је одабрала, координирала и оформила у јединствен пакет само једна консултантска компанија. То је тзв. услуга „на једном месту или из једног излога” (one shop or one window service).<sup>3</sup>

Приликом емисије капитала, осим инвестиционих банкара, значајну улогу имају консултанци - ревизори. Сврха њиховог ангажовања је утврђивање исправности и истинитости финансијских извештаја. Ради се о консултантској услузи која се јавља како пре приватизације, тако и након ње. У наредном периоду тражња за овом консултантском услугом ће расти, будући да је у међународној конкуренцији правило да се подаци компанија не могу у потпуности сматрати веродостојним све док се званично не потврде од консултанта ревизора. Корисници ревидираних

<sup>2</sup> Ђуричин, Д. (1996): *Управљање помоћу пројеката*, Deloitte&Touche и Економски институт, Београд, стр. 361.

<sup>3</sup> Петровић, П. (2002): “Пораст тражње за услугама финансијског консалтинга”, часопис *Финансије*, број (9-10), 2002, стр. 557.

финансијских извештаја могу бити сви они субјекти који користе те извештаје у циљу задовољења различитих потреба.

Након емисије капитала, тј. акција, финансијско реструктурирање обавља се путем различитих операција с акцијама. Финансијски консултанти предлажу оне операције које ће допринети побољшању „финансијске конструкције” предузећа-клијента. Најбитније операције са акцијама којима се спроводи финансијско реструктурирање су: исплата дивиденди у акцијама, подела стока акција, откуп акција. Исплата дивиденди у акцијама је вид рекапитулације предузећа, будући да не долази до одлива готовине кроз дивиденде. Подела стока акција доводи до раста броја акција пропорционално паду номиналне вредности. Консултанти предлажу клијенту поделу стока акција како би се, путем смањења јединичне цене, убрзао промет акција. Емисија акција изнад 25 процената преко емитоване вредности акција третира се поделом стока, док се емисија акција испод 25 процената постојеће емитоване вредности третира исплатом дивиденди у акцијама. Откуп акција је операција куповине емитованих општих акција од стране предузећа емитента. Акционарска предузећа откупљују сопствене акције куповином на секундарном тржишту или преко тендера.

### Утицај консалтинга на развој финансијског тржишта

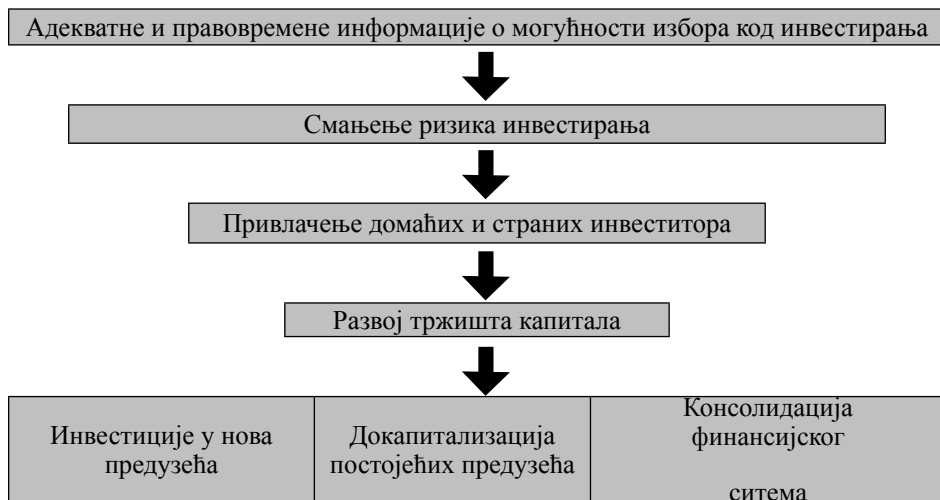
У таквим условима значајну улогу имају финансијски посредници (банке, осигуравајућа друштва, пензиони фондови, инвестициони фондови и сл.), као и други учесници (инвестиционе банке, ревизори, агенције за кредит рејтинг и сл.). Модерни финансијски консалтинг је значајан облик унапређења пословне праксе за наступ на домаћим и иностраним финансијским тржиштима. Наиме, са развојем финансијског тржишта јавља се потреба за разним услугама из области финансијског консалтинга. За кориснике услуга финансијског консалтинга значајно је да могу да добију финансијске и техничке услуге које су допуњене саветима у вези са различитим виђењима проблема који се решава. Консултантске услуге из области финансијског консалтинга обезбеђују потребно знање за којим постоји реална потреба. Такође, финансијски консалтинг омогућава процену и предлагање конкретне финансијске активности, скраћење времена за обављање финансијске активности, као и уношење нових идеја и приступа у праксу.

