



ISSN 0023-2394
ISSN 1450-6114
UDC 657

РАЧУНОВОДСТВО



South Eastern
European
Partnership on
Accountancy
Development

ЧАСОПИС ЗА РАЧУНОВОДСТВО, РЕВИЗИЈУ И ПОСЛОВНЕ ФИНАНСИЈЕ

♦ др Владе МИЛИЋЕВИЋ
РАЗВОЈНИ ПУТ УПРАВЉАЧКОГ РАЧУНОВОДСТВА

♦ др Даниела ПЕТРОВА
КОРИШЋЕЊЕ РАЧУНОВОДСТВЕНИХ ПРОЦЕНА У
МАНИПУЛАТИВНОМ ФИНАНСИЈСКОМ ИЗВЕШТАВАЊУ
И ОДГОВОРНОСТИ РЕВИЗОРА

♦ др Надица ФИГАР
УПРАВЉАЊЕ ПРОФИТАБИЛНОШЋУ КУПАЦА

♦ мр Саша МУМИНОВИЋ
ДИВЕРСИФИКАЦИЈА ПОРТФОЛИЈА -
ПРЕДНОСТ ИЛИ ЗАБЛУДА

7-8

РАЧУНОВОДСТВО

ЧАСОПИС ЗА РАЧУНОВОДСТВО, РЕВИЗИЈУ И ПОСЛОВНЕ ФИНАНСИЈЕ
ГОДИНА LI * Бр. 7-8 * Београд, јул-август 2008.

Издавач:
"РАЧУНОВОДСТВО" д.о.о.

Суиздавач:
Савез рачуновођа и
ревизора Србије

Генерални секретар
и главни и одговорни уредник
мр Перо Шкобић

Његошева 19, Београд, п. фах. 403
info@srrs.org.yu

Одговорни уредник
"Рачуноводства"
мр Јован ЧАНАК

Лектор
мр Ана Бојановић,

Технички уредник
Витомир Савић

РЕДАКЦИОНИ ОДБОР
Андрић др Мирко, Алексић Богољуб,
Вукелић др Гордана, Иванишевић др
Милорад, Малешевић др Ђоко, Малинић
др Слободан, Милићевић др Весна,
Новићевић др Благоје, Петровић др
Марко, Раичевић др Божидар,
Стојановић Рада, Секуловић др Богдан,
Чанак мр Јован,
Шкарић Јовановић др Ката

ИЗ ИНОСТРАНСТВА
Prof. Alexander Russell, Scotland
Prof. Mieczyslaw Dobija, Poland
Prof. Frants Butynets, Ukraine
Prof. Metka Tekavcic, Slovenia
Prof. Robert W. McGee, US
Prof. Serdar Ozkan, Turkey
Prof. Željko Šević, England UK

Телефони:
Ген.секретар 3239-444
Одговорни уредник 3344-883, 3344-887
Уредништво 3241-948
Саветници 3233-077, 3344-549
3345-043, 3345-329, 3345-429
Курсеви 33-43-140, 33-43-215, 3231-549
Маркетинг 3233-088
Ел. водич кроз посл. 3344-949, 3344-922
Претплата 3233-088, 3238-611
Рачуноводство 3344-405
Слободна телефонска линија (сугестије,
рекламације, коментари...) 33-45-001
Телефакс (011) 3231-220, 3345-527
E-mail: racunovodstvo@srrs.org.yu
Војвођанска банка А.Д. 355-1040232-19
Центробанка А.Д. 145-3232-76

Copyright © 1956, Савез РР Србије
Прештампавање објављених текстова није
дозвољено без одобрења издавача и
навођења извора.
Текст не може бити репродукован
снимањем, фотокопирањем, електронски
или на други начин, без претходне
сагласности издавача

Штампа: Космос, Београд, Светог Саве 16-18

CIP – Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд
657

РАЧУНОВОДСТВО : часопис за
рачуноводство, ревизију и пословне финансије
/главни и одговорни уредник Перо Шкобић;
одговорни уредник Јован Чанак. – Год. 43,
бр. 1 (јануар 1998)–. – Београд : Рачуноводство:
Савез рачуновођа и ревизора Србије, 1998 –
(Београд : Космос). – 29 цм
Месечно. - Наставак публикације: Књиговодство
(ћирилично изд.) = ISSN 0023-2394
ISSN 1450-6114 = Рачуноводство
COBISS.SR-ID 139739399

Садржај

НОВОСТИ ИЗ ПРОФЕСИОНАЛНИХ ОРГАНИЗАЦИЈА

Закључци са 39. симпозијума Савеза рачуновођа и ревизора Србије3

др Ричард MARTIN

IFRS за мала и средња предузећа - шта даље?5

УПРАВЉАЧКО РАЧУНОВОДСТВО

др Владе МИЛИЋЕВИЋ

Развојни пут управљачког рачуноводства.....9

КОНТРОЛА И РЕВИЗИЈА

др Даниела ПЕТРОВА

Коришћење рачуноводствених процена у манипулативном
финансијском извештавању и одговорности ревизора23

ПОСЛОВНЕ ФИНАНСИЈЕ

др Надица ФИГАР

Управљање профитабилношћу купаца35

др Саша МУМИНОВИЋ

Диверсификација портфолија - предност или заблуда44

Мр Нермина ПОБРИЋ

Вишеструка и модификована интерна стопа приноса55

ЈАВНЕ ФИНАНСИЈЕ, БАНКАРСТВО И ИНВЕСТИРАЊЕ

проф. др Хасиба ХРУСТИЋ

Земље пореског раја и облици пословања њима62

Contents

NEWS FROM THE PROFESSIONAL ORGANISATIONS

Conclusions made on 39th Symposium of the Serbian Association of Accountants and Auditors	3
--	----------

Richard MARTIN, PhD

IFRS for SMEs – where are we going with this?.....	5
---	----------

MANAGEMENT ACCOUNTING

Vlade MILICEVIC, PhD

Development Path of Management Accounting.....	9
---	----------

CONTROL AND AUDIT

Daniela PETROVA, PhD

Use of accounting estimates in manipulative financial reporting and responsibilities of the auditor.....	23
---	-----------

BUSSINES FINANCE

Nadica FIGAR, PhD

Management of Customers' Profitability	35
---	-----------

Sasa MUMINOVIC, PhD

Portfolio Diversification – Advantage or Delusion.....	44
---	-----------

Nermina POBRIC, MA

Multiple and Modified Internal Rate of Return.....	55
---	-----------

PUBLIC FINANCE, BANKING AND INVESTMENT

Prof. Hasiba HRUSTIC, PhD

Types of Operations in the Tax Heavens Countries	62
---	-----------

Закључци са 39. Симпозијума Савеза рачуновођа и ревизора Србије

У периоду од 29. до 31. маја 2008. године одржан је на Златибору, у организацији Савеза рачуновођа и ревизора Србије, традиционални 39. симпозијум - Рачуноводство и пословне финансије у савременим условима пословања, под насловом "Улога и задаци финансијског извештавања у процесу придруживања Европској унији".

На овом међународном, највишем научном скупу рачуноводствене професије Републике Србије, пред више од 800 учесника, 23 еминентна аутора и коаутора представили су 17 унапред припремљених реферата, сврстаних у три тематска подручја и штампаних у посебном Зборнику радова.

На крају тродневног рада 39. симпозијума, након усмено представљених реферата од стране аутора, дискусија, констатација, идеја и предлога, сви учесници су на предлог Симпозијумског одбора акламацијом усвојили следеће **закључке**:

1. **Основна тема овог симпозијума** – "Улога и задаци финансијског извештавања у процесу придруживања Европској унији" је, са аспекта актуелности и значаја тематског подручја, **адекватно селективана и структурно добро проблемски решена** по данима. Значајно је побудила пажњу учесника и испунила њихова очекивања;
2. **За процес придруживања наше земље Европској унији**, као и за процес интеграције наше економије у европске и светске тржишне и агресивно конкурентске привредне токове, **наша рачуноводствена професија има веома значајну и одговорну улогу**;
3. Централно место у овом процесу и улози заузима подручје **финансијског извештавања**

и квалитет финансијског извештавања, првенствено кроз захтеве за хармонизацијом, унапређењем, одржавањем и контролом квалитета финансијског извештавања, односно управљањем контролом квалитета финансијског извештавања као процесом сталног теоријско-регулаторног усавршавања и практичног прилагођавања у имплементацији;

4. У реализацији ових аспеката финансијског извештавања **посебно значајну улогу имају** сви чиниоци рачуноводствене професије, нарочито **државно регулаторно-контролни органи и тела, професионална асоцијација – Савез РР Србије са својим органима и академске образовне институције**;
5. У том смислу, **Савез РР Србије**, као полувековна успешна асоцијација наше професије и пуноправни члан IFAC-а, **има примарну улогу и изузетну одговорност за праћење, хармонизацију и усавршавање квалитета овог процеса на међународном, европском, и посебно националном нивоу**:
 - међународном, као пуноправни члан IFAC-а и других органа и регулаторних тела, уз констатацију да је и до сада Савез РР Србије највише допринео



- успостављању конструктивних и професионалних односа, посебно на подручју хармонизације међународне сарадње у успешном образовању професионалних рачуновођа,
- *евројском*, кроз чланство у европским и регионалним асоцијацијама, организацијама и институцијама, и на
 - *националном нивоу*, као најважнији чинилац и представник интереса рачуноводствене професије у функцији реализације интереса привређивања менаџмента и економије уопште;
6. Разумљиво, Савез РР Србије треба да, на националном нивоу, посебну пажњу и напор посвети:
- подизању укупне *ефикасности рачуноводствене професије* на виши, потребан ниво,
 - одржавању и *побољшању квалитета едукације* професионалних рачуновођа,
 - *јачању сопствене улоге иницијатора* и координатора у успостављању адекватних комуникација и односа са свим релевантним партнерима, на сва три нивоа – међународном, европском и националном;
7. Такође, Савез РР Србије треба интензивно да остварује и побољшава своју *кључну улогу и лидерску позицију у вези са утицајем на реализацију интереса наше професије у оквиру рејубличких органа власти* – Скупштине, Владе, одговарајућих министарстава, институција система и рачуноводствених регулаторно-контролних тела, користећи при томе познату снагу аргумената о досадашњим резултатима и савременој улози Савеза у смислу интереса професије, привређивања и националне економије уопште;
8. Реално је очекивати да ће сви ови напори и активности резултирати у нашем олакшаном и успешном привређивању, а такође и успешном придруживању и укључивању наше економије и професије Европској унији;
9. Коначно, све ово треба позитивно да допринесе даљем ширењу угледа наше професије, њеној интернационализацији и општем статусу у националним оквирима.

Дана 16. јуна 2008. год.

Проф. др Слободан Малинић,
председник Симпозијумског одбора

Richard
MARTIN*

IFRS за мала и средња предузећа - шта даље?

*Уводно излагање на 39. Симпозијуму
Савеза РР Србије, одржаном на
Златибору од 29 до 31. маја 2008.*

Увод

Поменућу своју посету Златибору 2001. године, када сам говорио због чега постоји потреба за рачуноводственим стандардом за мала и средња предузећа, базираном на IFRS. Током протеклих година у међувремену тај аргумент је генерално прихваћен и заиста, Одбор за Међународне рачуноводствене стандарде (IASB) је саставио Нацрт рачуноводственог стандарда, IFRS за мала и средња предузећа. Моја данашња тема је, тако, шта даље чинити са овим стандардом. Поделићу је на два дела, да бих одговорио на два питања:

- докле смо стигли са рачуноводственим стандардом за мала и средња предузећа;
- да ли је вероватно да ће се он одразити на ваш рачуноводствени рад.

Укратко ћу вам представити Асоцијацију овлашћених сертификованих рачуновођа (ACCA) и њене посебне везе са IFRS и њено интересовање за питања малих и средњих предузећа.

IFRS for SMEs - where are we going with this?

*Outline of my talk to Serbian Association
of Accountants and Auditors, May
2008*

Introduction

I will refer to my visit to Zlatibor in 2001 when I spoke on why there was a need for an accounting standard for SMEs based on IFRS. In the intervening years there has been widespread acceptance of that case and indeed a draft accounting standard, the IFRS for SMEs has now been produced by the International Accounting Standards Board (IASB). And so my topic today is where we will go with this. It will be in two parts to answer 2 questions

- "Where have we got to with an accounting standard for SMEs?"
- "Is it likely to have an impact on your work as accountants?"

I will briefly introduce the Association of Chartered Certified Accountants (ACCA) and its particular connections with IFRS and its interest in SME matters.

*)

Директор Сектора за финансијско извештавање у ACCA – Association of Chartered Certified Accountants (Асоцијација овлашћених и сертификованих рачуновођа), Лондон.

*Докле смо ситишли са рачуноводственим
сјандардом за мала и средња предузећа?*

IASB је 2003. године започео пројекат развоја стандарда за мања предузећа чијим акцијама се не тргује на берзи. Тиме су чланови Одбора признали да су њихови основни IFRS развијени првенствено за котирана предузећа и за тржишта капитала чији корисници могу бити стручни инвеститори и аналитичари који желе финансијске информације које би им помогле у доношењу одлука о куповини/продаји/држању инвестиција. Потребне корисника из приватних малих и средњих предузећа, чији власници су често и њихови руководиоци, углавном су различите и спровођење комплексних рачуноводствених поступака може се вршити различито, са аспекта економичности. Након неколико година консултација путем докумената за дискусију и за округлим столовима, у фебруару 2007. IASB је објавио нацрт за излагање стандарда и ставио га на располагање за коментаре.

У суштини овај Нацрт за излагање (240 страна) је сажета верзија главних захтева из основних IFRS (2500 страна), али без доста материјала са разрадама и објашњењима. Број захтева за обелодањивањима је смањен, али било је релативно мало разлика у погледу добити за годину или нето средстава (признавање и одмеравање). Ставке које се ређе појављују решене су указивањем на основне IFRS.

Реакције су биле различите. Неки сматрају да је овај стандард користан – Јужна Африка је, на пример, већ имплементирала нацрт за излагање као привремени стандард. Други сматрају да је превише комплексан и дуг за мала и средња предузећа. Утврдили су да се фер вредност помиње превише. Нису задовољни упућивањима на основне IFRS пошто сматрају да то не поједностављује ствари за мала и средња предузећа. И даље морају да консултују "велику књигу". Генерално, већина испитаника захтева додатна поједностављења и жели да документ буде више независан.

IASB је такође захтевао да се изврши тестирање на терену. Од предузећа је захтевано да пробају да примене нацрт за излагање за припрему скупа финансијских извештаја паралелно са извештајима који се састављају према постојећем систему стандарда. ACCA је спровела тестове у Великој Британији. Други су спроведени у другим земљама од којих неке већ користе IFRS, а неке имају националне рачуноводствене системе који се веома разликују од њих. Упркос многобројним писмима у којима се истиче да је нацрт за излагање изузет-

*Where have we got to
with an accounting standard for SMEs?*

In 2003 the IASB agreed to have an active project to develop a standard for smaller companies whose shares or bonds were not publicly traded. In doing so they accepted that their full IFRS are developed primarily for listed companies and the capital markets whose users may be expert investors and analysts who want financial information to help them make their buy/sell/hold investment decisions. The needs of the users of privately held, often owner-managed, SMEs might be different and the cost/benefit position in implementing complex accounting treatments might be different. After several years of consultation with discussion papers and roundtables, in February 2007 an exposure draft (ED) of a standard was published by IASB for comment.

Essentially this ED (240 pages) was a condensation of the main requirements of the full IFRS (2500 pages), but without much of the elaborations and explanatory material. The disclosure requirements were reduced, but the differences in terms of the profit for the year or net assets (recognition and measurement) were relatively few. Less commonly occurring items were dealt with by reference back to the full IFRS.

Reactions to it were very varied. Some think it is very useful - South Africa has for example implemented the ED already as a temporary standard. Others have felt it was too complex and lengthy for SMEs. They detected too many references to fair value. They did not like the cross references to full IFRS as they felt this was not in the end simplifying things for SMEs. They would still have to look to the 'big book'. Generally most respondents wanted greater simplification and wanted the document to be more stand alone.

IASB also requested field-testing to be done. Companies were asked to try out the ED and used it to prepare a set of financial statements as well as the one produced under their current system of standards. ACCA conducted tests in the UK. Others were done in a range of countries some of whom are already using IFRS and some of whose national accounting systems are very different. Despite much of the reaction to the ED in the comment letters of excessive complexity, in general the companies tak-

но комплексан, генерално, компаније које су учествовале у тестирању нису имале пуно потешкоћа приликом припреме извештаја на основу нацрта за излагање. Извесно је да је фактор који је важио за Велику Британију био то да ниједно од насумично одабраних предузећа није имало велики број комплекснијих рачуноводствених питања – дефинисани систем доприноса за пензијско осигурање, хеџинг рачуноводство, плаћања акцијама, итд. Тестирањем се открило колико су људима тешка чак и поједностављена правила за финансијске инструменте и колико је важан материјал са објашњењима у стандардном обрасцу.

Шта даље?

IASB сада разматра примљене коментаре и резултате тестирања на терену из целог света. Очекује се да ће коначни стандард бити завршен до краја 2008. године или почетком 2009. године.

Та разматрања нису коначна, али је вероватно да ће назив стандарда на крају бити "IFRS за приватна предузећа (ентитете)". Иако ће се можда извршити даље поједностављивање захтева за признавањем и одмеравањем и смањити број захтева за обелодањивањем, вероватно они неће бити ни обимни нити значајни. Нека поједностављивања ће се извршити како би IASB могао да задовољи своје чланове. Упућивање на основне стандарде ће се вероватно елиминисати или потпуно или у значајној мери. Нацрт за излагање је био релативно концизан уз мало материјала са објашњењима. IASB ће вероватно саставити значајан материјал са објашњењима и смерницама који ће ићи уз коначни стандард.

Када коначни стандард буде завршен, питање постаје ко ће га прихватити? Или да ли ће се одразити и на мене? Неке земље ће га вероватно прихватити одмах. Поменули смо Јужну Африку. Обично су то земље које су усвојиле IFRS као основу за рачуноводство свих предузећа, не само котираних. Друга група ће га прихватити временом или потпуно нетакнутог или уз нека прилагођавања, ради уклапања у националне правне оквире. У тој групи би се могле наћи, на пример, Велика Британија, Данска, Аустралија – земље које користе IFRS за велика котирана предузећа и земље чији главни национални систем (GAAP) је већ сада веома сличан IFRS. Ове земље вероватно имају ресурсе за прилагођавање. Многе земље га неће прихватити директно. То су обично земље са већ утврђеним националним стандардима који се у значајној мери разликују

ing part in the field-tests had little difficulty in preparing accounts based on the ED. Certainly a factor in the UK cases was that none of the randomly selected companies had exposure to a number of more complex accounting issues - defined benefit pension arrangements, hedge accounting, share based payments etc. The testing revealed how difficult people found even the simplified rules for financial instruments, and how important is the explanatory material with a standard model.

Where do we go from here?

IASB are now considering the comments that they received and the results of the field testing from around the world. A final standard is expected by the end of 2008 or in early 2009.

Their discussions are only tentative, but it seems likely when finalised to have a new name "IFRS for private companies (entities)". While there may be some further recognition and measurement simplifications and disclosure reductions, these are not likely to be wholesale or major. There will be some to help IASB keep some of their constituents happy. There will probably be either a complete or a major elimination of the cross-references to full IFRS. The ED was relatively concise with little explanatory material. IASB will probably develop significant educational and guidance material to go alongside the final standard.

Once the final standard is produced, the question becomes who will take it up? Or will it affect me? Some countries are likely to take it up right away. We have noted South Africa. Typically these will include countries which have adopted IFRS as the basis of accounting by all their companies, not just listed. A second group will take it up in due course either intact or adapted slightly for their national legal position. This group may include UK, Denmark, Australia for instance - countries using IFRS for big listed companies and whose main national system (GAAP) is quite close to IFRS already. These countries may have the resources to do the adaptation. There will be many countries who do not take it up directly. These are typically countries with an established GAAP, but one rather more different from IFRS. National GAAP is likely to be closely linked to tax and where financial statements have specific le-

од IFRS. Национални рачуноводствени стандарди су вероватно тесно повезани са порезом и другим областима у којима финансијски извештаји имају одређена правоважна својства. Француска, Шпанија, Немачка, Румунија ће се вероватно наћи у овој групи. Постоји ли вероватноћа да се ту нађе и Србија?

Чак и у овој другој групи IFRS ће вероватно бити образац којим се поставља правац даљих измена националних стандарда.

А што се тиче ЕУ, IFRS за приватна предузећа вероватно неће бити подржан према регулативи IAS, пошто се она односи на котирана предузећа. Можда га неће подржати, али мислим да га неће ни блокирати. Готово је сигурно да ће бити компатибилан са 4. и 7. директивом ЕУ о закону о предузећима.

Тако да, чак и у земљама у којима се не усвоји, овај стандард може бити доступан и могу га користити приватна предузећа чије пословање је усмерено ка иностранству и која желе да припремају извештаје на глобално признатој основи.

Пошто се сматра да је стандард IASB можда исувише компликован за најмања предузећа (можда упркос тестирању на терену) неке реакције су биле прихватање идеје да можда треба да постоји трећи ниво још једноставнијих правила. Такође на темељу дерегулације Европска комисија у свом пројекту поједностављена разматра могућност ослобађања микро-предузећа (са мање од 10 запослених) од директива ЕУ. UNCTAD има упутство које важи за 3 нивоа предузећа и тренутно ревидира упутство за трећи ниво.

Закључци

Аргумент за састављање засебног скупа стандарда за приватна предузећа је изграђен. Овај стандард ће вероватно бити спреман за коришћење у 2009. години. Вероватно је да ће га прихватити доста земаља, било директно или уз нека прилагођавања. У другим земљама (укључујући Србију, можда) утицаће на дугорочнији развој рачуноводства и можда ће га користити и нека предузећа усмерена ка иностранству. Најмања микро предузећа можда буду разматрана у одвојеном документу.

*Превод са енглеског
Силвија Гајин*

gal roles. France, Spain, Germany, Romania will probably be in this group. Is Serbia likely to be here as well?

Even in this latter group the IFRS is likely to be the model which will set the trend for the direction of future amendments to National GAAP.

In terms of EU developments the IFRS for private companies is unlikely to be endorsed under the IAS regulation, given that this is all to do with listed companies. It may not be endorsed, but neither I think will it be blocked. It will almost certainly be compatible with the 4th and 7th EU Directives on company law.

So again even in countries where it will not be adopted it may be available and used by those internationally focussed private companies that want to prepare accounts on a globally-recognised basis.

Because of the feeling that IASB's standard may be too complicated for the smallest companies (despite the field testing perhaps?) some reaction has been to accept that perhaps there should be a third level of even simpler rules. Also on deregulatory grounds the European Commission in its simplification project has been considering exempting micro-companies (less than 10 employees) from the EU directives. UNCTAD has a guidance which goes for 3 levels and has been revising its level 3 guide.

Conclusions

The case for a separate set of standards for private companies has been established. A standard will probably be ready for use in 2009. This seems likely to be taken up in a number of countries, either directly or with some adaptation. In others (including Serbia?) it will be influential in the longer term development of accounting and may also be used by some internationally-oriented companies. The smallest micro companies may well be dealt with separately.

др Владе
МИЛИЋЕВИЋ*

Развојни пут управљачког рачуноводства

Резиме

Теорија и пракса управљачког рачуноводства у економски развијеном свету континуирано се развијају већ скоро четири века. Практично од својег настанка, па до данашњих дана, управљачко рачуноводство налази се у функцији менаџмента и обезбеђивања релевантних информација које омогућавају економски целесходно управљање предузећима. Захваљујући широме управљачке рачуновође у већини компанија данас уживају пресвижан положај незаменљивих сарадника, док у најбоље вођеним компанијама веома често имају сјајне чланове највишег, иј. шог менаџмент шима. Такав положај није постигнути преко ноћи већ захваљујући чињеници да је управљачко рачуноводство до сада углавном успевало да одржи корак, како са развојем менаџмента и његових информационих захтева, тако и са веома бурним променама које су са већом или мањом учесћалошћу и са већим или мањим интензивношћу наступале унутар и у окружењу предузећа.

На нашу жалост, морамо приметити да овакво стање није својствено овдашњем поднебљу. Наиме, пре скоро пола века управљачко рачуноводство је због познатих разлога било веома грубо проширено из наших предузећа. Како се њима од тада управљало не треба овде проширити речи. Транзиција и поновно увођење приватне својине у нашу привреду додатно су оснажили аргумените исцрпивача и удахнули нови животи идеји о великом *come back*-у управљачког рачуноводства у наша предузећа. Међушим, не можемо да не приметимо да његов истински повратак досада ситно и неочекивано, да не кажемо да наши менаџери, част заиста реалним изузецима, покушавају да неувођењем или увођењем шек неких рудиментарних алатија управљачког рачуноводства оштану шито дуже „суверени владари“ над нашим предузећима. Приликом свега шогга наши менаџери не разумеју чињеницу да њима нико не ошима улогу „владара“ већ само жели да им омогући да њихово „царство“ буде ушемељено на здравим основама чиме ће њихове способности само још више доћи до изражаја. Овај најиспредставља још један у низу покушаја академске јавности да се ствари коначно помере у добром правцу. У шом смислу намера нам је да сажешо представимо генезу управљачког рачуноводства шито ће, надамо се, у довољној мери осветлити величину јаза који шренушито постоји између наше и најредне светске теорије и праксе и дошринети одабиру шравих начина за шито безболније и брже укључивање управљачког рачуноводства у наша предузећа.

Кључне речи:

предузеће, менаџмент, ефикасност процеса управљања, информациона зависност и управљачко рачуноводство.

*) Доцент Економског факултета у Београду

Увод

Велики број спроведених истраживања недвосмислено указује на нераскидиву везу између ефикасног управљања и квалитетног информисања. Услед тога, менаџери свих управљачких ингеренција наглашено су информационо зависни и осећају континуирану потребу за квалитетним информацијама. Трагајући за информацијама менаџери су годинама упућени на управљачки и рачуноводствени информациони систем, који упоредо постоје у већини компанија развијеног пословног света. Несумњиво, ова два информациона система међусобно су одвојена, али се истовремено преклапају у делу који се односи на управљачко рачуноводство. Сходно томе, слободно се може рећи да управљачко рачуноводство данас представља својеврсну везу између управљачког и рачуноводственог информационог система.

Када је реч о управљачком информационом систему његов основни задатак јесте да снабдева менаџере релевантним информацијама које ће бити основ за доношење бројних стратешких и оперативних (пословних) одлука. Добар део тих информација је финансијске, или, шире посматрано, квантитативне (бројчане) природе, док су преостале предмет прецизног описивања речима и могу се односити, рецимо, на тржишна очекивања, престиж и углед компаније у јавности, задовољство и лојалност купаца, морал запослених и сл. У свему томе важно је приметити да су економске информације управљачког информационог система у основи рачуноводствене информације и оне се дугују компоненти рачуноводственог информационог система која је превасходно интерно, тј. ка менаџменту предузећа оријентисана.

Коначно, уколико се зна да се рачуноводствени информациони систем састоји из финансијског и управљачког рачуноводства, прилично је очигледно да се ова два информациона система (управљачки и рачуноводствени) преклапају само у домену информационе понуде управљачког рачуноводства. Оно што остаје изван управљачког информационог си-

стема, а несумњиво припада рачуноводственом информационом систему, је финансијско рачуноводство, чије информације су по правилу намењене више интересентима изван предузећа, него његовим менаџерима, због чега оно није предмет нашег интересовања у наставку текста.

Кумулирано знање унутар управљачког рачуноводства какво данас познаје развијени пословни свет, последица је непрекидне надоградње и развоја управљачког рачуноводства који кореспондира променама у економској теорији, променама у предузећима и њиховом окружењу и променама филозофије менаџмента.

Проучавајући безмало читав век постојања управљачког рачуноводства, могуће је препознати следећих шест развојних периода:¹

- период обезбеђивања апсолутно истинитих информација,
- период обезбеђивања условно истинитих информација,
- период обезбеђивања економично истинитих информација,
- период обезбеђивања информација уз уважавање утицаја на понашање појединаца и група,
- период заостајања праксе за теоријом управљачког рачуноводства и
- период обезбеђивања стратешки оријентисаних информација.

Пре него што нешто више кажемо о сваком од наведених развојних периода, истичемо да је у сваком од њих увођена понека новина у управљачко рачуноводство, без поништавања резултата претходних развојних периода. Пролазећи кроз све наведене развојне периоде управљачко рачуноводство је од информационог сервиса скромних могућности стасало у разиграну и интелектуално најизазовнију област менаџмента².

1)

Прва четири периода развоја идентификовао је Horngren, С., у реферату "Management Accounting: Where are We?", Management Accounting and Control, Beyer Symposium, University of Wisconsin, 1975, док су нам се преостала два наметнула кроз најновија проучавања еволуције управљачког рачуноводства о чему више погледати, на пример, у књизи Милићевић, В., *Стратешко управљачко рачуноводство*, Центар за издавачку делатност Економског факултета, Београд, 2003.

2)

Тако је управљачко рачуноводство описао Piter Draker један од омиљених гуруа менаџмента. Наведено према предговору књиге Maher, M., Stickney, R., Weil, R., Management Accounting: *An Introduction to Concepts, Methods, and Uses*, The Dryden Press, Horcourt Brace, Orlando, 1994, p. ii.

1. Период обезбеђивања апсолутно истинитих информација

Многи аутори у својим истраживањима истичу да фаза апсолутно истинитих информација прати развој управљачког рачуноводства од његовог настанка па до краја `40-тих година претходног века. Међутим, иако у стручној литератури постоје извесна неслагања око прецизног идентификовања времена настанка управљачког рачуноводства, верујемо да нећемо погрешити уколико кажемо да је оно "чедо" XX века. Упориште за ову тврдњу налазимо у истраживањима водећих ауторитета из области рачуноводства, који сматрају да је развој концепта управљачког рачуноводства започео након појаве рачуноводства трошкова у пословној пракси. Сходно томе, можемо закључити да је рачуноводство трошкова ембрион читавог система управљачког рачуноводства.

Релевантна литература коју смо пажљиво проучавали приликом писања овог написа даје нам за право да констатујемо да се настанак рачуноводства трошкова везује за сам почетак, а његова пуна афирмација за прву половину века иза нас. На самом почетку развоја рачуноводство трошкова било је примарно осмишљено тако да одговори на захтеве финансијског извештавања. Тачније, од њега су захтеване прецизне информације о трошковима производа, односно производној цени коштања која је требало да омогући подвајање стварно насталих трошкова на продате производе и одложене, тј. нереализоване залихе. Пошто је реалност обрачуна резултата у великој мери зависила од тачности калкулације производне цене коштања, на рачуноводство трошкова вршен је велики притисак да обезбеди што прецизнију алокацију стварно насталих трошкова. Услед тога, већина аутора у то време бавила се питањем који је од расположивих метода алокације "прецизнији", док је веома мало њих изражавало сумњу у саму могућност утврђивања стварних трошкова неког производа. Једноставно речено, био је то период владавине пуних трошкова у коме је, како Хорнгрен у цитираном реферату истиче, циљ био утврдити истините (стварне) трошкове (*true costs*), због чега се овај период и зове *период апсолутно истинитих информација*.

Све док су информације о пуним трошковима коришћене само за потребе финансијског извештавања, проблем алокације трошкова на производе био је прикривен. Међутим, када је рачуноводство трошкова почело да јача и да информационо опслужује менаџере за потребе управљања предузећем, овај проблем је откривен у правом смислу те речи. То се нарочито односило на опште фиксне трошкове, чија је арбитрарна алокација на производе за потребе управљања постала апсолутно некористан чин. Због свега тога рачуновође су биле принуђене да полако одустају од алокације општих фиксних трошкова, уколико су се информације о трошковима производа користиле за потребе управљања предузећем. Упоредо са тим, рачуновође су већ тада почеле да развијају једну потпуно нову идеју о *direct costing*-у, која је пуну афирмацију стекла тек у наредној фази развоја управљачког рачуноводства. Свему овом додајемо још и то да је `30-тих година еминентни економиста, добитник Нобелове награде, Ronald Coase, увео *концепт опортунитетних трошкова* у рачуноводствено размишљање.³ Пошто је у старту било јасно да опортунитетни трошкови не могу бити предмет обухватања официјелног рачуноводства, овај концепт информација оправдано је проглашен новим моћним оруђем рачуноводства трошкова.

На крају разматрања овог периода не можемо заобићи допринос који је Џон Кларк дао развоју управљачког рачуноводства својом чувеном тезом "различити трошкови за различите сврхе". Наиме овај, по много чему авангардни аутор, сматрао је да рачуноводство трошкова треба да обезбеђује информације за три главне управљачке сврхе: (1) обрачун трошкова производа, (2) оперативно планирање и контролу остварења и (3) доношење појединачних одлука. Још на почетку `20-тих година Кларк предвиђа да ће значај и корисност информација рачуноводства трошкова у наредном периоду бити одређени његовом способношћу да помогне менаџменту у достизању свих трију прилично широко постављених и захтевних сврха. У вези са тим он исправно истиче да уколико рачуноводство трошкова и даље буде преокупирано само обрачуном трошкова производа, друге две сврхе вероватно неће бити достигнуте, иако ће њихов потенцијални значај у будућности убрзано расти. Кларк такође истиче да, "уколико рачуноводство

3)

То је учињено у чланку Coase, R., "Business Organization and The Accountant", Accountant, October 1938. Због своје актуелности овај чланак је нешто касније поново објављен у књизи Buchanan, J., Thirlby, G., L.S. E, Essays in Cost, New York University Press, 1981, p. 108.

трошкова реши да открије шта је трошак свега, и уколико унапред процени да се он може исказати једном цифром која ће обезбедити прецизну информацију корисну за сваку могућу сврху, оно ће сигурно пропасти, јер таква цифра не постоји. Тачније, уколико се, евентуално, и пронађе цифра исправна за неке сврхе, она ће сигурно за већину других бити погрешна”.⁴ Подсећамо да је овај закључак изнет још на почетку претходног века. Међутим, у наставку излагања показаћемо да он ни данас није ништа изгубио од своје актуелности, чак би се могло рећи да је тек недавно стекао пуну афирмацију. Због свега тога нећемо погрешити ако већ овде истакнемо да је Кларк био претеча развоја модерног управљачког рачуноводства.

2. Период обезбеђивања условно истинитих информација

На срећу, већина Кларкових идеја ипак није дуго чекала своју афирмацију у пракси. Наиме, већ на почетку `50-тих година рачуновође су приметиле да се менаџери приликом доношења различитих пословних одлука у значајној мери ослањају на информације рачуноводства трошкова. Међутим, пошто је рачуноводство трошкова још увек било под утицајем концепта пуних трошкова, менаџери су на основу таквих информација доносили погрешне одлуке, а ни сами нису били тога свесни. Једноставно, менаџери су махинално користили информације о трошковима производа онакве какве је рачуноводство трошкова обрачунало, при чему нису превише размишљали о томе шта те информације у основи значе и чему су намењене. Ради избегавања таквих могућности рачуновође почињу да опремају рачуноводство трошкова неопходним алатима који ће омогућити склапање различитих конструкција трошкова (наравно, и прихода) сагласно различитим потребама менаџера. Истицање интерних информационих потреба менаџера изнад потреба финансијског извештавања означило је напуштање дотадашње употребе једног низа информација за све сврхе и прихватање раније поменуте Кларкове тезе да су различити трошкови релевантни за различите сврхе. Тиме је отпочела нова фаза развоја управљачког рачуноводства, коју је Хорнгрен назвао *периодом владавине условно истинитих информација*

пошто је истина била условљена сврхом за коју су се информације користиле. Овај значајан заокрет навео је неке ауторе да `50-те године прогласе годинама у којима је настало управљачко рачуноводство, што и ми у овом напису прихватимо.

Период владавине условно истинитих информација управљачког рачуноводства почиње, као што смо навели, почетком `50-тих и траје све до касних `60-тих година века који је иза нас. Многи реномирани аутори сматрају да је управљачко рачуноводство управо у току овог периода доживело свој врхунац.⁵ Погледајмо сада шта се значајно догађало у управљачком рачуноводству у том периоду. Најпре, период условно истинитих информација управљачког рачуноводства био је препун академских истраживања. Прецизније речено, у току ове развојне фазе написан је толики број радова да јој друге фазе могу само позавидети. И не само то, истраживања из тог времена нису ни дан данас изгубила на свом значају. Томе у прилог иде и чињеница да се данас многи савремени уџбеници из управљачког рачуноводства у доброј мери ослањају на њих. Упоредо са свим овим, покренут је велики број стручних часописа од којих су многи и данас присутни и сматрају се незаобилазним штивом за проширење знања не само рачуновођа, већ и менаџера, инжењера, технолога и многих других. Пре него што представимо суштинске новине које су донела истраживања у овом периоду, желимо да укажемо на још једну важну чињеницу. Наиме, у то време окружењем је владало неокласично економско учење које је оставило трага и на истраживањима из области управљачког рачуноводства. Сходно томе, у највећем броју радова разматрана је проблематика примене неокласичне економске теорије, посебно у подручјима пословног одлучивања и контроле остварења. Као последица тога развијен је импресиван број модела и техника којима се покушавао ”програмирати” процес одлучивања и процес контроле. Упоредо са тим, у окриљу менаџмента појавила се нова управљачка филозофија под називом *квантитативни менаџмент*, чије име само по себи довољно сведочи о оријентацији тадашњег менаџмента. Напоменимо и то да се тада сматрало да доносиоци одлука пред собом имају јасно постављен циљ максимизовања бо-

4)

Сви ови ставови изнети су у књизи Clark, J. M., *Studies in The Economics of Overhead Costs*, University of Chicago Press, Chicago, 1923, p. 234. Наведено према књизи Zimmerman, J., *Accounting for Decision Making and Control*, Irwin, Boston 1995, p. 14.

5)

Опширније о томе видети у реферату Ashton, D., Hopper, T., Scapens, R., "The Changing Nature of Issues Management Accounting" in *Issues in Management Accounting*, Prentice Hall, London, 1995. p. 5-9.

гатства власника и да на путу ка његовом остварењу немају озбиљнијих препрека. У таквим размишљањима полазило се од тога да доносиоци одлука, без икаквих трошкова и неизвесности, располажу свим потребним информацијама које им могу омогућити доношење оптималних одлука.