Осим финансијских услуга везаних за промет хартија од вредности приватизованих предузећа, јављају се и друге специфичне активности. У даљем развоју финансијског тржишта у Србији посебну улогу имају банке за пласман хартија од вредности тј. инвестициони банкарски, који имају посредничку функцију између издаваоца вредносних папира и клијената који их купују. Такође, значајна је улога берзанских посредника, који, како сам назив каже, имају посредничку функцију и при том су активни учесници у свим сегментима финансијског тржишта Србије. Поједини берзански посредници своју мисију дефинишу на следећи начин:<sup>4</sup> „Наша намера је да у свим сегментима финансијског тржишта Србије будемо активни учесници, како би нашим клијентима могли да пружимо максималну могућност избора код инвестирања, поштујући принцип диверсификације пласмана и самим тим, дисперзије ризика. Ми смо увидели важност одржавања и константног унапређивања квалитета реализације трансакције за клијента. Због тога непрестано програмски пратимо извршавања налога и послова да би у целокупан процес унели побољшања од којих ће наши клијенти имати највише користи”.

<sup>4</sup> [www.senzal.co.yu](http://www.senzal.co.yu)

Фирме које пружају консултантске услуге које се односе на наступ и активности на финансијском тржишту доводе до одговарајуће позитивне ланчане реакције.<sup>5</sup> Наиме, клијентима који желе да инвестирају (домаћим и страним компанијама) пружају информације у вези са избором инвестирања, као и информације о перформансама предузећа у које се улаже. Адекватне и правовремене информације о начину инвестирања доводе до смањења ризика, који је иманентан пословној активности, нарочито оној која се реализује преко финансијског тржишта. Ризик расте у условима неизвесности, односно, у ситуацијама када је слабо располагање потребним пословним информацијама. Смањењем ризика повећава се атрактивност улагања, што је стимуланс за домаће и стране инвеститоре који вреднују различите комбинације ризик/принос. Растући ниво инвестирања у домаћа предузећа развија тржиште капитала као саставног дела домаћег финансијског тржишта. Прилив средстава реализује се кроз инвестиције у: нова предузећа, докапитализацију постојећих предузећа, консолидацију финансијског система. Адекватна консултантска услуга је тиме значајна како предузећу - улагачу, тако и предузећу у које се улаже. Индиректно, у зависности од успешности трансакције и даљег пословања предузећа, зависи и промет акцијама, који доприноси даљем развоју финансијског тржишта. Претходне активности и утицаји приказани су на слици 1.

Слика 1. Утицај консалтинга на развој финансијског тржишта



Уз помоћ стандардних и специјализованих извештаја, креираних према захтевима модерног тржишта, дневних и недељних билтена, података о трговању и непрекидној комуникацији са аналитичарима, клијенти стичу детаљан увид у финансијско тржиште, макроекономско окружење и трендове који наступају. У циљу ефикаснијег промета акцијама и изградњи савремене институционалне инфраструктуре финансијског тржишта, консалтинг се прилагођава потребама клијената.

Наиме, у овој сфери ангажују се тзв. корпоративни агенти и правни консултан-ти на пословима са Централним регистром хартија од вредности.<sup>6</sup> Услуге корпора-

<sup>5</sup> Михаиловић, Б. (2007): *Улога консалтинга у реструктурирању предузећа у транзицији*, монографија, Институт за економику пољопривреде, Београд.