Међутим, упркос наведеним теоријским поставкама, управљачке рачуновође су показале извесну резерву према настојањима да се процеси одлучивања и контроле програмирају. Упориште свега тога истраживачи из области управљачког рачуноводства нашли су у чињеници да не постоји ниједна одлука (независно од тога да ли је краткорочна или дугорочна) која се доноси под идентичним околностима у свим предузећима. Да су управљачке рачуновође у том погледу биле апсолутно у праву сведочи више него скромна употреба програмираних модела у пракси у то време. Насупрот свему томе, истраживачи из области управљачког рачуноводства били су решени да менаџерима представе потпуно нови арсенал употребљивих информација. Најпре, под утицајем неокласичне економске теорије управљачко рачуноводство широко отвара врата *контрибуционој анализи*, која је у то време била веома популарна. Она је преточена у нови приступ алокацији, тј. обрачуну трошкова производа који је назван *direct costing* и који веома брзо стиче велику наклоност практичара. Убрзо затим, управљачко рачуноводство је понудило менаџерима специјалне калкулације релевантних трошкова и користи које су биле примерене различитим потребама, приликом доношења различитих одлука на свим нивоима управљања. Оне су брзо обједињене у оквиру тзв. *контрајни диференцијалног рачуноводства* или за наш језик пријемчивијег *рачуноводства одлучивања*.⁶

Када је реч о планско-контролним потребама менаџера, које извиру из домена текућег вођења пословно-финансијског процеса предузећа, ту је било још очигледније да се њихово задовољавање не може програмирати. У том правцу учињен је крупан помак у истраживањима управљачких рачуновођа. Наиме, почетком `50-тих година представљен је нови кон-

цепт информација који је требало да одговори на планско-контролне потребе менаџмента. Ради се о тзв. *контрајни рачуноводства одговорности* које је крајем `60-тих година са нарастим управљачким потребама идентификовања унутрашњих подручја одговорности за активности предузећа и с тим повезаних трошкова, приход, резултата и новчаних токова, прерасло у посебан део управљачког рачуноводства.⁷

3. Период обезбеђивања економично истинитих информација

Крајем 60-тих и почетком 70-тих година појављују се прве статистичке и економске теорије одлучивања, које негирају претпоставке неокласичне економске теорије о којима је претходно било речи. Прецизније речено, убрзо се у новом циклусу истраживања дошло до сазнања да је одлучивање итекако ризичан посао, јер доносиоци одлука у пракси ретко када имају све потребне информације пред собом.⁸ Услед тога информације се све више третирају као и свака друга роба. Наиме, оне се набављају само уколико су вредне за кориснике, односно уколико користи које има доносилац одлука од употребе информација превазилазе трошкове њиховог прибављања. Пошто доносиоци одлука настоје да у потпуности или бар делимично отклоне неизвесност, њима су потребне само вредне информације, односно информације које могу повећати знање о одређеном проблему. Због свега тога менаџмент у предузећима је наглашено информационо завистан и мора бити оспособљен не само да захтева, већ и да на исправан начин интерпретира и користи добијене информације.

Након наведених промена које је донела теорија одлучивања логично је било очекивати и одређене промене у самом управљачком рачуноводству. Пре него што укажемо на њих, потребно је нагласити да су измењене пословне околности у назначеном периоду довеле до тога да менаџери у предузећима управљачко рачуноводство сматрају само расположивим извором информација, попут свих осталих. Услед тога и информације управљачког рачуноводства дошле су под лупу *cost-benefit* анализе ме-

⁶ Више о овом концепту информација погледати у књизи Милићевић В., *Рачуноводство трошкова и пословно одлучивање*, Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду, 2000.

⁷ О настанку концепта рачуноводства одговорности и његовој употреби у пракси више погледати у књизи Стевановић Н., Малинић Д., Милићевић В., *Управљачко рачуноводство*, Центар за издавачку делатност Економског факултета, Београд, 2008, 455-625.

⁸ У супротном, одлучивање би се свело на сакупљање извесних будућих користи, а проблем ефикасног управљања фактички не би ни постојао. О свему томе више погледати у Mace, J., "Value of Information" in *Topics in Management Accounting*, edited by Arnold, J., Carsberg, B., Scarpens, R., Philip Allan Publishers, Oxford, 1983, p. 62.

нацмента. У складу са тим, информације управљачког рачуноводства, као и сваке друге информације, биће коришћене само уколико су вредне. То је мотивисало велики број аутора да у својим истраживањима посвете много више пажње питању вредности информација управљачког рачуноводства него икада раније. Појавом првих радова на ову тему отпочела је нова фаза у развоју управљачког рачуноводства, коју Horngren назива *фазом економично истинитих информација*.

У истраживањима предузетим током ове развојне фазе аутори су испред себе имали јасно постављен циљ, а то је промовисање управљачког рачуноводства у главну информациону дисциплину пословања. Међутим, остваривање овог циља у пословној пракси није било ни изблиза тако једноставно. Оно што је ипак ишло на руку истраживачима јесте чињеница да су менаџери у то време били окружени обиљем информација међу којима је било јако мало оних правих. Полазећи од тога било је потребно аргументовано убедити менаџере да у информацијама управљачког рачуноводства имају поуздан ослонац. Другим речима, требало је упознати менаџере са одређеним квалитетима информација управљачког рачуноводства који нису својствени информацијама других расположивих извора. Тако се у радовима из овог времена све више дискутује о томе да информације управљачког рачуноводства морају испуњавати одређене стандарде квалитета који их чине посебно вредним. Поред тога што морају бити економичне, информације управљачког рачуноводства морају бити релевантне, поуздане, разумљиве, објективне и благовремено расположиве. Слично као код производа и услуга, стандарде квалитета информација управљачког рачуноводства одређује сама сврха њиховог коришћења. То прилагођавање квалитета информација различитим сврхама за које се користе, сматра се главном компаративном предношћу управљачког рачуноводства, коју тешко могу достићи други извори информација. Иако се неком након свега овог може оправдано чинити да овај период није унео неку нову садржину у сам концепт управљачког рачуноводства, желимо да истакнемо да је он ипак допринео бољем разумевању и ширењу идеје управљачког рачуноводства у дубину менаџмента.

4. Период обезбеђивања информација уз уважавање ефикасије на понашање појединаца и група

Од средине 70-тих година истраживања из области управљачког рачуноводства као да поново хватају залет. Наиме, ослањајући се на достигнућа савремене теорије организације, управљачке рачуновође покушавају да завире у тзв. "црну кутију" предузећа.⁹ У свему томе њих је посебно занимало да ли управљачко рачуноводство утиче на понашање појединаца у предузећу. Веома брзо управљачке рачуновође добиле су потврдан одговор на ово питање. Само сазнање да његове информације утичу на понашање појединаца у предузећу издвојило је управљачко рачуноводство од других информационих система и учинило га посебно одговорним. То је наредним истраживањима обезбедило једну сасвим нову димензију и од тада се све више говори о бихејвиористичком приступу проучавању управљачког рачуноводства, који је још увек актуелан.

Сама појава бихејвиористичког приступа истраживањима управљачког рачуноводства производ је озбиљног заокрета у теорији фирме. Наиме, напушта се дотадашње класично поимање предузећа као организације са јединственим циљем максимизовања профита, који је са врха једноставно рашчлањаван и дистрибуиран ка подножју управљачке пирамиде. Улога менаџера у таквим предузећима била је сведена на улогу надзорника над остварењем претходно поменутог циља. Уместо свега тога, на измаку '70-тих све више се говори о предузећу као "погодбеној коалицији" појединаца који се удружују ради лакшег остваривања сопствених интереса. Неретко ти интереси противрече интересима предузећа у целини, што додатно компликује посао менаџера који фирму треба да воде ради добробити свих појединаца, а посебно власника капитала који су им поверили предузеће на управљање. У таквим околностима менаџерима је, као никада до тада, потребан ауторитет који представља снагу која може одржати предузеће на окупу. Да би се то постигло, појединци у предузећу морају показати спремност да прихвате ауторитет менаџера. Они ће то стварно и учинити само уколико су њихови интереси и интереси предузећа доведени на исту линију.

9)

У то време термин "black box" користи велики број аутора да би описао феномен функционисања различитих појединаца са различитим циљевима у оквиру предузећа. Пошто је до тада било углавном мало правих одговора на питање шта их то држи на окупу, за многе ауторе то је била "црна кутија" предузећа.

Са описаним променама мотивисање и награђивање неоспорно постају приоритети управљања. У складу са тим, између економских агената, тј. власника, топ менаџера и нижих нивоа менаџмента, уговарају се надлежности, одговорности и награде, чиме се отвара ново поглавље у управљању предузећем које је популарно названо *демократска филозофија управљања*. Убрзо, истој филозофији постало је подређено читаво управљачко рачуноводство, а пре свега концепт рачуноводства одговорности, који све више постаје извор корисних информација оријентисан према мотивационом систему предузећа. Нудећи годишње и краткорочне аналитичке планове и извештаје о остварењима, рачуноводство одговорности може обезбедити поуздану основу за оцену успешности делова и целине и на томе засновано истицање или/и материјално стимулисање оних који су за то заслужни. Међутим, у свему томе рачуноводство одговорности мора водити рачуна да мерење и извештавање о резултатима активности појединаца има утицаја на њихово понашање и даље обављање активности у наредним периодима. Због свега тога рачуноводство одговорности се мора заснивати на реалним представама о пословном понашању појединих менаџера, група извршилаца, као и самих радника у предузећу. Једноставно, оно мора разумети мотиве и амбиције појединаца, чије активности се систематски планирају и контролишу. У свему томе, веома је битно да рачуноводство одговорности задржи своју неутралност која ће у будућности, нема сумње, бити награђена још већим поверењем менаџмента.

Несумњиво највеће заслуге за развој рачуноводства одговорности у овом периоду припадају групи аутора са Харварда, коју предводе ауторитети какви су, рецимо, Роберт Ентони и Дејвид Соломонс, чији радови се сматрају класиком професије. Полазећи од схватања предузећа као сложене коалиције појединаца, Соломонс наглашава да не треба искључити могућност да и саме управљачке рачуновође могу имати своје циљеве који се, такође, могу разликовати од циљева менаџмента и, у крајњем случају, од циљева власника. Да би се и у том домену постигла хармонија, Соломонс са правом истиче потребу за постављањем и упра-

вљачког рачуноводства у контекст агенцијског проблема.¹⁰ Сходно томе, управљачко рачуноводство има привилеговану и одговорну улогу агента који својим информацијама и саветима несебично помаже принципалу, тј. менаџменту да управља предузећем на добробит свих стејкхолдера. У вези са тим, Чарлс Хорнгрен истиче да управљачко рачуноводство мора пружити менаџменту сву неопходну "пријатељску" помоћ, а не да постане само пуко средство откривања пропуста и подизања оптужби против њихових починитеља, тј. менаџера.¹¹

5. Период заосијања праксе за теоријом управљачког рачуноводства

Почетак '80-тих година наговештава период затишја у истраживањима управљачког рачуноводства. Међутим, иако је у то време у стручним часописима објављен заиста скроман број радова, они су ипак били веома важни за даљи напредак управљачког рачуноводства.¹² На почетку истичемо да су у тим радовима сугерисана два потенцијална пута развоја управљачког рачуноводства. Један од њих је подразумевао наставак решавања проблема квантитативним техникама и комплексним математичким моделима, што је допринело томе да операциона истраживања постану интегрални део литературе управљачког рачуноводства. Други сугерисани пут развоја управљачког рачуноводства водио је преко усавршавања бихејвиористичке и организационе анализе, које су углавном биле дескриптивне природе. У вези са овим, познати аутор Роберт Скапенс са правом примећује да ова два пута у основи значе разводњавање развоја управљачког рачуноводства и да је интеграција квантитативних и бихејвиористичких техника есенцијални задатак који се у будућим истраживањима мора остварити.¹³

Надаље, истраживачи у овом периоду показују све више интересовања за тзв. непроизводни сектор, односно сектор услуга, што свакако представља значајан напредак у развоју идеје управљачког рачуноводства. У неким истраживањима иде се чак и корак даље и разматра се друштвена улога управљачког рачуноводства,

¹⁰⁾

Видети увод у књигу Solomons, D., *Evaluating Divisional Performance*, цитирано према чланку Ferrara, W., "Cost/Management Accounting: The 21st Century Paradigm" in *Readings in Management Accounting*, ed. by Mark Young, Prentice Hall, New Jersey, 2001, p. 4.

¹²⁾ Horngren, C., *Introduction to Management Accounting*, Prentice Hall, New Jersey, 1987, p. 266.

¹³⁾ Видети раније цитиран чланак Ashton, D., Hopper, T., Scapens, R., *Op. cit.*, p. 6-7.

Детаљније о томе видети Скапенс, Р., "Overview of Current Trends and Directions for The Future", in *Topics in Management Accounting*, ed. by Arnold, J., Carsberg, B., Scapens, R., p. 281.

што је свакако логична последица примене достигнућа бихејвиористичке науке. Суштинске разлоге проширивања интересовања управљачког рачуноводства на сектор услуга треба опет тражити у његовом окружењу. Наиме, '80-тих година у многим привредама дошло је до опадања индустријске производње, док је у исто време непроизводни сектор бележио значајан раст. Упоредо са тим, пружање различитих услуга у производним предузећима имало је такође свој раст. Услед свега наведеног дошло је до трансформације и комерцијализације јавног сектора у великом броју развијених земаља. У таквим околностима управљачке рачуноводње, које су иначе поникле у производним предузећима, тражиле су своје место у управљању и контроли активности непроизводног сектора. Касније су неки аутори са правом закључили да су ова истраживања о "новој употреби" управљачког рачуноводства надоместила недостајак других истраживања.¹⁴

Средином '80-тих истраживачи постају све критичнији према постојећем стању знања у пракси управљачког рачуноводства. Сумирајући резултате великог броја истраживања, могли бисмо рећи да су упућене критике у основи биле двојачке природе. Наиме, прво је разматрано заостајање праксе за теоријом управљачког рачуноводства, да би нешто касније истраживачи покренули питање релевантности конвенционалне праксе управљачког рачуноводства у условима променљивог производног и конкурентског окружења. Када је реч о критикама упућеним на рачун заостајања праксе за теоријом управљачког рачуноводства, чини нам се да је важно издвојити ставове двеју група аутора. Прва група аутора, на челу са претходно помињаним Робертом Скапенсом, сматрала је да постоји велики јаз између теорије и праксе управљачког рачуноводства. За разлику од њих, друга група аутора, коју је предводио Колин Друри, истиче да су у то време истраживачи имали веома скроман утицај на управљачко рачуноводство у предузећима. Лако је приметити да је за обе групе заједничко то што њихови аутори готово једногласно констатују да је средином '80-тих година само мали део конвенционалне мудрости, садржане у уџбеницима из управљачког рачуноводства, адекватно

примењиван у пракси. Поставља се питање због чега је било тако. Процењујући да је значај овог питања веома велики, са становишта проучавања развоја управљачког рачуноводства, покушаћемо да дамо скроман допринос његовом расветљавању.

Роберт Скапенс истиче да у основи постоје три суштинска разлога заостајања праксе за теоријом управљачког рачуноводства:¹⁵ прво, за каснела примена теоријских достигнућа у пракси; друго, лоша комуникација између теоретичара и практичара, и треће, теоретичари пропуштају прилике да се суоче са животним проблемима практичара. Проучавањем сва три претходно наведена разлога о којима Скапенс говори, долазимо до закључка да прва два разлога тешко могу пружити уверљиво објашњење због чега заостаје пракса за теоријом управљачког рачуноводства. Наиме, пратећи развој управљачког рачуноводства, видели смо да је оно своје концепте информација прилагођавало променама које су настајале у економској теорији, предузећима и менаџменту. Имајући то у виду, тешко се може аргументовано закључити да су теоријска достигнућа значајно каснила. За лошу комуникацију су можда одговорни неки истраживачи. Међутим, готово је сигурно да се она не може приписати већини истраживача и писаца кроз чије се радове годинама таложила конвенционална мудрост управљачког рачуноводства.

Последњи разлог који Скапенс наводи по нашем мишљењу је доста убедљивији од претходна два. Наиме, он дискутује о томе да се заостајање праксе за теоријом управљачког рачуноводства појавило због тога што је пракса била запостављена у дотадашњим истраживањима. Тачније, већина аутора бавила се проблемима који су се много више односили на будућност него на садашњост. Као последица тога у истраживањима до средине 80-тих много чешће се постављало питање шта би требало да буде, него питање шта јесте у пракси управљачког рачуноводства.¹⁶ У вези са тим Том Ли исправно закључује да уколико истраживачи и у наредном периоду наставе да игноришу праксу и уколико се и даље буду концентрисали само на будућност, јаз између теорије и праксе биће само још више продубљен. Слично томе,

14)

Погледати Roslender, R., "Critical Management Accounting" in *Issues in Management Accounting*, ed. by Ashton, D., Hopper, T.,

15) Scapens, R., p. 65-66.

Scapens, R., "Management Accounting: A Review Recent Developments", Mekmilan, London, 1991, наведено према kwizi Arnold,

16) J., Hope, T., *Accounting for Management Decisions*, Prentice Hall, London, 1996, p. 382.Lee, T., "Education, Praticce and Research in Accounting", *Accounting and Business Research*, Summer, 1989, p. 237-253., према kwizi Management Accounting Handbook, ed. by Drury, C., CIMA Publishing, Oxford, 1996, p. 389.

претерано бављење садашњошћу такође је погрешно. Наиме, у таквој ситуацији истраживања би била ограничена постојећом праксом која вероватно неће сама захтевати промене. Имајући у виду претходно речено чини нам се да је попуњавање јаза између теорије и праксе управљачког рачуноводства у овом периоду захтевало симултано форсирање обају претходно поменутих питања. Другим речима, јаз је било могуће попунити само уколико би творци нових идеја водили више рачуна о пракси која је требало да их примени. То истовремено значи да су истраживачи морали добро проучити природу постојеће праксе управљачког рачуноводства, како би исправно разумели ситуације у којима треба применити одређена теоријска достигнућа.

Упоредо са тим, практичари су морали да разумеју теоријска достигнућа, да би их могли адекватно применити. То је нарочито важно јер само исправна употреба може открити одређене концептуалне слабости, које су као повратне информације веома битне за истраживаче и даље усавршавање. Због свега претходно наведеног, у стручној литератури се потпуно оправдано инсистира на томе да конвенционална мудрост мора подједнако одражавати теорију и праксу управљачког рачуноводства. Само на тај начин могуће је обезбедити да теорија и пракса узајамно једна другу јачају.

До сличног закључка дошла је и друга група аутора коју је предводио Kolin Drury. Да се подсетимо, они су сматрали да је главни разлог постојања јаза то што истраживачи имају веома мали утицај на практичаре у предузећима. У вези са тим, Drury исправно истиче да се о заостајању праксе за теоријом не може говорити на основу анегдота и утисака стечених у неформалним контактима, већ на основу озбиљних студија и прегледа досадашње праксе управљачког рачуноводства у компанијама.¹⁷

Међутим, главни проблем са којим се на старту суочила ова група истраживача огледао се у томе да је постојало зачуђујуће мало поузданих емпиријских података који се тичу употребе теоријских достигнућа управљачког рачуноводства у пракси. Очигледно, недостатак ових података спречавао је бројне ауторе да утврде које су њихове препоруке корисне, а које не за менаџере у предузећима. Да бисмо то илустровали, размотримо проблем алокације

тзв. општих фиксних трошкова предузећа који је, вероватно, најједноставнији случај који смо могли да изаберемо. Готово сви аутори, на које смо се до сада позивали, истичу да произвољна алокација трошкова, које традиционално сматрамо фиксним, може доносиоце одлука навести на погрешан пут. Међутим, расположиви ограничени емпиријски подаци сугеришу да и поред тога многа предузећа имају управо такве системе обрачуна трошкова који укључују алоцирање фиксних трошкова на производе, одлуке и сл. Уколико се не зна колико широко је распрострањена ова пракса, за које одлуке и на који начин се користе такве информације, неће бити могуће проценити последице примене алокације општих фиксних трошкова за потребе одлучивања у реалном пословном свету.

На крају, сумирајући истраживања обеју група аутора, може се закључити да је за даљи развој управљачког рачуноводства несумњиво битна непосредна сарадња између практичара и научних радника. Без тога препоруке и о "најбољем" управљачком рачуноводству биће од малог значаја ако се оно не буде користило у пракси. Проучавањем релевантне литературе увидели смо да су многи истраживачи били критиковани због пропуста да повежу теорију и праксу, док се практичарима замерало то што нису сарађивали са истраживачима и што се нису прилагодили променљивом производном и конкурентском окружењу. Због свега тога верујемо да уколико се истраживачи и практичари у будућности озбиљно суоче са овим критикама, они ће постати свеснији заједничких користи које могу проистећи из њихове непосредније сарадње.

6. Период обезбеђивања стразијешки оријентисаних информација

Почетак '90-тих година претходног века променио је много тога. Тада је пословни свет заплуснуо велики талас промена подстакнутих глобализацијом на комерцијалним и тржиштима капитала, напредном производном технологијом, хиперконкурентношћу и убрзаним развојем информационе технологије. Реагујући на промене у окружењу, многе компаније у свету биле су принуђене да озбиљно преиспитају своју дотадашњу пословну праксу. Већ на првом кораку било је јасно да постојећи пословни

17)

Према реферату Drury, C., "Surveys of Management Accounting Practice" који је дат у претходно наведеној књизи, стр. 374-390. Разматрајући проблем заостајања праксе за теоријом управљачког рачуноводства Drury се користи резултатима сопственог истраживања које је спровео од 1990. до 1992. године у најзначајнијим енглеским производним компанијама.

системи морају претрпети озбиљне промене. Услед тога, дошло је до значајних промена и филозофије менаџмента. Повећано интересовање предузећа и њихових менаџера за збивања у окружењу изнедрило је идеју о стратешком приступу управљању модерним предузећима. Операционализовањем ове идеје менаџери су убрзо схватили да им у новонасталим условима пословања савршено познавање могућности свог предузећа није од неке нарочите користи уколико не афирмишу агресивну отвореност предузећа према дешавањима у динамичном, комплексном и турбулентном окружењу. Упоредо са тим, менаџери су открили да им конвенционална мудрост управљачког рачуноводства више неће бити довољна.

Претходна констатација захтевала је још једно преиспитивање употребљивости постојећег арсенала информација управљачког рачуноводства. У том преиспитивању јасно су препознати одређени стратешки проблеми који су објективно стајали на путу његовог даљег развоја. Истраживања која су спровели Џонсон и Каплан пред крај '80-тих недвосмислено су показала да је конвенционално управљачко рачуноводство оптерећено историјом, вероватно због тога што је оно било снажно притиснуто захтевима финансијског рачуноводства све ово време.¹⁸

Такође, закључено је да конвенционално управљачко рачуноводство подржава, од случаја до случаја, доношење појединачних одлука, при чему се оно руководи специфичностима ентитета и временског тренутка у коме се одлука доноси. Надаље, упркос чињеници да се један добар део предузећа уопште не бави производњом, у фокусу интересовања конвенционалног управљачког рачуноводства су управо производне активности, што га принуђава да буде интроспективно и затворено. Бавећи се на дискретан начин анализом појединих активности предузећа, конвенционално управљачко рачуноводство превиђа да постоје везе између њих. Свему томе можемо додати и да је конвенционално управљачко рачуноводство доста програмирано због чега су многе његове реакције на промене окружења и менаџмента прилично касиле. Коначан епилог Џонсонових и Капланових истраживања је констатација да је конвенционално управљачко рачуноводство превише ослањено на рачуноводствене систе-

ме који су застарели и осмишљени у складу са конвенцијама које далеко више одговарају финансијском извештавању него стратешком менаџменту.

На основу претходно препознатих ограничења конвенционалне праксе током '90-тих година родила се идеја о развоју једног новог концепта информација, који је због своје оријентације добио назив *стратешког управљачког рачуноводства*. Ни овај нови концепт не треба ни у ком случају доживети као производ некакве револуције на подручју управљачког рачуноводства. Уместо тога, његову појаву треба пре посматрати као логичан наставак еволуције управљачког рачуноводства, тј. његовог прилагођава захтевима менаџмента, што је оно кроз досадашњу историју већ небројено пута чинило. Јасно је да овај нови концепт информација управљачког рачуноводства мора бити ослобођен стега историје, конвенција и финансијског извештавања. Уместо тога, он мора бити много више оријентисан ка будућности и осветљавању конкурентске позиције предузећа, која представља основу за обликовање стратегија и доношење бројних пратећих одлука. Ради тога, стратешко управљачко рачуноводство мора неизбежно успостављати везе са другим департманима у предузећу и користити њихова знања у прибављању и обликовању стратешки релевантних информација. Осим тога, стратешко управљачко рачуноводство мора отворених очију гледати ка окружењу и анализирати положај предузећа у њему. При свему томе оно треба да покуша да буде проактивно и да предвиђа могућности и потезе других, што је такође веома драгоцен допринос стратешком менаџменту.

На крају, морамо да укажемо на још једну веома битну новину коју доноси стратешко управљачко рачуноводство. Наиме, уместо раније "оријентације према подацима" стратешко управљачко рачуноводство мора бити много више "оријентисано према информацијама". Као што смо видели, не тако давно основна преокупација рачуновођа обухватала је бележење, анализирање и презентовање података о трошковима постојећих активности предузећа. Међутим, на почетку новог века све више је менаџера који се са правом питају чему све то. Уместо тога, немирно производно и конкурентско окружење принуђава менаџере да ви-

18)

Резултати ових истраживања презентовани су у књизи Johnson, T., Kaplan, R., *Relevance Lost: The Rise and Fall of Management Accounting*, Harvard Business School Press, Boston, 1991, p. 216 и даље. Ова књига у каснијем периоду постаје незаменљиво упориште бројних написа к оји су наговештавали појаву концепта стратешког управљачког рачуноводства.

ше него икада раније од управљачког рачуноводства захтевају вредне информације. Као последица тога фокус модерног менаџмента је померен од анализе трошкова *per se* према информацијама које могу додати вредност. Пошто већ прва искуства показују да стратешко управљачко рачуноводство успева да отклони већину управљачких проблема насталих услед недостатка стратешке релевантности конвенционалног управљачког рачуноводства, информације стратешког управљачког рачуноводства у рукама способног стратешког менаџмента могу постати итекако моћно конкурентско оруђе за стварање супериорне вредности у предузећу.

Већ на самом почетку истраживања, која су тек одшкринула врата стратешког управљачког рачуноводства, велики број реномираних аутора тврди да се ради о подручју које ће несумњиво обележити наредне деценије. Међутим, истовремено треба приметити да су због различитих интерпретација стратегије и процеса стратешког управљања границе концепта стратешког управљачког рачуноводства прилично лабаве. Отуда је литература из ове области диспаратна и последично неповезана, због чега не постоји јединствен поглед на то шта стратешко управљачко рачуноводство заиста треба да обухвати и како треба даље да се развија. Иако свесни ове чињенице, ми у овом напису ипак покушавамо да пронађемо заједничку нит за неколико најзначајнијих концепата стратешког управљачког рачуноводства, чије скраћене верзије представљамо у наставку.

У стручној литератури је неоспорно да се Кенет Симондс сматра оцем стратешког управљачког рачуноводства. Тачније, он је још почетком осамдесетих година претходног века први употребио термин *стратешко управљачко рачуноводство*, које дефинише као припремање и анализирање података управљачког рачуноводства о предузећу и његовим конкурентима, зарад коришћења ових података приликом развоја и надгледања пословне стратегије.¹⁹ Како су неки аутори нешто касније приметили, овакво гледање на стратешко управљачко рачуноводство проистекло је из Симондсовог залагања да профит у предузећу не настаје као

производ интерне ефикасности, већ као производ конкурентске позиције предузећа на изабраним тржиштима.

Након пионирских радова Кенета Симондса, истраживања која су спровели Шенк и Говиндарајан указују на нове димензије стратешког управљачког рачуноводства. Наиме, ова двојица аутора разматрају утицај који информације о трошковима имају приликом све четири фазе стратешког управљања, тј. приликом формулисања, саопштавања, примене и контроле стратегије. У вези са тим Шенк и Говиндарајан, у жељи да успоставе везу између стратешког управљања и управљачког рачуноводства, развијају следеће теме: анализирање трошкова целом дужином ланца вредности, анализирање стратешког позиционирања предузећа, анализирање изазивача трошкова, и развијање и одржање конкурентске предности. Све ове теме поменута двојица аутора симултано разматрају кроз концепт стратешког управљања трошковима, који дефинишу као управљачку употребу информација о трошковима које су експлицитно усмерене на једну или већи број фаза процеса стратешког управљања.²⁰

Нове перспективе развоја стратешког управљачког рачуноводства обелодањене су у радовима Мајкла Бромовича. Најпре, овај аутор почетком деведесетих година дефинише стратешко управљачко рачуноводство као процес који обухвата прикупљање и анализу финансијских информација о тржиштима финалних производа предузећа, информација о висини и структури трошкова конкурената и надгледање стратегија предузећа и његових конкурената током дужег временског периода.²¹ Касније, у новијим радовима Бромвич чини још један одлучан искорак промовисањем идеје према којој стратешко управљачко рачуноводство треба да иде даље од прикупљања информација о предузећу и његовим конкурентима.²² Наиме, Бромвич сугерише да се стратешко управљачко рачуноводство мора бавити разматрањем користи које производи предузећа нуде купцима, као и анализом начина на који те користи доприносе изградњи и одржању конкурентске предности. У све-

19)

20) Радило се о напису Simmonds, K., „Strategic Management Accounting”, Management Accounting, vol. 59, no. 4, p. 26-29.

Највећи број набројаних тема покренут је у серији чланака и у две књиге, тј. Shank, J., Govindarajan, V., Strategic Cost Analysis: The Evolution from Managerial to Strategic Accounting, Homewood, 1989, и Shank, J., Govindarajan, V., Strategic Cost Management:

21) The New Tool for Competitive Advantage, Free Press, New York, 1993.

Bromwich, M., „The Case Strategic Management Accounting: The Role of Accounting Information for Strategy in Competitive Markets”, Accounting, Organisations and Society, vol. 15, nos 1 and 2. p. 27-45.

22) Bromwich, M., Bhinami, A., Management Accounting: Pathways to Progress, CIMA Publishing, London, 1996.

му томе Бромвич посматра користи које производ обезбеђује купцима као коначне изазиваче трошкова и развија тзв. обрачун трошкова атрибута (карактеристика) производа, чиме додатно помера границе стратешког управљачког рачуноводства у простору који, понављамо, још увек није довољно истражен ни дефинисан.

Аутори који својим написима у последње време скрећу велику пажњу стручне јавности када је у питању стратешко управљачко рачуноводство јесу Ричард Вилсон и Кит Ворд. Вилсон у својим радовима међу првима повлачи демаркациону линију између конвенционалног и стратешког управљачког рачуноводства.²³ Према овом аутору, већина конвенционалних техника управљачког рачуноводства примерена је потребама тактичког, а не стратешког управљања. Тачније, док конвенционално управљачко рачуноводство усваја историјску оријентацију праћену нагласком на једну одлуку, један период и један ентитет, стратешко управљачко рачуноводство мора бити оријентисано ка будућности. Поред тога, стратешко управљачко рачуноводство недвосмислено мора наглашавати кохезију и конзистентност, како микро и макро нивоа активности, тако и краткорочних и дугорочних одлука. Свему томе Вилсон додаје да нагласак стратешког управљачког рачуноводства треба да буде на окружењу, тј. на позицији предузећа у односу на његове конкуренте, све то у контексту секвенци различитих стратешких одлука које се доносе током веома дугог временског периода. Због свега тога Вилсон се у релевантној литератури сматра зачетником *конкурентског рачуноводства*.²⁴

Главни допринос Кит Ворд освежавању онога што би требало да обухвата стратешко управљачко рачуноводство огледа се у непосреднијем укључивању маркетинга у управљачко рачуноводство.²⁵ Његово укључивање у управљачко рачуноводство последица је исправног запажања овог аутора да се подручје маркетинга детаљно бави купцима, конкурентима и производима предузећа, што су истовремено главне теме стратешког управљачког рачуноводства. Са друге стране, пораст учешћа маркетиншких активности у одговорима модерних предузећа на учестале промене у конку-

рентском окружењу мотивисао је Кит Ворд да развије пионирску идеју о рачуноводственом праћењу улагања у маркетиншка средства. Наиме, Ворд сугерише одвојено праћење улагања у одржавање маркетиншких средстава која омогућавају задржавање тренутног тржишног учешћа од праћења улагања у развој маркетиншких средстава која су усмерена на освајање нових тржишта. У свему томе овај аутор исправно примећује да управљачке рачуновође могу искористити драгоцену искуство које су рачуновође у дугом низу година стицале кроз обухватање улагања у одржавање и развој основних средстава. Надаље, полазећи од тога да је главни циљ запослених у маркетингу стварање задовољавајуће вредности за купце, Кит Ворд додаје неопходан ниво детаља у анализи профитабилности купаца, која се од раније појављује у радовима неколицине аутора. На крају, нека буде примећено и да се истраживање Кита Ворда разликује од истраживања других аутора по томе што овај аутор покушава да идентификује и одговори на информационе потребе стратешког менаџмента које се односе на обликовање и надгледање јединствене, тј. корпоративне стратегије и све то у зависности од организационог типа који се примењује у конкретном предузећу.

Претходни скраћени преглед релевантне литературе недвосмислено нам открива различитост нагласака који су присутни у расправама о концепту стратешког управљачког рачуноводства. Они су логична последица разлика у гледиштима појединих аутора на стратегију предузећа и процес стратешког управљања. Тако, рецимо, приступи стратешком управљачком рачуноводству Бромвича, са једне, и Шенка и Говиндарајана, са друге стране, изворно се заснивају на Портеровом моделу конкурентског позиционирања. Надаље, Вилсон своја разматрања стратешког управљачког рачуноводства везује за концепт животног циклуса производа.

Насупрот томе, Симондс сматра да је функција стратешког управљачког рачуноводства прикупљање и анализа информација о конкурентским трошковима, ценама и новчаним токовима, при чему истиче да се ове информације на крају морају свести на познату калкулацију цена – трошкови – обим. Све ове очигледне

23)

24) То је учињено у књизи Wilson, R., Chua, W., Management Accounting: Method and Meaning, Chapman and Hall, London, 1993, p. 530.

25) Више о томе погледати у књизи Wilson, R., Accounting for Marketing, CIMA, London, 1999.

Ward, K., Strategic Management Accounting, CIMA Publishing, Butterworth Heinemann, Oxford, 1996, као и у чланку Ward, K., "Accounting for Marketing", Management Accounting: Magazine for Chartered Management Accountants, May 1995.

разлике у гледиштима на један те исти концепт информација додатно су нам отежале посао представљања стратешке димензије управљачког рачуноводства у овом делу написа. Но, независно од свега тога можемо на крају закључити да оријентација према будућности, дужем року, окружењу, конкурентима, купцима, маркетингу, производима и услугама предузећа представља подручје на коме своје уточиште могу пронаћи како постојеће, тако и многе друге нове идеје које обезбеђују наставак развоја стратешке димензије управљачког рачуноводства у будућности.

Закључак

Након кратког представљања еволуције управљачког рачуноводства неке се његова интеграција у живот наших предузећа може додатно учинити немогућном мисијом. Оправдање за такво гледање на ствари могуће је пронаћи у великом броју аргумената који се тичу амбијента и времена у коме треба решавати наведени проблем. Прво, неоспорно је да је потребно уложити огроман напор у ревитализацију нечега што је деценијама неоправдано потискивано и омаловажавано. Друго, учешће акционарских друштава и структура акционара у таквим предузећима још увек нису такви да истински подстичу квалитетно корпоративно управљање као у земљама у којима је управљачко рачуноводство уздигнуто на завидан ниво. Треће, рачуноводствена култура и знање код већине наших менаџера објективно је на веома ниским гранама. Четврто, спознаја наших менаџера о корпоративној и друштвеној одговорности изузетно је ниска. Пето, читаво рачуноводство у нашим предузећима, а нарочито управљачко рачуноводство, налази се неколико деценија иза напредних светских искустава и сл. Свесни смо да навођењу сличних аргумената овде вероватно није крај. Међутим, то није и не треба да буде коначна порука овог написа. Јасно је да није могуће преко ноћи прескочити стогодишњи развој управљачког рачуноводства, као ни много шта друго у чему као земља и привреда заостајемо за развијеним светом. Уместо тога, и у овом случају потребно је пажљиво проучити праксу и искуства кроз које су многе друге земље прошле, а онда на основу свега тога пажљиво одмерити количину новина које ћемо овог пута истински, а не само декларативно, увести у наша предузећа.

Уколико смо овим написом дали барем мали допринос укључивању потврђених и најновијих искустава из области управљачког рачуноводства у наша предузећа, не жалимо труд уложен у његово писање.

Литература

1. Arnold, J., Carsberg, B., Scapens, R., Topics in Management Accounting, Philip Allan Publishers, Oxford, 1983.
2. Arnold, J., Hope, T., *Accounting for Management Decisions*, Prentice Hall, London, 1996.
3. Ashton, D., Hopper, T., Scapens, R., *Issues in Management Accounting*, Prentice Hall, London, 1995.
4. Bromwich, M., „The Case Strategic Management Accounting: The Role of Accounting Information for Strategy in Competitive Markets", *Accounting, Organisations and Society*, vol. 15., 1995.
5. Bromwich, M., Bhinami, A., *Management Accounting: Pathways to Progress*, CIMA Publishing, London, 1996.
6. Drury, C., *Management Accounting Handbook*, CIMA Publishing, Oxford, 1996.
7. Horngren, C., *Introduction to Management Accounting*, Prentice Hall, New Jersey, 1987.
8. Johnson, T., Kaplan, R., *Relevance Lost: The Rise and Fall of Management Accounting*, Harvard Business School Press, Boston, 1991.
9. Maher, M., Stickney, R., Weil, R., *Management Accounting: An Introduction to Concepts, Methods, and Uses*, The Dryden Press, Horcourt Brace, Orlando, 1994.
10. Mark Young, *Readings in Management Accounting*, Prentice Hall, New Jersey, 2001.
11. Mili}evi} V., *Ra~unovodstvo tro{kova i poslovno odlu~ivawe*, Centar za izdava~ku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, 2000.
12. Милићевић, В., *Стратешко управљачко рачуноводство*, Центар за издавачку делатност Економског факултета, Београд, 2003.
13. Shank, J., Govindarajan, V., *Strategic Cost Analysis: The Evolution from Managerial to Strategic Accounting*, Homewood, 1989.
14. Shank, J., Govindarajan, V., *Strategic Cost Management: The New Tool for Competitive Advantage*, Free Press, New York, 1993.

15. Simmonds, K., „Strategic Management Accounting”, *Management Accounting*, vol. 59, no. 4, 1981.
16. Стевановић Н., Малинић Д., Милићевић В., Управљачко рачуноводство, Центар за издавачку делатност Економског факултета, Београд, 2008.
17. Ward, K., "Accounting for Marketing”, *Management Accounting: Magazine for Chartered Management Accountants*, May 1995.
18. Ward, K., *Strategic Management Accounting*, CIMA Publishing, Butterworth Heinemann, Oxford, 1996.
19. Wilson, R., *Accounting for Marketing*, CIMA, London, 1999.
20. Wilson, R., Chua, W., *Management Accounting: Method and Meaning*, Chapman and Hall, London, 1993.
21. Zimmerman, J., *Accounting for Decision Making and Control*, Irwin, Boston 1995.

др Даниела
ПЕТРОВА*

Daniela
PETROVA, PhD

Коришћење рачуноводствених процена у манипулативном финансијском извештавању и одговорности ревизора

Резиме

Адекватне и поуздане информације су основа за доношење одлука у свим фазама процеса управљања. Објективно посматрано, исход вероватног догађаја је увек неизвесан и због тога је потребно корисити расуђивање. Примена рачуноводствених правила и стандарда са циљем манипулације финансијским извештајима базира се на различитим мотивима: уговорним, тржишним, нормативним, мотивима ушаје пореза. Један од објективних разлога стварања услова за манипулацију финансијским извештајима је потреба за применом рачуноводствених процена. Понекад на граници "фризирања" и фалсификовања, понекад отворено манипулативни, методи спровођења рачуноводствених процена стављају доста захтева пред ревизоре, који треба да потврде да су претпоставке на којима се заснивају процене оправдане, у складу са плановима руководиоца и са плановима који се користе за друге рачуноводствене процене.

Кључне речи:

Рачуноводствене процене, манипулативно финансијско извештавање, индикатори криминалних радњи, ревизија рачуноводствених процена.

Use of accounting estimates in manipulative financial reporting and responsibilities of the auditor

Summary

Adequate and reliable information is the basis of decision-making at all stages of the management process. Objectively there is always uncertainty regarding the outcome of events that are likely to occur and involve the use of judgement. Application of accounting rules and standards in a way that leads to manipulation of financial statements is based on different motives: contractual, market, regulatory, tax evasion. One of the objective reasons creating conditions for manipulation of financial statements is the need to apply accounting estimates. Sometimes on the verge of "window-dressing" and falsification, sometimes openly manipulative, the methods for accounting estimates formation pose a number of requirements to auditors who need to confirm that the assumptions on which the estimates are based are reasonable, consistent with the plans of the management and with those used for other accounting estimates.