<sup>6</sup> [www.senzal.co.yu](http://www.senzal.co.yu)

тивног агента подразумевају: идентификацију хартија од вредности код Централног регистра, отварање емисионог рачуна хартија од вредности издаваоца код Централног регистра, спровођење процедуре регистрације хартија од вредности, као и асимилацију различитих емисија хартија од вредности. Корпоративни послови у вези са хартијама од вредности обухватају читав сет техничких и консалтинг услуга у вези са евиденцијом хартија од вредности код Централног регистра.<sup>7</sup>

Еклатантан пример финансијског консалтинга у земљама у транзицији је мултинационална фирма *Coppers & Lubrand*, која спада међу пет највећих мултинационалних компанија у свету за пружање ревизорских, финансијских и пореских услуга. *Coppers & Lubrand International* је конституисан у Швајцарској, а пружа услуге клијентима у преко 120 земаља. У земљама Источне и Централне Европе ова компанија запошљава преко 1400 консултаната. Ова консултантска компанија има представништва у 13 земаља овог региона, Русији и Украјини, у бившим југословенским републикама и основане своје фирме. Такође, има изузетну експертизу, покретљивост и искуство. На просторима бивше Југославије присутна је од 1973. године. Реч је о заједничком улагању са домаћим фирмама, пошто су Светска банка и ИФС захтевали међународну ревизију рачуноводствених исказа. Развијен је читав тим од 250 ревизора у оквиру тадашње службе друштвеног књиговодства. Обучавани су по методу *Coppers & Lubrand* и обављали су послове финансијског консалтинга до 80-тих година.

У савременим, нашим условима, финансијски консалтинг и ревизија су од великог значаја за стране инвеститоре, код којих постоји потреба да разумеју и схвате финансијске извештаје који им се достављају. У таквој ситуацији, повећана конкуренција домаћих и страних компанија које се такође баве финансијским консалтингом утицаће на опредељење потенцијалних клијената.

## Консалтинг у спајању и припајању предузећа

Током транзиције, предузећа пролазе кроз свеобухватне и вишедимензионалне промене. Трансформација предузећа захтева различите видове консалтинга.<sup>8</sup> Наиме, консултанти имају значајну улогу током целокупног процеса приватизације предузећа. Претходни процес обухвата све активности потребне да се друштвено предузеће преведе у облик акционарског предузећа, које свој даљи раст и развој обезбеђује путем емисије капитала или путем спајања и припајања са другим предузећима, што представља последњу фазу транзиције.

<sup>7</sup> Према подацима брокерске куће *Сензал*, корпоративни послови у вези са хартијама од вредности регистрованих код Централног регистра хартија од вредности су следећи: администрирање Емисионог рачуна код Централног регистра хартија од вредности (HoV); учествовање у процесу ажурирања промена у евиденцији Централног регистра HoV, кроз процес клиринга и салдирања обавеза и потраживања у хартијама од вредности и новцу, насталих на основу закључених послова; издавање извода из стања у књизи акција за потребе издаваоца, у складу са Правилима пословања централног регистра; учествовање у поступку исплате дивиденде кроз упућивање налога Централном регистру HoV за исплату дивиденде у хартијама од вредности и новцу, као и исплату купона и главнице обвезница; контакт са Комисијом за хартије од вредности, Централним регистром HoV и Београдском берзом поводом питања везаних за евиденцију о хартијама од вредности од значаја за издаваоца; услуге обавештавања акционара о скупштини акционара, заступничкој изјави и др.

<sup>8</sup> Михаиловић, Б. (2007): *Улога консалтинга у реструктурирању предузећа у транзицији*, монографија, Институт за економику пољопривреде, Београд.

Спајања и припајања предузећа представљају технику пословног реструктурирања. Одлука да ли ићи на спајање или припајање са неким предузећем има далекосежене пословне последице. У ове пословне трансакције укључени су финансијски и други консултанци - трговачке и инвестиционе банке, брокерске, ревизорске, адвокатске и друге куће. Нарочито је значајна улога инвестиционих банкара у процесу мерџера и аквизиција, која је вишеструка и усмерена ка:<sup>9</sup>

- Трагању за фирмама потенцијалним таргетима за освајање (фирме које, у поређењу са осталим предузећима, имају лоше перформансе, фирме које имају вишак ликвидне активе или чија се актива може продати скупље од њихове садашње тржишне вредности, случајеви код којих је занемарена синергија која би се могла остварити преузимањем);
- Учешћу у припреми одлука и преговорима о купопродаји;
- Помагању циљним компанијама да развију дефанзивну тактику и учешћу у креирању тактика које ће те компаније учинити мање привлачним за преузимање;
- Ангажовању у процени циљне компаније;
- Финансирању припајања циљне компаније;
- Разним операцијама са акцијама потенцијалних кандидата за аквизиције (риск арбитраже).