Key words:

Accounting estimates, manipulative financial reporting, fraud indicators, audit of accounting estimates.

* Институт овлашћених јавних рачуновођа Бугарске, Софија

Увод

Главни инструменти у лажним финансијским извештајима су: фиктивни приход, фиктивни расходи, признавање прихода/расхода у погрешном извештајном периоду, прикривање обавеза и расхода, неадекватно обелодањивање, нетачна евалуација средстава /прецењена и потцењена средства/, нетачно извештавање о капиталу и пословним расходима. На први поглед, у овим плановима преваре нема места за рачуноводствене процене, утолико што термин "процена" подразумева могућност крајњег погрешног исказа и корисници информација из финансијских извештаја узимају у обзир ту чињеницу те стога те информације не би могле да буду погрешне. Међутим, као и код других планова, овде није одлучујућа сама техника, већ њена намерна, свесна злоупотреба са циљем стварања економске ситуације која задовољава користољубиве интересе власника односно директора.

1. Манипулисање извештајима коришћењем рачуноводствених процена

Пословање и етика – да ли су ова два концепта компатибилна и да ли могу да коегзистирају у контексту корпоративног успеха? Другим речима, поставља се питање да ли је погрешно користити обману за остваривање користи или је она само један елемент из скупа дозвољених инструмената. Танка је линија између "мењања биланса стања", које подразумева манипулацију финансијским извештајима у оквирима закона, и очигледног фалсификовања финансијских извештаја и њено постојање је прилично неодређено.

Фалсификовање укључује замену индикатора другим индикаторима и давање погрешне слике финансијског стања ентитета и резултата пословања. Мотиви фалсификовања индикатора временом се мењају.

У условима планске привреде мотив представља могућност да се извештава о томе да је план испуњен, односно извршен и када то није случај. У нормалној привреди суштина фалсификовања индикатора је у стварању илузије о економској позицији или резултату, који погодује користољубљу власника или директора. У садашњим условима мотиви фалсификовања индикатора су резултат притиска да ентитет опстане. Генерално посматрано, такав приступ утиче на интересе државе и партнера. Одређени вид фалсификовања зависи од циљева и намера починилаца. Веома често је циљ

Introduction

The main schemes in fraudulent financial statements include fictitious income, fictitious expenses, recognition of income/expenses in a wrong reporting period, concealment of obligations and expenses, inadequate disclosure, incorrect evaluation of assets /overstated and understated assets/, incorrect reporting of capital and operating expenses. At first glance, accounting estimates have no place in these schemes inasmuch as the term "estimate" involves the possibility of eventual misstatement, and this fact is taken into account by the users of information from financial statements, and therefore could not be misleading. As with other schemes, however, decisive here is not the accounting technique itself, but its intentional, deliberate misuse in order to achieve an economic situation which meets the mercenary interests of owners and/or managers.

1. Manipulation of statements using accounting estimates

Business and ethics – are these two concepts compatible and can they co-exist in the context of corporate success? In other words, the question is: is it wrong to use deceit to gain benefit or is it just one of the set of permitted tools? The distinction between "doctoring of the balance sheet", meaning manipulation of the financial statements in the framework of law and obvious falsification of the financial statements is very thin and its existence is rather dubious.

Falsification involves replacement of indicators with other indicators and giving a wrong idea of the financial condition of the entity and the results from its operations. The motives for falsifying indicators change over time. In the conditions of planned economy it involves efforts to report that the plan has been fulfilled, that is, executed even if that is not the case. In normal economy the essence of falsifying indicators is the creation of an illusion on about the economic position or result that meets the mercenary interests of owners or managers. In the present conditions motives for falsifying indicators are the result of the pressure for an entity's survival. In general, such an approach affects the interests of the state and counterparts. The specific form of falsification depends on the purposes and intentions of the persons who commit it. Quite often the purpose is to attract investments and therefore investors and creditors are most common victims. In these cases, the falsified financial statements aim to in-

привлачење инвестиција и стога су најчешће жртве инвеститори и повериоци. У тим случајевима, фалсификовани финансијски извештаји имају за циљ да повећају цену акција или да побољшају индикаторе ликвидности и финансијске стабилности.

”Мењање биланса стања”, ”управљање зарадом”, ”фризирање рачуна” су термини који се користе за објашњавање поступака усмерених ка манипулацији финансијским извештајима, ради остваривања претходно утврђеног циља. Они могу обухватати широк спектар законитих и незаконитих управљачких поступака. Од почетка `90-их година доста истраживања је посвећено том питању, посебно у САД, у настојању да се одговори на доста питања, као и на питање која рачуноводствена правила омогућавају ”управљање зарадом” и која рачуноводствена правила је потребно прегледати и ревидирати. У свом истакнутом говору Arthur Levitt¹, председник Комисије за ХоВ (Комисије за хартије од вредности) наводи да се овај процес временом развио од ”онога што се може дефинисати боље до утакмице актера на тржишту, што може довести до штетних последица по амерички финансијски рачуноводствени систем”.

Проблем не представља жеља да се прикаже неки конкретни резултат, већ примена рачуноводствених правила и стандарда на начин који је далеко од истините и фер презентације информација, у функцији основе финансијских извештаја. Шта су подстицаји за иницирање манипулативног ”управљања зарадом”? У основи, то су економски мотиви, утолико што вредност компаније и добробит власника и директора зависе од пријављених добити. У једном истраживању² се показују три групе мотива: уговорни, тржишни и нормативни. Уговорни мотиви постоје када се уговори између компаније и трећих страна заснивају на рачуноводственим подацима приликом одређивања висине накнаде. Уговори те природе су: споразуми о дугу, уговори за накнаде руководства, запослење и преговори са синдикатима. У случају кршења услова споразума о дугу и неиспуњавања обавеза, руководство компаније је мотивисано да примени агресивне рачуноводствене методе за ”напумпавање” добити, да би било у бољој пози-

crease the price of the shares or improve the indicators of liquidity and financial stability.

”Doctoring of the balance sheet”, ”earnings management”, ”window-dressing of accounts” are terms used to explain actions aimed at manipulation of financial statements in order to achieve a pre-set goal. They may cover a wide range of legal and illegal management actions. Since early 90’s a number of researches have been dedicated to that issue, particularly in the USA, attempting to answer a number of questions, including the question of which accounting rules make ”earnings management” possible and need be reviewed and revised. In the prominent speech of Arthur Levitt, Chairman of SEC (Securities and Exchange Commission) is stated that this process has evolved in the years from ”what can be defined better to a game among market players, which can result in adverse consequences for the American financial accounting system”.

The problem is not in the desire to show a specific result, but in the application of accounting rules and standards in a way which is far away from true and fair presentation of information, serving as the basis of financial statements. What are the incentives for initiation of manipulative ”earnings management”? Basically, these are economic motives insofar as the value of a company and the welfare of the owners and managers are closely dependent on the reported profits. Research shows three groups of motives: contractual, market and regulatory. Contractual motives exist when contracts between the company and third parties are based on accounting data in setting the consideration between them. Contracts of such nature are: debt agreements, contracts for management compensation, job employment and negotiations with trade unions. Upon violation of the conditions of debt agreements and default on the obligations the management of a company is motivated to apply aggressive accounting methods to inflate profits in order to be in a better position in case of renegotiation and rescheduling. Linking senior management remuneration to results achieved such as prices of shares, operating results, financial condition or cash flows exerts a strong pressure and stimulates manipulation of financial statements. Current and future compensations of senior management in the form of bonuses, share options and remuneration

1)

The ”Numbers Game” (Њујоршки универзитет, Центар за правне и пословне студије, 28. септембар 1998)

2) Scott B. Jackson i Marshall K. Pitman, ”Auditors and Earnings Management”, *The CPA Journal*

цији у случају поновних преговора и репрограмирања. Повезивањем надокнаде за више руководство са постигнутим резултатима као што су цене акција, пословни резултати, финансијско стање или токови готовине врши се снажан притисак и подстиче манипулација финансијским извештајима. Садашње и будуће надокнаде вишег руководства у форми бонуса, опција акција и споразума о надокнади указују на јако интересовање за очување или повећање цене акција ентитета или трендова добити.

Истраживање фирме "Byrne at al." из 2002. године³ показује да је надокнада за генералне директоре у САД порасла за 340% у последњој деценији, што представља снажан подстицај за руководиоце да презентују финансијске извештаје са прецењеним добитима. Супротно томе, руководиоци су мотивисани да потцењују финансијске резултате у преговорима са синдикатима, радницима и запосленима како би потврдили тврдњу да компанија не може да обезбеди тражено повећање плата. У бугарским условима, таква мотивација за манипулисањем резултатима још увек нема јасан облик и због недостатка јаким синдиката ван јавног сектора и због слабе корелације између нивоа зарада и финансијских резултата ентитета.

Тржишни мотиви су побуђени односом између тржишне вредности компанија и пријављених добити. У једном истраживању⁴ указује се на то да је управљање зарадом интензивније у периоду пре и непосредно после иницијалне јавне понуде, као и током откупа акција. Извесно је да различити мотиви одређују различите правце манипулације зарадама. Емисија акција укључује рачуноводствена решења усмерена ка "напумпавању" добити, док је интерес руководства током откупа акција да се откупна цена спусти на минимум. Када техника "фризирања" подразумева повлачење добити и губитака у "погодном" периоду, тренд се обично обрне у наредним извештајним периодима.

Осетљивост тржишта капитала на финансијске прогнозе аналитичара представља још један снажан притисак тржишта. Жеља да се одговори на конкретна очекивања веће добити акционара и инвеститора централни је узрок многих финансијских скандала, када руководство почиње да врши мања кориговања стварне

agreements are indicative of a strong interest in preserving or increasing the price of an entity's shares or profits trends.

A research by Byrne at al. of 2002 shows that the remuneration of general managers in the USA has grown by 340% in the last decade, which is a powerful incentive for the managers to present financial statements with overstated profits. On the contrary, i.e. tending to understate the financial result, is the motivation of the managers in negotiations with trade unions, workers and employees in support of the statement that the company cannot provide the requested rise in salaries. In Bulgarian conditions, such motivation for manipulation of the result does not have a clear shape yet due both to the lack of strong trade unions outside the public sector and the weak correlation of wage levels and the financial results of the entity.

Market motives are provoked by the relationship between the market value of companies and the reported profits. Research indicates that earnings management is more intensive in the period before and immediately after the initial public offering as well as during repurchase of shares. Certainly, different motives determine different directions of earnings manipulation. Issue of shares entails accounting solutions aimed to inflate profits, while the interest of the management during repurchase of shares is to minimize the repurchase price. When the "window-dressing" technique involves withdrawal of profits and losses in the "comfortable" period, the trend is typically reversed in the following reporting periods.

The sensitivity of capital markets to analysts' financial forecasts represents another strong market pressure. The desire to respond to specific expectations for higher profits of shareholders and investors is in the center of many financial scandals, when management starts with minor adjustments of the actual situation in the desired direction to reach gross falsification of financial statements. In most cases the manipulation starts with the idea that this is only temporary in order to provide a gulp of air to the company and that it will be compensated in the following periods. Tracing of the history of bankruptcies and dramatic stock exchange collapses shows that most often they originate from initial innocent "doctoring of the result"

³) John A. Byrne at al. "How to fix Corporate Governance", *Bussines Week*, May 2002

⁴) Dimitrios Gounopoulos, Earnings Management and Long-term Performance of Greek IPO's

ситуације у жељеном правцу, ради добијања фалсификованих финансијских извештаја. У већини случајева манипулација почиње идејом да је само привремена и да има за циљ да се компанији олакша и да ће бити надокнађена у наредним периодима. Праћење историје стечаја и драматичних крахова берзе показује да најчешће потичу од првобитног безазленог "мењања резултата" које се може посматрати пре као перспективно размишљање руководства него као манипулација перспективом, затим прелази у неконтролисани процес, чиме започиње такозвана "смртоносна спирала".

Друга група мотива је повезана са секторима и активностима које подлежу строжијем нормативном надзору као што су активности банака, пензионих фондова, осигуравајућих друштва. Шири јавни интерес за њихово половање предодређује постојање посебних правила и ограничења – захтева за адекватним износом капитала, захтева за ликвидношћу, за одржавањем посебних резерви, и тако даље. Слобода коју дају рачуноводствени стандарди се користи за презентацију средстава, обавеза, прихода и расхода на начин на који се спречавају нормативне интервенције или санкције.

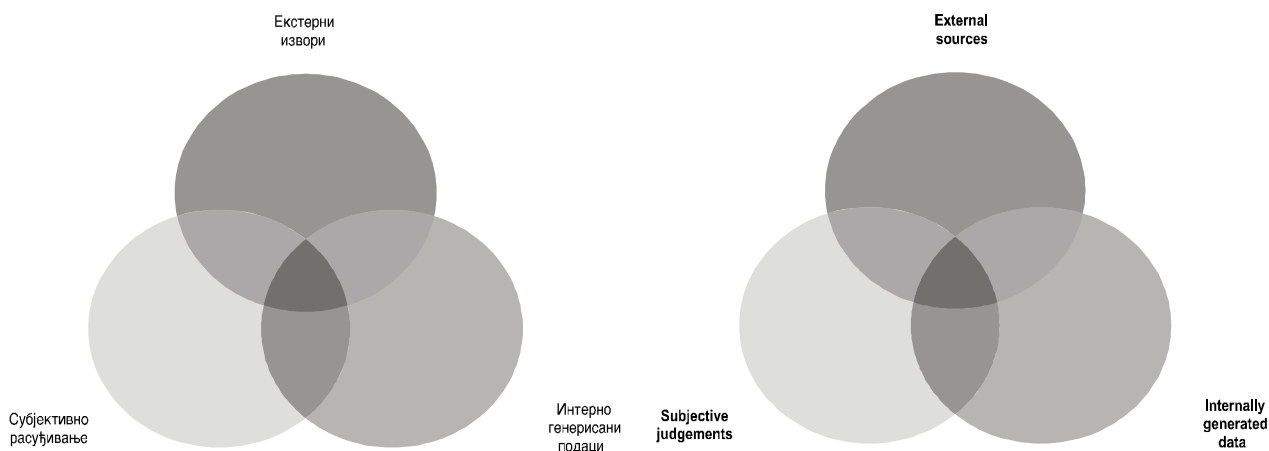
Смањивање пореских плаћања заузима значајно место на скали могућих мотива манипулације финансијским извештајима. Занимљиво је то да се велики део истраживања о управљању зарадама не бави овим питањима. Разлози се могу тражити, са једне стране, у чињеници да су предмет истраживања обично компаније чијим се акцијама тргује на берзи и чији главни приоритет није смањење пореских плаћања већ привлачење финансијских средстава. Са друге стране, манипулација финансијским извештајима за потребе утаје великих износа пореза је поступак који се налази ван границе између законитог и незаконитог, и дефинише се као прекршај. Окружење у ком објекат истраживања послује такође игра улогу. Постојање сиве економије на почетку укључује мотивацију везану за утају пореза, али од одређеног тренутка потреба за легализовањем извора средстава изазива притисак у супротном правцу. Очекује се да ће се након промене окружења и завршавања процеса транзиције у Бугарској тежиште мотива манипулације финансијским извештајима преместити са пореза на тржиште. Фактори који имају утицаја у том правцу, везани су за нови пакет пореских закона (који су на снази од 01.01.2008. године): (i) већа независност пореза у односу на рачуноводствена правила за

which can be regarded as a perspective management thinking rather than manipulation, evolving after that into an uncontrollable process, starting the so-called "death spiral".

Another group of motives is related to sectors and activities subject to tighter regulatory supervision such as the activities of banks, pension funds, insurance companies. The broad public interest in their operations predetermines the existence of specific rules and restrictions – capital adequacy requirements, liquidity requirements, maintenance of specific reserves, etc. The freedom provided by accounting standards is used to present assets, liabilities, income and expenses in a way preventing regulatory intervention or sanction.

Reduction of tax payments ranks prominently in the classification of possible motives for manipulation of financial statements. Interestingly, much of the research on earnings management do not deal with these issues. The reasons may be sought, on the one hand, in the fact that the item of research are typically public companies whose main priority is not the reduction of tax payments but attraction of financing. On the other hand, manipulation of financial statements for the purposes of evading large tax payments is an action outside the borderline between legal and illegal and is defined as an offence. The environment in which the object of research operates also plays a role. Existence of a "shadow" economy initially entails a motivation related to tax evasion but from a certain point in time the need to legalise the sources of financing exerts pressure in the opposite direction. With the change in the environment and finalisation of the transition in Bulgaria the weight of the motives for manipulation of financial statements are expected to shift from tax to market ones. The factors that have effect in this direction are related to the new package of tax laws (effective from 01.01.2008): (i) greater independence of taxation from accounting rules in the result formation, and (ii) lower corporate tax rate.

The reasons that provide opportunity for manipulation of financial statements may be objective and subjective. Use of estimates in the preparation of financial statements and the opportunity provided by accounting standards for a choice of method are at the basis of objective reasons. On the other hand, when the entity and its management do not want to make public specific items and indicators they present them intentionally in a manner concealing their true economic nature although they are included as values in the balance sheet and the latter cannot be



формирање резултата, и (ii) нижа стопа пореза на добит предузећа.

Разлози који пружају могућност манипулације финансијским извештајима могу бити објективни и субјективни. Коришћење процена у припреми финансијских извештаја и могућност коју пружају рачуноводствени стандарди за избор метода налазе се у основи објективних разлога. Са друге стране, када ентитет и његово руководство не желе да обелодане одређене ставке и индикаторе, презентују их намерно на начин којим прикривају њихову истинску економску природу, иако су као вредности укључени у биланс стања и другопоменути се не могу сматрати потцењеним или прецењеним. Неодговарајуће промене претпоставки и корекције судова од стране руководства обично су први корак, који је на граници између "мењања" и фалсификовања извештаја.

Импликације фалсификовања финансијских извештаја су вишеструке, утичу на различите интересе и нису увек адекватно процењене. Могуће негативне импликације, мада не све, наведене су у наставку:

- смањена поузданост, квалитет, транспарентност и интегритет процеса финансијског извештавања;
- ризикују се интегритет и непристрасност ревизијске професије и ревизора и ревизорских кућа посебно;
- мање поверење тржишта капитала у поузданост финансијских информација;
- мањи кредибилитет тржишта капитала;
- негативан утицај на национални економски развој и просперитет;
- велики судски трошкови;

considered understated or overstated. Inappropriate changes in the assumptions and adjustments of judgements by the management are usually the first step which is on the border between "doctoring" and falsification of statements.

The implications of falsification of financial statements are multiple, affect different interests and are not always assessed adequately. A non-exhaustive list of possible adverse implications includes:

- Undermined reliability, quality, transparency and integrity of the financial reporting process;
- The integrity and unbiasedness of the audit profession and auditors and auditing companies in particular are put at stake;
- Lower trust of capital markets in the reliability of financial information;
- Lower credibility in capital markets;
- Adverse effect on national economic development and prosperity;
- Huge court expenses;
- Destroyed career of persons engaged in fraudulent financial reporting;
- Bankruptcy and sizeable economic losses for the company engaged in fraudulent financial reporting;
- Need of regulatory intervention;
- Disruption of normal operations and activity of accused companies;
- Serious doubt about the efficiency of the audits of financial statements;
- Undermined public credibility and trust in the accounting and audit professions.

- уништена каријера лица која учествују у лажном финансијском извештавању;
- стечај и велики економски губици компаније која учествује у лажном финансијском извештавању;
- потреба за нормативном интервенцијоме;
- поремећај нормалног пословања и активности оптужених компанија;
- озбиљна сумња у ефикасност ревизије финансијских извештаја;
- умањени јавни кредибилитет и поверење у рачуноводствену и ревизијску професију.

Припрема финансијских извештаја подразумева учесталу употребу рачуноводствених процена. Рачуноводствена процена подразумева заокруживање износа неке ставке у одсуству прецизног мерног инструмента.⁵ Примери су:

- векови трајања имовине и износ амортизације;
- могућност наплате потраживања и умањење његове вредности;
- резервисање за смањење залиха и умањење њихове вредности;
- акумулирани приход (осим прихода потврђеног објављеном примарном документацијом);
- одложени порези;
- резервисања за захтеве по основу гаранције;
- резервисања за губитке настале услед судских парница.

У свим наведеним случајевима будући услови и догађаји и њихови ефекти су у одређеној мери неизвесни јер не могу потпуно предвидети и захтевају субјективни суд. Да ли је довољно да се, када догађаји покажу да је процена била нетачна, изведе закључак да је постојала манипулација финансијским извештајима? Наравно да није. Сама чињеница да се процена врши у условима неизвесности исхода стварних или вероватних догађаја подразумева вероватноћу настанка материјално значајних погрешних исказа. Стога, рачуноводствени стандарди⁶ пружају могућност улагања новог напора са циљем мењања рачуноводствене процене након добијања нових информација. Како да разликујемо постојећу манипулацију или чак и фалсификовање финансијских извештаја од погрешних исказа који су резултат саме природе рачуноводствених процена? Тешко је

Preparation of financial statements entails frequent use of accounting estimates. An accounting estimate means an approximation of the amount of an item in the absence of a precise means of measurement. Examples are:

- Useful lives of assets and amount of depreciations;
- Collectability of receivables and impairment thereof;
- Allowance to reduce inventory and impairment thereof;
- Accrued revenue (other than that confirmed with issued primary documents);
- Deferred taxes;
- Provisions for warranty claims;
- Provisions for losses from law suits.

In all listed cases there is some uncertainty regarding future conditions and events and their effects, which cannot be completely predicted and which require a subjective judgement. Is it enough when future events show incorrectness of assessment to make a conclusion of manipulation of financial statements? Certainly, not. The very fact that the assessment is made in the conditions of uncertainty regarding the outcome of events that have occurred or are likely to occur entails the probability of material misstatements. Therefore accounting standards provide a possibility for a new effort to be made to change accounting estimates upon obtaining new information. How can we differentiate between existing manipulation or even falsification of financial statements and misstatements originating from the very nature of the accounting estimates? It is difficult to answer this question because the answer becomes clear when the result of the wrong judgement appears. Manipulation and falsification are characterised by intention, repetition of "incorrectly made judgement", manipulative use and/or drafting of documents supporting the comfortable judgement. On the other hand, volatile and often blurred distinction between manipulation and falsification of financial statements may be sought in the public significance, in the very large scale of the false effect sought and in the faking of documents.

⁵⁾

⁶⁾ Види Међународни стандард ревизије 540 - Ревизија рачуноводствених процена.

IAS 8

одговорити на ово питање јер одговор постаје јасан тек када се појави резултат погрешног расуђивања. Манипулацију и фалсификовање карактерише намера, понављање "погрешно донесеног суда", манипулативна употреба односно састављање докумената који поткрепљују немарно учињено просуђивање. С друге стране, нестална и често нејасна дистинкција између манипулације и фалсификовања финансијских извештаја може се тражити у јавном значају, у врло великој размери „траженог варљивог учинка и у фалсификовању докумената”.

Право примене рачуноводствених процена преступници могу користити и за прецењивање и за потцењивање вредности средстава и обавеза. Оно што је овде одлучујуће је жељени ефекат. Тако се може користити један те исти механизам са супротним предзнаком у зависности од тога да ли је циљ повећати садашње финансијске резултате или смањити и "резервисати будућу зараду". "Insignia Solutions" је компанија из области софтвера, чијим акцијама се тргује на берзи и која може да изгуби регистрацију на берзи, услед манипулативног потцењивања резерви за враћене производе.⁷ Политиком те компаније предвиђена је продаја софтвера преко продаваца-посредника који имају право враћања и правило за акумулирање резерви које се базира на трошковима продаје за 45 дана. Да би "напумпала" приходе и добити "Insignia" потцењује резервисања за враћене производе. Као резултат тога, она извештава о прецењим приходима у износу од USD 1,6 милиона само за један квартал. Друга америчка компанија, "Sunbeam", такође примењује агресивне технике и недоследност у политици алокације резерви. Процена треба да буде разумна, у светлу стварних резултата из претходних периода и треба да буде у складу са плановима руководства, дефинисаним као реални. Супротно том правилу, иако продаје које су предмет враћања увећано све више расту, "Сунбеам" је смањео резерву за враћене производе са USD 6,5 милиона на крају 1991. године на USD 1,5 милиона на крају фебруара 1998. године.⁸ Наведено, заједно са другим метода фиктивног финансијског извештавања, води до стечајног поступка, који је започет 2001. године.

"Резерве у сламарици" имају за циљ да се добит пребаци на периоде у којима компанија не може да испуни повећана очекивања и са циљем прикривања смањења добити поврати резервисање створено

The right to apply accounting estimates may be used by offenders both for overstatement and understatement of assets and liabilities. The desired effect is decisive here. Thus one and the same mechanism may be used with opposite sign depending on whether the aim is to increase the current financial result or decrease and "reserve future earnings". Insignia Solutions is a public company from the software business which may lose its registration on the stock exchange due to manipulative understatement of reserves for returned products. The policy of the company envisages sale of the software through intermediaries-resellers to whom rights for return are granted and the rule for accrual of reserves is based on the cost of sales for 45 days. In order to inflate revenues and profits Insignia understates the provisions for returned products. As a result, it reports overstated revenues of USD 1.6 million for a quarter alone. Another US company, Sunbeam, also applies aggressive techniques and inconsistency in the policy on allocation of reserves. An estimate should be reasonable in light of actual results from previous periods and should be consistent with the plans of the management, defined as realistic. Contrary to that rule, although sales subject to return grow increasingly, Sunbeam decreased the reserve for returned products from USD 6.5 million at the end of 1991 to USD 1.5 million at the end of February 1998. This, together with the other schemes for fictitious financial reporting leads to bankruptcy proceedings, which started in 2001.

The "cookie jar reserves" scheme aims to shift profits to periods when the company cannot meet increased expectations and in order to conceal a decline in profits writes back a provision created in a previous period. At first glance, the manipulation seems "not very rude" – as in order to create a provision a cost is accrued and if such cost is overstated it is logical to transform it into a revenue once it is clear that no losses are to be covered at the expense of the provision. The material difference is in the effect of cost accrual and revenue recognition on the users of information from financial statements. Costs for provisions, especially when they relate to planned restructuring or law suits, are considered more leniently as it is assumed that they are one-off, incidental and no repetition and consistency is expected, while

⁷⁾

⁸⁾ Vidi Sesil. U. Jackson *The Financial Frauds of Big Business*, S., 2007, страна 77 и следећа

Ибид, стр. 36

у претходном периоду. На први поглед, манипулација се чини ”не врло очигледном” – пошто се акумулира трошак у циљу стварања резервисања и ако се такав трошак прецени, логично је да се трансформише у приход када буде јасно да нема трошкова које треба покривати на рачун резервисања. Битнији значај разлике је у учинку кумулираног трошка и признавању прихода на кориснике информација из финансијских извештаја. Трошкови резервисања, нарочито када се односе на планирано реструктурирање или судске парнице се сматрају блажим пошто се претпоставља да су једнократни, случајни и не очекује се понављање и доследност, док је стабилан раст добити увек значајан за инвеститоре.

2. Ефекти на ревизоре

Коришћење рачуноводствених процена носи значајне ризике за ревизора. Његов задатак је врло компликован јер за разлику од других посебних ставки, чија ревизија је извршена и код којих је довољно прикупљање чињеница и доказа за поштовање правила и норми, рачуноводствене процене захтевају и његов суд о оправданости саме рачуноводствене процене. Оправданост је категорија коју је тешко мерити. Сигурно, постоје принципи за вршење рачуноводствених процена, али они су предмет разних тумачења и у већој мери субјективних судова или могу захтевати комплексан суд, чије границе је тешко дефинисати. Увек се може поставити питање због чега се утицај фактора ”Х” не узима у обзир, пошто би он значајно променио умањење вредности средстава или признавање резервисања.

Принцип професионалног скептицизма, укључујући испитивање и критичку процену доказа својствен је и присутан у свакој ревизијској процедури, али је посебно важан у ревизији рачуноводствених процена, када постоје назнаке могуће манипулације, усмерене ка остварењу конкретних циљева. Процедуре које ревизор треба да изврши као одговор на процењене ризике од погрешних исказа у рачуноводственим проценама ентитета утврђују се Међународним стандардом ревизије 540 и обухватају:

- a) преглед и тестирање процеса који руководство користи за добијање рачуноводствене процене;
- b) коришћење независне процене за поређење са проценом коју је припремило руководство;
- ц) преглед накнадних догађаја који потврђују извршену процену.

a steady growth in profits is always significant for investors.

2. Effects on auditors

Use of accounting estimates poses significant risks for the auditor. His task is very complicated because unlike other specific audited items where the gathering of facts and evidence for compliance with rules and norms is sufficient, accounting estimates require also his judgement of the reasonableness of the accounting estimate itself. Reasonableness is a category that is difficult to measure. Certainly, there are principles of formation of accounting estimates but they are subject to various interpretations and subjective judgements to a greater extent or could require a complex judgement whose boundaries are hard to define. One can always ask the question “Why the influence of factor “X” is not taken into account, as it would change considerably the impairment of assets or the recognition of a provision?”

The principle of professional skepticism, including questioning and critical assessment of the evidence, is inherent and present in every audit procedure but is particularly important in the audit of accounting estimates when there are indications of possible manipulation aimed at achieving specific goals. The procedures to be performed by the auditor in response to assessed risks of misstatements in the accounting estimates of the entity are laid down in International Standard on Auditing 540 and include:

- a) review and testing of the process used by management to develop the accounting estimate;
- b) use of independent estimate for comparison with that prepared by management;
- c) review of subsequent events which confirm the estimate made.

Testing the process used by management to develop estimates requires from the auditor to be acquainted with the data on which the estimate is based such as inflation index, interest rate levels, statistical data used by actuaries, technical specifications of machines, plant and equipment, market quotations of shares, etc. In most cases, simultaneously or independently, internally generated data are used – actual and projected inventory turnover ratio, expected future sales, claims statistics and executed warranty service, etc. In addition, these data are modified by management based on subjective judgements. In the ideal case data from the three sets (external sources, internally

Тестирање процеса који користи руководство за добијање процена захтева упознатост ревизора са подацима на којима се процена заснива, као што су индекс инфлације, нивои каматне стопе, статистички подаци које користе актуари, техничке спецификације машина, постројења и опреме, котирање акција на тржишту и тако даље. У већини случајева користе се, симултано или независно, интерно генерисани подаци – реални и пројектовани коефицијент обрта залиха, очекивани будући приходи од продаје, статистички подаци о потраживањима и пружена услуга гаранције, и тако даље. Поред тога, руководство модификује ове податке на основу субјективних судова. У идеалном случају подаци из три скупа (екстерни извори, интерно генерисани подаци и субјективно расуђивање) имају заједнички пресек (Слика 1) и ако се рачуноводствене процене заснивају на овом заједничком пресеку, њихова поузданост се може оценити као висока.

Општа правила за поузданост ревизијских доказа (ISA 500 - *Ревизијски докази*, параграф 9) важе и овде, без потцењивања могућности изузетака од овог правила. Тако, назнака могуће манипулативне употребе рачуноводствених процена као инструмента за "мењање биланса стања" може садржати разнолики ефекат података ит три појмовна скупа и недостатак доследних доказа, пружајући кумулативно уверавање.

Поновно израчунавање је одговарајући поступак за прикупљање података везаних за тачност извршених процена. Намерно искривљивање процена се може "замаскирати" у облику техничке грешке у израчунавању. Дакле, без обзира на то колико рутинским се такав поступак може чинити, треба да га изврши ревизор, током прегледа и тестирања процеса који спроводи руководство ентитета за вршење процена. У комплексним процесима употреба специјализованих техника може захтевати рад експерта. У ISA 540 - *Ревизија рачуноводствених процена*, дозвољава се коришћење независне процене у поређењу са проценом коју припрема руководство.

Ретроспективна анализа и преглед накнадних догађаја су два поступка изузетно значајна у ревизији рачуноводствених процена. Ретроспективна анализа која се користи у поређењу претходних рачуноводствених процена са стварним резултатима може помоћи ревизору у доношењу суда о општој поузданости процедура и осмишљавању метода које користи руководство као и контролног окружења. Недостатак адекватног одговора на разлику између рачуноводствених процена извршених у претходним периодима и стварних резултата може бити или последица пот-

generated data and subjective judgement) have a common cross-section (figure 1) and if accounting estimates are based on this common cross-section their reliability can be assessed as high.

The general rules for reliability of audit evidence (ISA 500 *Audit Evidence*, paragraph 9) are applicable here as well, without underestimating the opportunity for exceptions to the rule. Therefore an indication of possible manipulative use of accounting estimates as an instrument for "doctoring of the balance sheet" may be the diverse effect of data from the three notional sets and the lack of consistent evidence, providing cumulative assurance.

Re-calculation is an appropriate procedure for gathering evidence regarding the accuracy of estimates made. Intentional distortion of estimates may be "masked" in the form of technical error in calculation. Therefore no matter how routine such a procedure may appear, it should be performed by the auditor in the review and test of the process used by the management of the entity to develop estimates. In complex processes the use of specialised techniques may require the work of an expert. ISA 540 *Audit of Accounting Estimates* admits use of independent estimate in comparison with that prepared by management.

Retrospective analysis and review of subsequent events are two procedures which are of particular importance in the audit of accounting estimates. Retrospective analysis which is used in the comparison of prior accounting estimates with actual results may assist the auditor in forming a judgement about the general reliability of the procedures and designing methods used by management as well as the control environment. The lack of adequate response to a difference between accounting estimates made in prior periods and actual results may be due either to underestimating of the effect they have on the accuracy of the financial statements or to their intentional manipulation for the purpose of achieving specific effects. It would be logical if an incorrect estimate of provisions for warranties made in prior periods be corrected based on data about actually incurred expenses for warranty service, taking account of the changes that occurred (growth or fall in the volume of unrealised goods, technological changes affecting quality, etc.).

цењивања њиховог ефекта на тачност финансијских извештаја или намерне манипулацију за потребе постизања одређених ефеката. Било би логично да нетачна процена резервисања за гаранције, извршена у претходним периодима, буде исправљена на основу података о стварно насталим трошковима за услугу за гаранцију, узимајући у обзир настале промене (раст или пад обима нереализованих добара, технолошке промене које утичу на квалитет и тако даље).

Приступ и процедуре које ревизор треба да усвоји питање је професионалног суда ревизора. Неке од процедура, као што је преглед накнадних догађаја, могу отклонити потребу за прегледом процеса који користи руководство, утолико што пружају тачнију основу за процену погодности рачуноводствених процена извршених на датум биланса стања (на пример, накнадни догађаји који потврђују умањење вредности потраживања). Међутим, позивање на претходно искуство може бити важно за утврђивање потребе за прегледањем коришћене формуле (на пример, стопе амортизације за категорије средстава) и утврђених критеријума.

Индикатори могуће криминалне радње везане за рачуноводствене процене су:

- недостајућа или измењена документација;
- недостатак оригинала докумената и постојање само копираних или електронски прослеђених докумената;
- ускраћен приступ документацији, средствима, клијентима, добављачима, адвокатима или другим лицима од којих се могу тражити ревизијски докази;
- абнормална кашњења подношења захтеваних информација о рачуноводственим проценама;
- несклоност давању приступа ревизору ради тестирања основних електронских фајлова коришћењем ревизијских техника базираних на примени рачунара;
- рачуноводствене политике које изгледају различито од опште прихваћених у сектору;
- честе неоправдане промене рачуноводствених процена.

Закључак

Претходно наведено у вези са рачуноводственим проценама не значи да њихова улога за информације у финансијским извештајима треба да се посматра само негативно. Не може се порећи да су потенцијално корисне за инвеститоре, пошто пружају увид у будуће стање. У ствари, у ширем контексту, принцип фактурисане реализације, фундаменталан за савремено рачуноводство, неодвојив је од рачуноводствених процена јер у

It is a matter of professional judgement by the auditor which approaches and procedures to adopt. Some of the procedures, such as review of subsequent events, may eliminate the need of review of the process used by management insofar as they provide a much more accurate basis for assessment of the appropriateness of accounting estimates made at the balance sheet date (e.g. subsequent events confirming impairment of receivables). Reference to past experience, however, may be important for determining the need of review of formula used (e.g. depreciation rates for categories of assets) and criteria set.

Indicators of possible fraud related to accounting estimates may be:

- missing or altered documents;
- lack of other than copied or electronically forwarded documents where original documents are set to exist;
- denied access to documentation, assets, clients, suppliers, lawyers or other persons from whom audit evidence can be demanded;
- abnormal delays in submitting requested information about accounting estimates;
- aversion to provide access to the auditor for testing basic electronic files by using computer-based audit techniques;
- accounting policies which appear different from the generally accepted ones in the sector;
- frequent unjustified changes in accounting estimates.

Conclusion

The above stated about accounting estimates does not mean that their role for the information in financial statements should be considered only negatively. It cannot be denied that they are potentially useful to investors as they provide insight into the future. In fact, in a broader context, the accrual principle, which is fundamental to modern accounting, is inseparable from accounting estimates because in practice all accruals are estimates.

практици сва обрачунавања су процене. Тиме питање евентуалног манипулативног коришћења таквих процена од стране руководства ентитета и одговорности ревизора за идентификацију ризика од криминалног финансијског извештавања постаје још важније. Парафразирање популарне мисли омогућава извођење закључка да је слобода коришћења процена у финансијским извештајима препозната потреба за истинском и фер презентацијом, која захтева објективност, оправданост, анализу актуелних података, адекватне прогнозе и судове оријентисане на будућност.

Литература

1. Sesil U. Jackson, *The Financial Frauds of Big Business*, S., 2007.

This makes the issue of a possible manipulative use of such estimates by the management of an entity and the responsibility of the auditor for identification of the risks of fraudulent financial reporting even more important. Re-phrasing a popular thought allows to draw a conclusion that the freedom to use estimates in the financial statements is the recognised need of truthful and fair presentation which requires objectivity, reasonableness, analysis of current data, adequate forecasts and future-oriented judgements.

References

- Secil U. Jackson, *The Financial Frauds of Big Business*, S., 2007.

др Надица
ФИГАР*

Управљање профитабилношћу купаца

Резиме

Купци чине економски, релациони и социјални калитетал предузећа: економски, јер им се продају производи/услуге и на тај начин обезбеђује профитабилност, као услов за даљи остваривање; релациони, јер се са купцима успостављају пословни односи, односно релације које могу бити профитабилне или непрофитабилне и социјални, јер социјални (друштвени) контексти (друштвено-економски систем, стајан економског развоја, политичка ситуација, култура као систем вредности и др.) утичу на карактер економског и релационог калитета. Све три врсте калитета могу се јавити као позитиван и као негативан калитет, а у току животног циклуса купца могу се мењати. Циљ сваког предузећа је да у портфолију има само профитабилне купце, али у пракси се привремено прихватају и непрофитабилни купци, а профитабилни могу постати непрофитабилни. С обзиром на то да купци представљају социјални калитетал предузећа, непрофитабилне купце није једноставно „избацивати“ из портфолија, јер могу да прешворе профитабилне купце у непрофитабилне. У овом раду обрађени су процес изградње портфолија купаца који предузећу доноси одрживу конкурентску предност, као и стратегије управљања непрофитабилним купцима.

Кључне речи: профитабилност купаца, сегментовање купаца, типови купаца према профитабилности, стратегија customer divestment, пирамида усмерености на купце.

Увод

Последњих година се доста говори о значајном утицају нематеријалне имовине предузећа на његову тржишну вредност. То значи да су предузећа која имају малу материјалну, а велику нематеријалну имовину профитабилнија од предузећа са великом материјалном, а малом нематеријалном имовином, јер тржишна вредност предузећа зависи од његове зарађивачке способности (профитабилности). Та

нематеријална имовина, по различитим ауторима, има различиту структуру, али се једним именом назива *интелектуални калитетал предузећа*. Чине га хумани капитал (запослени) и структурни (релациони и организациони). Под *релационим калитеталом* подразумевају се *пословне релације (односи) са стейкхолдерима*. При томе, купци су кључни стейкхолдер предузећа, што сведочи и о њиховом значају као стейкхолдера, а и као врсте нематеријалног капитала (имовине) предузећа.