Уочљиво је да су консултанци укључени како са стране предузећа-купца, тако и са стране циљног предузећа. Потреба за консултантима расте због тога што су обе стране које су укључене у претходне процесе непотпуно информисане о пословању другог предузећа. У овој ситуацији потреба за комплексним и интегрисаним информацијама иницира потребу за консалтингом. Менаџери предузећа-купца ангажују консултанте да процене вредности циљног предузећа. Такође, консултанци се ангажују за извршење више задатака које клијент наводи у уговору. Истовремено, предузеће-кандидат за припајање такође може потражити услуге консултаната. У том случају, крајњи резултат увелико зависи од експертизе и информисаности консултаната који се налазе на супротним странама.

Обим услуга који се захтева од консултанта под утицајем је могућности самог предузећа да својим кадровима и финансијским ресурсима изврши финансијску анализу и финансира стратегију спајања (припајања). Уколико је трансакција мале вредности, у већини случајева биће довољна стручна помоћ финансијског, правног и рачуноводственог сектора самих предузећа. Код сложенијих трансакција већих вредности ангажују се консултанци у фази планирања и фази реализације стратегије спајања (припајања).

Финансијске надокнаде које захтевају консултанци зависе од величине трансакције, као и од природе консултантских услуга које се од њих траже. Најчешће су састављене од фиксног дела, који клијент плаћа по основу самог ангажовања консултанта и варијабилног дела, који зависи од успеха трансакције. Износ финансијске надокнаде је предмет преговора између укључених интересних група. У последње време проналазе се многи начини како би се консултанци мотивисали да раде максимално у корист клијента.

Уколико су консултанци ангажовани од стране предузећа-купца, консалтинг помоћ обухвата савете у погледу вредности предузећа-кандидата за припајање, структурирања понуде циљном предузећу, па све до указивања на евентуална законска ограничења која се односе на повећану концентрацију у одређеној грани.

---

<sup>9</sup> Денчић-Михајлов, К. (2003): “Улога финансијских консултаната у процесима спајања и припајања предузећа”, *Свет финансија*, април-мај-јун 2003, стр. 21.

Основна функција консултаната је помоћ у проналажењу аквизиционих могућности и лоцирању атрактивних предузећа за припајање. Инвестиционе и трговачке банке имају у свом саставу специјална одељења која прикупљају информације о предузећима која имају лоше пословне перформансе у односу на остале у грани, која имају велики неискоришћени капацитет задуживања, где постоји неискоришћена синергија и др.

После консалтинг помоћи у проналажењу циљног предузећа, потребни су друкчији облици консалтинга. Наиме, консултанти се ангажују у циљу оцене пословања циљног предузећа, као и услуге процењивања вредности. Ревизорско-консултантске куће пружају информације заинтересованим предузећима о финансијском положају и резултатима у претходном периоду. Такође, консултанти врше процену обавеза, ризика пословања, као и стратешких снага и слабости таргета.

Уколико се ради о добровољним трансакцијама спајања два предузећа, важно је да се предузећа усагласе о фер цени таргета. Кључна област, у којој су битни стручност и искуство консултаната, јесте вредновање синергетских ефеката који ће се остварити екстерним растом. Наиме, основни мотив стварања мерџера јесте да тржишна вредност новог предузећа буде већа од укупне тржишне вредности предузећа која послују независно. Стварање додатне вредности путем мерџера је резултат синергије. Комбинована вредност после стварања мерџера је већа од суме вредности појединих фирми када су биле посебни ентитети<sup>10</sup>.

Код формирања мерџера улога консултаната огледа се у утврђивању тржишне вредности предузећа које се припаја и утврђивању коефицијента замене тј. сразмере у којој ће се једна акција припојеног предузећа замењивати за акције предузећа које наставља да егзистира. Методолошки, коефицијент замене може се представити текућом тржишном ценом обичних акција предузећа које се припаја, што је доња граница замене. Горња граница би представљала вредност коју консултант добија на бази очекиване стопе раста нето добитка и дивиденде по акцији као и одговарајуће тржишне стопе капитализације. Међутим, стварна величина утврђује се у процесу преговарања о формирању мерџера, у чему је значајна експертиза консултаната које ангажују како предузеће-купац, тако и предузеће-кандидат за припајање.