*)

Редовни професор Економског факултета у Нишу

Као и свака друга врста капитала, и ова врста релационог капитала може се увећавати и смањивати, користити профитабилно и непрофитабилно, увећавати и смањивати тржишну вредност предузећа током времена итд. Портфолио купаца (структура купаца) треба да буде осмишљен тако да дугорочно максимира профитабилност предузећа, иако увек садржи различите категорије (сегменте) купаца, према степену профитабилности. Наравно, пожељно је да се у њему налазе само високопрофитабилни купци, али с обзиром на то да се куповна моћ купаца и њихови захтеви временом мењају, и портфолио има различиту структуру. Проблем увек представљају непрофитабилни купци. Они чине социјални капитал предузећа и друштвене заједнице у којој оно функционише. Та врста капитала се најтеже стиче, а најлакше губи и утиче на смањење и других врста нематеријалног и материјалног капитала. Зато треба опрезно и са резервом бирати стратегије „одбацивања” непрофитабилних купаца, а у овом раду се препоручује *процесно имплементирање стратегије „одбацивања” купаца*, јер се процесним приступом непрофитабилни купци елиминирају из портфолија купаца, а укупни капитал се не умањује, већ добија потенцијал за увећање.

Управљање профитабилношћу купаца преко сегментације

„Сегментација купаца је снажно средство које омогућава предузећу да изабере различите нивое усредсређивања на купце”¹. На тај начин предузеће може да креира профитабилан портфолио, који је динамичка категорија. То значи да купци могу да прелазе из једног сегмента профитабилности у други, а најнепожељнији је сегмент непрофитабилних купаца. Међутим, предузеће настоји да такве купце задржи применом различитих стратегија, како му не би стварали негативан репутациони капитал (преко губитка профитабилних купаца и смањења броја купаца). У ту сврху се користи менаџмент инструмент који се назива *Пирамида усмерености на купце (Customer Centricity Pyramid)*². Она се састоји од пет „нивоа” (сегментата) купаца, а купци су сврстани у сегменте, у

зависности од њихових захтева и куповне моћи. На тај начин им се нуди оно што желе и што могу да плате: купци су задовољни, а предузеће нема проблеме са негативном репутацијом по основу „дискриминације” непрофитабилних купаца.

Ниво 1

Задовољство купаца је општи (генерички) појам за испуњење захтева купаца. Због тога се под задовољством купаца сматра „испуњење минимума захтева за освајање и задржавање купаца у динамичном конкурентском окружењу”³. Различити сегменти купаца у исто време и исти сегмент купаца у различито време могу имати различит „минимум захтева”. Савремено предузеће креира, а не прати те захтеве, тако да се они крећу од *садашњег задовољства*, преко *предвиђања будућег задовољства* и *очаравања купаца до изbezумљивања*, односно до великих изненађења.

Купци на *нивоу 1* вреднују четири димензије производа/услуге, а управљањем тим димензијама предузеће обезбеђује профитабилне купце. Пошто све ове димензије на енглеском језику почињу са *A*, каже се да предузеће на нивоу 1 управља купцима преко „*4As*”, тј. преко: *Acceptability, Affordability, Availability, and Adaptability*⁴.

Acceptability (прихваћивост производа/услуге) подразумева да производ треба да има основну функцију за сегмент купаца којима је намењен, а да допунске функције само оптерећују цену и на тај начин производ чине недоступним за многе купце из сегмента најниже куповне моћи. На пример, компанија *Smart Communication Inc.* дизајнирала је широк асортиман мобилних телефона, јер постоје различити сегменти купаца у свету: неким мобилни телефон, поред основне функције за комуницирање, служи и за забаву, а неким само за комуницирање. Тако је тржиште ове компаније 2001. на Филипинима достигло раст од 68%, јер је пласирала јефтине мобилне телефоне са основном наменом за комуницирање, како на тржишту физичких, тако и на тржишту правних лица.

Културолошке разлике у свету, такође, захтевају од глобалних предузећа производњу различитих варијетета истог производа (по

1)

B. Balachandran: "The Customer Centricity Culture: Drivers for Sustainable Profitability", Cost Management, November/December

2) 2007, p. 16.

3) Ibid 1, p. 13.

4) Ibid 1, p. 13.

J. Anderson and C. Markides: "Strategic Innovation at the Base of the Pyramid", Sloan

величини паковања, боји, облику, димензијама и сл.). На пример, компанија *Hindustan Lever Ltd.* је морала за велико индијско тржиште да смањи паковања појединих производа или да обједини својства два производа у једном, јер је производ на овом тржишту тако културолошки прихватљивији. Продаја тзв. породичних паковања производа за одржавање личне хигијене на индијском тржишту била би непрофитабилна, пошто се тамо неговање косе сматра „понашањем ван традиције”. Зато је ова компанија произвела *сајун* за прање тела и косе, јер сама реч *шампјон* упућује на непожељну робу. Овај универзални сапун је јефтин, његова марка указује на економичност (јер се зове "Breeze 2-in-1") и шаље прихватљиву културолошку поруку („сапун са специјалним састојцима за здраву косу”). Ако би то био сапун за *леју* косу, купци би презрели ову компанију, јер им уместо сапуна за прање продаје шампјон за негу косе. Ово је добар пример како неопрезност при бирању речи код рекламе производа може брзо и лако створити негативну репутацију предузећа.

Affordability (доступност производа/услуге) подразумева доступност производа купцу првенствено по цени, али и доступност каналима дистрибуције. На пример, у подручјима где мали број становника има ТВ апарате, потенцијални купци се не могу информисати о производима или где су лоши путеви, па промотери тешко могу стићи у та подручја. Наведена компанија *Hindustan Lever Ltd.*, преко своје подружнице *Unilever* у Индији у оваквим подручјима врши продају својих производа, преко едукованих продаваца за продају „од врата до врата”. Интересантан је пример доступности производа по цени који је применила компанија *Хонда*. У Индији, на пример, неки мали градови немају електричну енергију и по 12 сати дневно, што ствара проблеме за власнике радњи које продају лако кварљиве производе. Како је куповна моћ ових власника радњи ниска, један дистрибутер компаније *Хонда* у *Uttar Pradesh* се досетио како да генератор електричне енергије учини доступним овим потенцијалним купцима: подстакao је власнике радњи да оформе групу од 20 власника, који би месечно уплаћивали по 22\$ у заједнички фонд и учествовали у *Хондиној* месечној наградној игри. Тако је сваког месеца по један власник добијао генератор, а за 20 месеци

је свих 20 власника задовољило своје потребе. *Хонда* је на овај начин повећала продају генератора и исту стратегију применила и на друга географска подручја, али и на друге производе из асортимана. Као купац једног скупог скутера, на пример, може се јавити четворочлана породица, а не једно физичко лице, као до сада, док ће коришћењем јефтине радне снаге на селима и јефтинијих материјала (пластичних уместо металних) у 2008. произвести аутомобил који ће по цени бити доступан великом броју купаца, јер ће бити продаван за 2.200\$.⁵

Availability (расположивост производа/услуге) подразумева постојање потребе за неким производом, али се он не производи или се не производи у оној мери у којој је тражен. На пример, у Кини велики број домаћинстава има потребу за машином за прање веша, али је компанија *Haier Group Co.*, произвођач апарата за домаћинство, открила да многа домаћинства купују ову машину првенствено за прање поврћа и воћа, а другоразредна намена јој је прање веша. Остали произвођачи апарата за домаћинство осудили су овакву нехигијенску употребу машине за прање веша, док је *Haier Group Co.* у овој ситуацији искористила купце као иноваторе и произвела машину за прање поврћа и воћа, као и машину за производњу сира. На тај начин је омогућила расположивост више врста производа за купце са различитим потребама, а за чију производњу се користи иста технологија. С обзиром на то да нису била потребна додатна улагања у истраживање и развој производа, постигнута је доступна цена за велики број купаца, а примењен је и принцип *availability* (прилагодљивост производа/услуге): код машине за прање поврћа и воћа само је проширена одводна цев, а код машине за прављење сира само је убрзан рад центрифуге.

Неки аутори (на пример, *Bala Balachandran*) сматрају да се минимум задовољства купаца постиже ако се произвођач држи принципа три "*R's*": *receptivity*, *responsiveness*, *responsibility*. То значи: поштовати минимум купчевих захтева који се временом мењају и бити одговоран, односно поштовати договор са купцем.

Ниво 2 подразумева виши ниво задовољења потреба купаца и раст продаје на два начина: стварањем лојалних купаца и повећањем броја купаца. *Лојални куйци* су купци који се задржавају дуже време. Они повећавају обим куповине истог производа, купују и друге

⁵⁾ Ibid 2, p. 85.

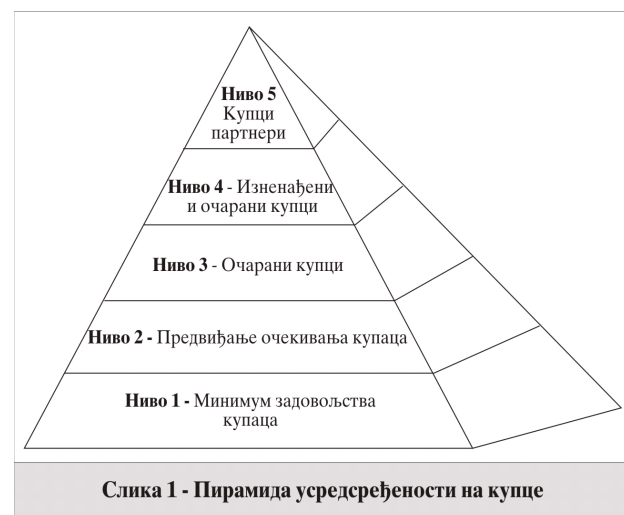
производе предузећа и доводе друге купце.⁶ Међутим, да би се купци задржали дуже време, треба предвиђати њихова очекивања. „Предвиђањем очекивања купаца, предузеће достиже ниво на којем превазилази њихова тренутна очекивања”⁷, односно *изненађује* (бољим квалитетом постојећих производа, већим бројем варијетета, допунским асортиманом, па и нижим ценама). Произвођачи мобилних телефона су најбољи пример изазивања нових потреба купаца (преко новог дизајна, већег броја функција, нижих цена и др.).

На *нивоу 3* предузеће ствара и сегмент *очараних купаца*, односно купаца који имају изузетно лепу слику о имиџу производа и репутацији предузећа. Предузеће их „очарава” својим производима и услугама тако да су они више од лојалних купаца – они су „амбасадори” марке производа. За маркетере „они су мобилни билборди”, јер своју очараност преносе на друге купце и на тај начин врше бесплатну рекламу. Али, предузеће не сме остати на овом нивоу, већ мора наставити да открива и задовољава захтеве очараних купаца. На пример, уколико се гост хотела пожали да има неки проблем, особље хотела ће га очарати ако му тај проблем реши иако то није његова кључна компетентност.⁸ Периферна компетентност или оно што уопште није његова компетентност ће довести овог госта поново у овај хотел, на његову препоруку и друге госте, а многи ће чути о очаравајућој услузи и постати потенцијални гости. Такође, стални или чешћи гости причају особљу хотела о својим навикама и о навикама својих чланова породице, тако да су очарани када, на пример, дођу са чланом породице који је вегетаријанац и он добије вегетаријански јеловник итд. С обзиром на то да је предузећу, практично, позната „мрежа потреба” оваквих купаца, каже се да на нивоу 3 предузеће послује са „умреженим купцима” – купцима који нису исто што и лојални купци, јер су профитабилнији од њих.

На *нивоу 4* купци су *изненађени и очарани*. С обзиром на то да се купчеве потребе задовољавају у право време без њиховог инсистирања, неки аутори овакве купце називају *избезумљеним* (од позитивног изненађења). На овом нивоу, између продавца и

купца постоје односи кокреације, односно продавац зна шта ће купац желети и нуди му то баш када му је потребно (у право време). Такви односи се редовно успостављају у *business-to-business relationships* (B2B), односно у пословном (индустријском) маркетингу. Када добављач, на пример, зна који тип аутомобила ће производити аутопроизвођач, он може понудити потребне компоненте баш у време отпочињања производње тог типа аутомобила. „Избезумљујуће” је и то да продавац води рачуна не само о својој профитабилности, већ и о профитабилности купца: принцип *min-max* је замењен принципом *and-and* или *win-win*. То значи да је произвођач спреман да за потпуну и благовремену спремност награди добављача премијским (високим) ценама, а не да тражи прихватање минималних цена како би зарадио максималан профит.

Ниво 5 представља највиши ниво задовољења захтева купаца. Продавац и купац су партнери, јер се понашају као интегрисани ентитет. На пример, произвођачи компонента и произвођач готовог производа иступају заједно на тржиште, јер је готов производ *симбиоза* њиховог заједничког рада. Произвођачи аутомобила и њихови добављачи су најбољи пример такве симбиозе. То су односи најјаче повезаности са купцима и зато чине врх *пирамиде усредсређености на купце*.



6)

7) Н. Фигар: „Пословни односи са купцима – релациони капитал предузећа”, *Рачуноводство*, СРРС, Београд, март-април 2008.

8) Ibid 1, p 14.

Наводи се пример пословних људи којима се деси да забораве да понесу неку важну ствар за пословни састанак (кравату, роковник и сл.). Особље хотела *The Four Seasons* („Четири сезоне”) оправдава свој назив и очарава госте доносећи им пре поласка на пословни састанак оно на шта су се пожалили да им недостаје.

Међутим, ова пирамида је динамичко средство управљања купцима, јер се исти купци могу „селити” на различите нивое, с обзиром на то да се њихов животни век састоји од фазе стицања, фазе генерисања вредности и завршне фазе (фазе губљења купаца – добровољно или принудно). Калкулисањем нето готовине (cash flow) за сваку од ових фаза посебно, а и за све збирно, и дисконтовањем преко тржишне цене капитала, добија се вредност сваког купца. Уколико је прилив готовине коју купац доноси већи од одлива готовине, ради се о профитабилном купцу и обрнуто, а профитабилност се утврђује као текућа и потенцијална.

Сегментација купаца према профитабилности

Предузеће утврђује текућу и будућу профитабилност својих купаца, при чему има у виду да купце може „селити” на различите нивое профитабилности додавањем и одузимањем неких карактеристика производа/услуга (зависно од захтева и куповне моћи купаца). Због јасноће, јако присутна подела купаца према профитабилности, како у теорији тако и у пракси, је тзв. *семафор подела*, јер су купци сврстани у три „лампона”: црвене, жуте и зелене.⁹ И као што светла на семафору показују возачу шта треба да ради, тако и типови купаца у *семафор портфолију* показују предузећу које мере мора да предузме (Слика бр. 2).

Црвени купци су непрофитабилни за предузеће. Они не могу да плате пуну цену коштања производа, а ни цену која покрива само варијабилне трошкове. Зато доносе нижи приход од варијабилних трошкова, те не могу бити профитабилни не само сада, већ ни у будућности. Нажалост, овакви купци се не могу елиминисати одједном из портфолија купаца, јер би њихово елиминисање изазвало сличне негативне последице по предузеће које изазива отпуштање запослених. Треба им понудити минимум задовољства са нивоа 1 из пирамиде усмерености на купце (Слика 1), јер се на тај начин очекује да се преселе код конкуренције без негативних последица по предузеће. Уколико стратегија „спуштања” на ниже нивое задовољства не успе, мора се опрезно применити *сврањегија дивестирања* (одбијања, одбацивања купаца). Због значаја за

будућу профитабилност предузећа, она ће бити посебно обрађена.

Жути купци су купци ниске и средње профитабилности. С обзиром на то да имају високу садашњу и ниску будућу профитабилност или ниску садашњу и високу будућу профитабилност, називају се **јако мобилним купцима**: први ће прећи у „црвене” купце, а други у „зелене”. Овакви купци су, обично, најбројнији и јако важни за глобалну профитабилност предузећа, посебно за бизнисе са високим фиксним трошковима. Цена производа коју они могу да плате је на нивоу варијабилних трошкова, на нивоу пуне цене коштања и на нивоу продајне цене која доноси добитак. Друга и трећа категорија покривају фиксне трошкове, па се због тога краткорочно у портфолију може задржати и прва категорија. Предузеће треба да имплементира стратегије које их задржавају на нивоу 2 и нивоу 3, јер са ових нивоа могу донети одрживи раст профита.

Најпожељнији су **зелени купци**, јер доносе висок профит и у садашњем и у будућем периоду. Предузеће треба да настоји да их снабдева производима и услугама са нивоа 4 и 5, јер је реч о креирању сегмената најоданијих купаца. Ови сегменти (нивои) доносе значајан добитак изнад пуне цене коштања. Слика 2 показује комбинацију текуће и будуће профитабилности купаца и њихово сегментовање по том основу.

Други аутори (Lance A. Bettencourt and Anthony W. Ulwick)¹⁰ препоручују сложеније управљачко средство – *иновациону мапу (карту)*, усмерену на купце. Ова мапа се добија преко процеса од 8 етапа: у првој етапи купци се третирају као инпут, а у последњој као иноватори. Ако би се и она представила у облику пирамиде, имала би „нивое” од непрофитабилних до најпрофитабилнијих купаца, с тим што би „нивои” овде изражавали вредност купаца као инпута. Ради се о следећим фазама (сегментима, *нивоима*):

1. дефинисање циљева (захтева) купаца,
2. алоцирање инпута (материјалних и нематеријалних) на поједине купце,
3. припрема инпута,
4. потврда припремљености,
5. производња производа/извршење услуге,
6. мониторинг од стране купца,

⁹⁾

¹⁰⁾ Ibid 1, p. 17.

L. Bettencourt and A. Ulwick: "The Customer-Centered Innovation Map", Harvard Business Review, May 2008, стр. 109-114.

7. модификовање првобитних захтева (или на захтев купца, или по мишљењу произвођача),
8. завршетак иницијалног или модификованог производа/услуге.

Висока - Садашња профитабилност - Ниска	“Жути” купци	“Зелени” купци
	“Црвени” купци	“Жути” купци
	Ниска	Висока
Ниска - Будућа профитабилност - Висока		

Слика 2 - Сегментација купаца према профитабилности

Стратегија управљања непрофитабилним купцима

„Купци нису роба која се може стицати или избацити по жељи. *Избацивање купаца* је стратешка опција која се дешава у пракси, али мора бити практикована са резервом, свесно и опрезно. Ваши купци, чак и ако су непрофитабилни, нису ресурс којим можете потпуно располагати”¹¹. Наведени цитат довољно говори о комплексности стратегије елиминисања непрофитабилних купаца из портфолија купаца.

Иако предузеће има четири основна економска разлога да елиминисе непрофитабилне купце, оно мора бити опрезно у елиминисању, с обзиром да су купци његов и релациони, и социјални капитал. То су следећи разлози:

1. опадање глобалне профитабилности предузећа,

2. нижа продуктивност запослених,
3. смањење капацитета предузећа и
4. промене у пословној стратегији.