Поред претходне помоћи, консултанти прикупљају и информације о потенцијалним конкурентским предузећима. Те информације омогућавају да се дефинише тактика преговора са менаџерима циљне фирме. Истовремено, неопходно је ангажовање правних консултаната који пружају правне савете, како не би дошло до повреде антимонополског законодавства, као и да припреме одбрану предузећа-купца, уколико дође до повреде закона.

За успех мерџера и аквизиција неопходно је обезбедити тачност извештаја и њихово аранжирање. С тим у вези, ангажују се брокери, ревизорско-консултантске куће, консултанти за односе са јавношћу и други. За комплексно сагледавање улоге консалтинга у претходним процесима корисно је сагледати и услуге консултаната које се траже од циљног предузећа.

Улога консултаната у процесу спајања (припајања) са становишта потреба таргета вишеструко је усмерена углавном ка<sup>11</sup>:

- Сигнализирању таргету о појави потенцијалних предузећа купаца;
- Развијању тактике одбране од нежељених припајања;

<sup>10</sup> Aragon, G. A. (1989): *Financial Management*, Allyn and Bacon, Boston 1989, str. 827.

<sup>11</sup> Денчић-Михајлов, К. (2003): “Улога финансијских консултаната у процесима спајања и припајања предузећа”, *Свет финансија*, април-мај-јун 2003, стр. 21.

- Вредновању таргета и учешћу у преговорима са купцем о спровођењу мерџера и аквизиција.

Консултанти, на основу праћења кретања цена акција и перформанси циљног предузећа, дају прогнозе о томе да ли је појава потенцијалног заинтересованог предузећа-купца вероватна у наредном периоду. Трговачке и инвестиционе банке, као и адвокатске куће, представљају консултанте који су често специјализовани за пружање помоћи у циљу блокирања мерџера и аквизиција. Консалтинг помоћ у овој ситуацији подразумева уверавање акционара циљне фирме да је понуђена цена за њихове акције ниска, давање савета за промене статута, куповину сопствених акција на секундарном тржишту у циљу подизања тржишне цене акција и сл.

Процеси спајања и припајања предузећа представљају једну од последњих фаза транзиције. При томе, они су битна техника пословног реструктурирања предузећа у коме консултант имају значајну улогу. Будући да је приватизација предузећа у Србији у току, као и да акционарска култура тек треба да заживи, може се очекивати да ће у наредном периоду консалтинг услуге у спајању и припајању предузећа бити изузетно тражене.<sup>12</sup>

### Пример

Појмимо од претпоставке да се формира мерџер од предузећа А и предузећа Б. Ново предузеће задржава идентитет предузећа А, пошто је оно веће, те му се припаја предузеће Б. У овом случају, основни задатак консултанта је да процени тржишну вредност предузећа Б. Да би се то могло радити, потребно је поћи од следећих претпоставки за предузеће Б:<sup>13</sup> планирани годишњи приход од продаје износи 20.000.000 динара, укупна средства износе 17.500.000 динара, дугорочни дугови и краткорочне обавезе износе 7.500.000 динара, годишњи добитак пре амортизације пореза (што представља и примање готовине) износи 2.500.000 динара, годишњи трошкови амортизације износе 500.000 динара и стопа пореза на добитак је 40%.

Управа предузећа А предвиђа уштеде у предузећу Б (уколико дође до њеног припајања) од 500.000 динара, које се јављају као синергијски ефекат (без повећања обима продаје, без додатног ангажовања средстава и без промене структуре капитала). Просечна цена капитала предузећа А износи 10% и могла би се смањити на 9% уколико би дошло до припајања Б. Консултант ће најпре утврдити годишњи нето добитак за предузеће Б, и то пре и после спајања са предузећем А. Годишњи нето прилив готовине пре припајања износио је 1.700.000 дин. (1.200.000 нето добитак + 500.000 амортизација), док ће у случају припајања предузећа А, односно, у случају формирања мерџера, тај прилив бити 2.000.000 дин. (1.500.000 + 500.000.) Уколико се претпостави да ће овај нето прилив готовине бити непромењен у неограниченом периоду, садашња вредност нето прилива готовине =  $2.000.000 / 0,10 = 20.000.000$  дин.

---

<sup>12</sup> Михаиловић, Б. (2007): *Улога консалтинга у реструктурирању предузећа у транзицији*, монографија, Институт за економику пољопривреде, Београд.

<sup>13</sup> Красуља, Д., Иванишевић, М. (2000): *Пословне финансије*, Економски факултет, Београд, стр. 485.



Табела 1. Обрачун нето добитка за предузеће које се припаја

	Пре Припајања	После припајања
Добитак пре амортизације и опорезивања (истовремено је и примљена готовина)	2.500.000	2.500.000
Ефекат уштеде		500.000
Укупан добитак пре амортизације и опорезивања	2.500.000	3.000.000
- амортизација	500.000	500.000
Добитак пре опорезивања	2.000.000	2.500.000
- порез (40%)	800.000	1.000.000
Нето добитак	1.200.000	1.500.000

Према томе, очекивани будући нето прилив готовине предузећа Б предузеће А процењује у садашњем тренутку на 20.000.000. дин. и пошто ће оно преузети дугорочне дугове и краткорочне обавезе предузећа Б у износу од 7.500.000. дин, биће спремно да за његов “сопствени капитал” плати највише 12.500.000 дин. (20.000.000 - 7.500.000).

Како се буде развијало тржиште капитала у Србији, консултант ће се ослањати на неке од модела за процењивање тржишне вредности обичних акција. Према моделу нормалног раста, тржишна вредност обичних акција била би:<sup>14</sup>  $P_0 = D_1 / (k - g)$ , где је  $P_0$  тржишна вредност по акцији,  $D_1$  износ дивиденде очекиван на крају прве године,  $k$  тржишна стопа капитализације која рефлектује одговарајући степен ризика (у овом случају је то просечна цена капитала фирме А) и  $g$  стопа раста дивиденде и нето добитка по акцији.

Ако пођемо од следећих претпоставки: предузеће Б емитовало је 100.000 акција и планира да исплати дивиденде у висини од 50% од оствареног нето добитка; истовремено се претпоставља да ће нето добитак и дивиденда расти по стопи од 5% годишње; оба предузећа имају исти степен ризика; припајањем предузећа Б неће се значајније пореметити финансијска структура предузећа А, што омогућује да се као дисконтна стопа за предузеће Б користи просечна цена капитала предузећа А. У датом примеру добија се:

$$P_0 = 7,5 / 0,10 - 0,05 = 150 \text{ дин.}$$

Тржишна цена акција предузећа Б износила би 150 дин. и то би била максимална цена по којој би предузеће А било спремно да плати ове акције, односно укупна вредност била би 15.000.000 дин.

## Закључак

У конкурентном окружењу, да би опстала, предузећа се морају непрестано мењати и развијати. Опстанак и развој подразумевају улагање напора у ревалуацију и поновну афирмацију конкурентних предности предузећа и њихових позиција на тржишту. Да би то постигле, и велике и познатије фирме светског гласа на развијеном тржишту Европе унајмљују познате консултантске куће у испомоћ, издвајајући за то знатна средства. Тим путем неминовно је морала да крене и српска привреда, јер је то једини пут који је води прикључењу привреди европске заједнице, а то значи

<sup>14</sup> Johnson, R. W. (1971): *Financial Management*, Allyn and Bacon, Boston, str. 248-252.

опстанку, стабилизацији и развоју. У таквим условима финансијски консалтинг је од великог значаја за стране инвеститоре, код којих постоји потреба да разумеју и схвате финансијске извештаје који им се достављају. Последично, повећана конкуренција домаћих и страних компанија које се такође баве финансијским консалтингом утицаће на опредељење потенцијалних клијената.

## Литература

1. Aragon, G. A. (1989): *Financial Management*, Allun and Bacon, Boston 1989.
2. Денчић-Михајлов, К. (2003): “Улога финансијских консултаната у процесима спајања и припајања предузећа”, *Свет финансија*, април-мај-јун 2003.
3. Ђуричин, Д. (1996): *Управљање помоћу пројеката*, Делoitте&Тоуцхе и Економски институт, Београд.
4. Johnson, R. W. (1971): *Financial Management*, Allun and Bacon, Boston
5. Красуља, Д., Иванишевић, М. (2000): *Пословне финансије*, Економски факултет, Београд.
6. Михаиловић, Б. (2007): *Улога консалтинга у реструктурирању предузећа у транзицији*, монографија, Институт за економику пољопривреде, Београд.
7. Петровић, П. (2002): “Пораст тражње за услугама финансијског консалтинга”, часопис *Финансије*, број (9-10).

[www.senzal.co.yu](http://www.senzal.co.yu)