1. Непрофитабилни купци могу утицати на више начина на опадање профитабилности предузећа: неизмиривањем обавеза за производе/услуге који су им испоручени, преко додатних расхода за утуживање и наплату потраживања, отписом потраживања и ширењем лошег гласа о предузећу. Најтеже последице по будућу профитабилност има незадовољство непрофитабилних купаца. Оно се испољава преко различитих форми ширења лошег гласа о предузећу: предузеће продавац се проглашава „тешким снабдевачем”, „бунтовником”, „осветником купаца” и сл. Све то негативно утиче на репутацију предузећа продавца: неки профитабилни купци престају да купују његове производе, потенцијална база нових купаца се редукује, а конкуренција „раширених руку прихвата сва три „пакета” купаца, и то, може се рећи, без икаквих улагања у њихово стицање”¹². „Одбачени” купци су некоректни до те мере према предузећу снабдевачу, да се позивају на неетичка и незаконска права,¹³ не само да би задржали статус купца, већ и да би избегли исплату досадашњег дуга. Они су и велики „потрошачи времена”, што потврђују изјаве менаџера појединих предузећа снабдевача, која имају непрофитабилне купце које би „одбацили”. „Купци који вас зову свакодневно мање су профитабилни од купаца који плаћају на време и никада вас не зову.”¹⁴

2. Продуктивност запослених који раде са непрофитабилним купцима опада због немотивисаности да раде са оваквим купцима. Када предузеће-снабдевач има непрофитабилне купце, а не предузме ефикасне мере да их претвори у профи-

¹¹⁾ V. Mittal, M. Sarkees, and F. Murshed: "The Right Way to Manage Unprofitable Customers", Harvard Business Review, April 2008, p. 102.

¹²⁾ Ibid 11, p. 96.

¹³⁾ Индикативан је пример потрошача електричне енергије у Србији. Иако је Електродистрибуција, испоручилац електричне енергије, имала разумевања за економску ситуацију потрошача-неплатиша и омогућила им да под повољнијим условима од потрошача-редовних платиша измире своје обавезе, један број тих потрошача је покренуо судски спор за укидање камате на неизмирене обавезе. Када је код извесног броја потрошача утврђена и „крађа” електричне енергије, неки овлашћени правни заступници су покренули судски спор против Електродистрибуције, јер су ови потрошачи, по њиховом правном мишљењу, незаконито оптужени: потрошачи нису стручни да обаве искључење електричног бројила, а то је опасан посао. Како је могла Електродистрибуција да их тужи за обављање таквог посла? Наравно да се одговор може добити постављањем питања: „Ко, како и када може да уђе у туђ стан и обави посао искључења?” Све ово говори колико су „тешки” непрофитабилни купци, а не снабдевачи.

¹⁴⁾ Ibid 12.

табилне или „одбаци”, запослени знају да ће се појавити додатни број непрофитабилних купаца. Имитирање других је особина својствена људском бићу, нарочито због тога што је оно и економско биће. Зато поступа по принципу „ако” (то могу други – могу и ја). То повећава број непрофитабилних купаца, а логичну последицу представља смањење примања запослених за исти или, чак, већи рад. Крајња последица може бити смањење броја запослених, тако да се запослени морају понашати на принципу „или-или”: или „избаци” из портфолија непрофитабилне купце – или ће они „избаци” запослене. Пракса, заиста, и показује да је најчешћи узрок downsizing-a, у форми отпуштања запослених, смањен број профитабилних купаца.

3. Предузеће-снабдевач и из других разлога може да имплементира стратегију downsizing-a, што за последицу има смањење капацитета. Смањеним капацитетом може произвести мање производа, а у портфолио купаца укључује најпрофитабилније. Непрофитабилни купци се морају преоријентисати на супституте или на производе конкурената. За предузеће-снабдевача ово је, углавном, „скривена”, али безболна стратегија „одбацивања” непрофитабилних купаца. Међутим, она се не може применити код свих врста бизниса. На пример, код производње и дистрибуције електричне енергије, снабдевања водом, телефонских услуга и сл. Зато, ови снабдевачи од јавног (општег) интереса траже помоћ државе у решавању проблема са непрофитабилним купцима.
4. Промена пословне стратегије предузећа може утицати на промену структуре портфолија купаца. Преоријентација на скупе или специфичне производе сама по себи елиминира нископлатежне купце и купце универзалних производа. На пример, једна француска компанија се преоријентисала само на производњу скупог шампањца: флаша шампањца од једног литра има продајну цену од 4.000 EUR, а паковање од четири такве флаше

продаје се по цени од 50.000 EUR.¹⁵ Продајна цена паковања није формирана на принципу економије обима, када би четири флаше требало да се продају по цени нижој од 16.000 EUR (пошто је 4 флаше x 4.000 EUR = 16.000 EUR). Овај произвођач се ослонио само на стотинак специфичних купаца, јер су му предвиђања да 50.000 EUR по паковању може да плати само 100 најбогатијих људи света. На тај начин су тихо и елегантно „одбачени” сви љубитељи ове добре „капљице”, а репутација произвођача није опала, већ је подигнута на максимални ниво. Али, такве „тихе” стратегије могу имплементирати само снабдевачи „Вебленоваца”.¹⁶

Остали произвођачи морају опрезно применити стратегију „одбацивања” купаца (*customer divestment*), а опрезност се огледа у процесном имплементирању ове стратегије. Другим речима, имплементација стратегије „одбацивања” купаца мора проћи кроз четири фазе. Тек ако се стигне до пете фазе, непрофитабилни купци могу бити елиминисани из портфолија купаца. Процес се састоји од:¹⁷

1. фазе поновне процене односа са непрофитабилним купцима,
2. фазе едукације непрофитабилних купаца,
3. фазе поновног уговарања услова продаје,
4. фазе „пресељавања” непрофитабилних купаца и
5. фаза окончања пословних односа са непрофитабилним купцима.

1. Фаза поновне процене односа са непрофитабилним купцима. Произвођач-снабдевач мора преиспитати профитабилност купаца, јер можда је применио неодговарајући метод обрачуна продајне цене или недовољно разуме тренутну финансијску ситуацију купца. Упућивањем на преиспитивање пословних односа, снабдевач се, практично, обавезно упућује у другу фазу процеса „одбацивања” – у фазу едукације непрофитабилних купаца.

2. Фаза едукације непрофитабилних купаца. Пошто су купци социјални капитал и предузећа, и друштвене заједнице, снабдевач се

¹⁵⁾

¹⁶⁾ „Press”, 22. април 2008. стр. 21.

„Вебленовцима” се називају потрошачи-снобови, који ће производ купити само ако је скуп, како би га имали само они или мали број људи. Зато тражња за овим производима расте када се цена повећава.

¹⁷⁾ Ibid 11, p. 96-102.

упућује у ову фазу да би пронашао решење да задржи постојеће непрофитабилне купце. На тај начин лишава проблема и себе, и своје запослене, и друштвену заједницу. Непрофитабилним купцима се указује на то да постоје и алтернативни производи који су јефтинији, односно супститути, али и алтернативне стратегије коришћења постојећег производа на профитабилан начин. На пример, оператери мобилне телефоније уз телефонски рачун обично нуде и допунске услуге јер, логично, желе да повећају своју профитабилност са постојећим купцима.

Мобиџел, на пример, подстиче повећање броја телефонских импулса, јер се већим бројем утрошених импулса повећава број бодова за куповину производа чланова *Клуба привредника* уз попуст. Али када постоје купци његових услуга који не плаћају телефонске рачуне, мора се окренути мерама које упућују ове купце да троше у складу са својом куповном моћи пре него што их „одбаци”. На пример, са таквим купцима ће уговорити износ који они могу да плате, а изнад тог износа аутоматски им није дозвољен приступ мрежи.

Електиродистрибуција, на пример, уз рачун доставља и информације које помажу потрошачима да потрошњу ускладе са својом платежном способношћу: преглед различитих цена зависно од обима потрошње, чиме потрошач може сам себе да сврста у тарифну „зону” коју може да плаћа; преглед различитих цена у различито време током дана и ноћи, а коректност иде чак до те мере да повремено достави и обимне информације о потенцијалној потрошњи различитих кућних апарата (што потрошачу омогућава да израчуна и потенцијални број утрошених књх).

3. Фаза поновног уговарања услова продаје је, практично, само техничка фаза. Када непрофитабилни купци добију све информације о потрошњи која одговара њиховој куповној моћи у фази едукације, они треба само да дођу код произвођача - снабдевача и закључе уговор, који садржи новоприхваћене услове. Трошкови задржавања купаца на овај начин су мањи од трошкова стицања нових купаца, а поготово од „ефеката” ширења лошег гласа о произвођачу - снабдевачу.

4. Фаза „пресељавања” непрофитабилних купаца. Када непрофитабилни купци не могу да постану профитабилни ни после треће фазе,

произвођач-снабдевач им саветује да пређу код другог произвођача - снабдевача: код његових подружница, али и код конкурената, без обзира на то што губи купце. На овај начин отклања негативне ефекте ширења лоших информација о себи, а пружањем савета може „одбацити” непрофитабилног купца и повећати своју репутацију преко улоге „доброг саветника”. „Пресељење” непрофитабилних купаца код других отклања и проблеме које може имати ужа и шира друштвена заједница, па снабдевач „добар саветник” стиче и репутацију друштвено одговорног предузећа.

5. Фаза окончања пословних односа са непрофитабилним купцима ретко постоји као пета, самостална фаза у процесу „одбацивања” непрофитабилних купаца, јер процесни приступ, управо, има за циљ да до ње и не дође. Она се преклапа или са фазом 3 (када се са непрофитабилним купцем уговоре услови одговарајући његовој куповној моћи), или са фазом 4 (када се непрофитабилни купци упућују на друге снабдеваче). Тако *стирашегија одбацивања непрофитабилних купаца (customer divestment) од агресивне стирашегије прерасија у стирашегију стицања конкурентске предности*, јер поштује принцип да „купци нису роба која се може стицати или избацити по жељи...”¹⁸

Закључак

Купци представљају нематеријалну имовину предузећа, а циљ управљања нематеријалном имовином исти је као и циљ управљања материјалном имовином: максимирање профитабилности. У том циљу, предузеће формира оптимални портфолио купаца. Најпре се врши сегментовање купаца према њиховим захтевима, те се уз помоћ различитих менаџмент техника формирају различити сегменти, а на тај начин су сврстани и према профитабилности. У овом раду је коришћена техника усмеравања на текуће и будуће захтеве купаца, па су купци сврстани у пет сегмената (нивоа) према својим захтевима и у три сегмента, према профитабилности за предузеће-снабдевача. *Пирамида усмерености на купце* је коришћена као средство за сегментовање. Купци са минималним захтевима, купци чије захтеве треба предвиђати, очарани купци, очарани и изненађени и купци - партнери су сегменти купаца према захтевима, а „зелени”,

¹⁸⁾

Ibid 1.

„жути” и „црвени” купци су сегменти према профитабилности.

Предузеће не може лако да „одбаци” непрофитабилне, „црвене” купце, јер му они могу створити негативан релациони и социјални капитал. Такав негативан капитал, поред ненаплаћених потраживања, ствара и додатне расходе, али и негативну рекламу, због које се губе лојални купци и умањује број потенцијалних купаца. Зато стратегију „одбацивања” купаца (*customer divestment*) треба користити веома обазриво. Као што је у овом раду приказано, непрофитабилне купце треба „избацивати” из портфолија купаца, али на начин који повећава репутацију предузећа: самим тим се задржавају лојални профитабилни купци и повећава број потенцијалних профитабилних купаца. То се постиже процесном имплементацијом стратегије „одбацивања” непрофитабилних купаца (*customer divestment*). Процес има четири фазе кроз које се непрофитабилни купци усмеравају на друге производе истог предузећа или на друге произвођаче (чак и на конкуренте). Пета фаза – фаза „одбацивања” купаца, практично не постоји као самостална фаза. Она се преклапа са трећом и четвртм фазом (фазом поновног уговарања услова продаје и фазом „пресељавања” непрофитабилних купаца). Процесном имплементацијом код „одбачених” купаца предузеће-снабдевач ствара репутацију „доброг саветника”, а код друштвене заједнице репутацију друштвено одговорног субјекта. Обе врсте ове нематеријалне имовине му омогућавају да

креира профитабилан и садашњи, и будући портфолио купаца.

Литература

1. B. Balachandran: "The Customer Centricity Culture: Drivers for Sustainable Profitability", *Cost Management*, November-December 2007.
2. J. Anderson and C. Markides: "Strategic Innovation at the Base of the Pyramids", *Sloan Management Review*, Fall 2007.
3. Н. Фигар: „Пословни односи са купцима – релациони капитал предузећа”, *Рачуноводство*, СРРС, Београд, март-април 2008.
4. L. Bettencourt and A. Ulwick: "The Customer-Centered Innovation Map", *Harvard Business Review*, May 2008.
5. V. Mittal, M. Sarkees, and F. Murshed: "The Right Way to Manage Unprofitable Customers", *Harvard Business Review*, April 2008.
6. F. Frei: "The Four Things a Service Business Must Get Right", *Harvard Business Review*, April 2008.
7. W. Reinartz and W. Ulaga: "How to Sell Services More Profitably", *Harvard Business Review*, May 2008.
8. D. Silverman: "Will Our Customers Bail Us Out?", *Harvard Business Review*, May 2008.
9. D. Hanssens, D. Thorpe, and C. Finkbeiner: "Marketing When Customer Equity Matters", *Harvard Business Review*, May 2008.

др Саша
МУМИНОВИЋ*

Диверсификација портфолија - предност или заблуда

Резиме

Инвеститор врло ретко улаже у једну врсту хартија од вредности, већ обично у више различитих, формирајући портфолио. Портфолио хартија од вредности представља скуп финансијских инструмената различитих карактеристика. Сврха формирања портфолија је минимизовање ризика улагања диверсификацијом власмана, уз истовремено остваривање жељене стопе приноса. Диверсификацији која стоји као кључни елемент модерне теорије портфолио сујорисавља се фокусирано инвестирање, које је одбацује усредсређујући се на постојеће друге елементе. За разлику од Модерне портфолио теорије иза које стоје нобеловци, иза фокусираног приступа инвестирању стоје учесници Warren Buffeta Charlesa Mungera и других који овај приступ сваком даном чине све занимљивијим не само са практичног већ и са теоретског становишта.

Циљ рада је да се укаже на основне разлике модерне теорије портфолио и фокусираног инвестирања.

Кључне ријечи: диверсификација, ризик, фокусирано инвестирање.

Увод

Финансијска имовина која је део портфолија обично је мање ризична него ако се она држи засебно. То је основни разлог формирања портфолија. Банке, пензиони фондови, осигуравајућа друштва и друге финансијске организације, су чак и законски обавезне да формирају диверсификовани портфолио. Диверсификацијом се руководе и индивидуални инвеститори. Гледајући из угла инвеститора, није толико важно да ли цена неке акције расте или пада, важан је принос његовог портфолија и портфолио ризик. Самим тим, принос и ризик

појединачне хартије од вредности треба да буду анализирани у условима у којима те хартије од вредности утичу на принос и ризик портфолија у којем се налазе.

Инвеститор у свом портфолију може да држи и акције предузећа које није много познато, чије акције нису ликвидне, чија зарада је варијабилна у прошлости и које није исплатило дивиденду. Све наведено указује на акције са високим ризиком, којем би требало да одговара висока стопа приноса. Међутим, у пракси се може десити да такве акције имају малу стопу приноса. То указује да су инвеститори ово предузеће сматрали као нискоризично, упркос

*) Јулон д.д., Љубљана, CFO – зависних предузећа

ниској заради. Разлог томе налази се у диверзификацији и њеном утицају на ризик. Наиме, зарада тог предузећа и цена акција расту за време рецесије, када цене већине других акција падају. Због тога држање ових акција у портфолију тежи стабилизовању приноса целог портфолија.

Степен диверзификације зависи од:

- обима понуде хартија од вредности на тржишту,
- обима улагања,
- могућности приступа тржишту и
- обавештености инвеститора.

Корак даље у анализи диверзификације представља глобална диверзификација. Она инвеститору нуди још бољу прилику за повећање приноса и редуковања ризика у исто време. Са друге стране, глобална диверзификација имплицира изложеност девизном ризику и ризику земље.

Супротно свему реченом је фокусирано инвестирање, које зарад перформанси које постиже привлачи све већу пажњу. Фокусирано инвестирање у потпуности ревидира схватање диверзификације портфолија, али и ризика и приноса портфолија.

1. Диверсификација и Модерна портфолио теорија

Модерна портфолио теорија може се посматрати кроз три постулата. Први, који је поставио *Harry Markowitz*¹, односи се на повезаност и равнотежу преузетог ризика и очекиваног приноса, која зависи од диверзификације. Други, који је разрадио *Williaml Sharpe*, обухвата поједностављени модел анализе портфолија, у односу на *Harry Markowitz*-ев, односно CAPM модел и коефицијент бета. Трећи је хипотеза о ефикасном тржишту (ЕМН) *Eugena Fame*.

1.1 Очекивани принос, преузети ризик и диверзификација

Теорија портфолија коју је развио *Harry Markowitz* једна је од кључних елемената који помаже инвеститорима да одаберу портфолио хартија од вредности који ће давати што већи принос уз жељени ниво ризика. Доношење од-

луке о избору хартија од вредности, тј. проналажење оптималних удела, врши се на основу критеријума корисности. *Markowitz* је претпоставио да је корисност већа што је принос портфолија већи, а ризик портфолија што мањи.

Проблем који инвеститор треба да реши је проналажење удела који максимизују функцију корисности уз дати скуп улазних података, а то су *очекивани* приноси, ризици, корелације између хартија од вредности, те фактор толеранције ризика. Максимизацијом функције, уз задати фактор толеранције ризика, добијају се удели који дају ефикасни портфолио с очекиваним приносом и ризиком.

Очекивана стопа приноса портфолија може се изразити као пондерисани просек очекиваних приноса елемената портфолија:

$$\hat{r}_p = w_1\hat{r}_1 + w_2\hat{r}_2 + \dots + w_n\hat{r}_n = \sum_{i=1}^n w_i\hat{r}_i$$

где су:

- \hat{r}_i очекивани принос појединачне акције²,
- w_i процентуални удео вредности акције у портфолију ($\sum w_i = 100\%$),
- n број акција у портфолију.

Према томе, ако се формира портфолио у укупној вредности од 100.000,00 и изврши улагање у акције четири различита предузећа по 25.000,00, принос портфолија може се израчунати на следећи начин:

Акције предузећа	Очекивана стопа приноса
А	14%
Б	13%
Ц	20%
Д	18%

$$\hat{r}_p = w_1\hat{r}_1 + w_2\hat{r}_2 + w_3\hat{r}_3 + w_4\hat{r}_4$$

$$= 0,25(14\%) + 0,25(13\%) + 0,25(20\%) + 0,25(18\%) = 16,25\%$$

Принос портфолија износио би 16,25%. Наравно, стварна стопа приноса и очекивана стопа приноса у највећем броју случајева се разликују. Код неких акција, које чине портфолио, долази до раста њихове вредности, а код неких до пада вредности. Супротне промене ће се делимично потирати тако да ће стварна сто-

1)

Markowitz, H. M. [10], p. 77-91.

2) Односно хартија од вредности које чине портфолио.

па приноса портфолија бити приближно једнака очекиваној стопи приноса портфолија.

Иако је очекивани принос портфолија једнак просеку очекиваних приноса појединачних акција које чине портфолио, портфолио ризик σ_p се не исказује као просек стандардних девијација појединачних акција које чине портфолио. Портфолио ризик је *мањи* од тог просека. Теоретски гледано могуће је комбиновати акције два емитента које су појединачно врло ризичне, с обзиром на њихове стандардне девијације, у портфолио који је потпуно неризичан $\sigma_p=0$.

Два кључна концепта портфолио анализе су коваријанса и коефицијент варијације. Коваријанса комбинује варијансе приноса акције са тенденцијом реаговања тих приноса, односно њиховог раста или опадања, заједно са реаговањем приноса других акција. Коваријанса акција X и Y указује на то како приноси те две акције имају заједничку тенденцију раста или пада, и колика су та кретања. За две групе хартија од вредности се каже имају висок степен коваријансе када се њихове цене, из било ког разлога, крећу у истом правцу. Тако ризик портфолија у ствари представља коваријанса група хартија од вредности укупног портфолија. Што се више крећу у истом правцу, већа је вероватноћа да ће промене утицати истовремено на њих. Према томе, портфолио може бити сачињен и од ризичних хартија од вредности, уколико се њихове цене крећу у различитим правцима. Кључ је диверзификација.

Коваријанса се израчунава према формули:

Коефицијент корелације двеју акција, X и

$$\text{Коваријанса} = \text{Cov}(XY) = \sum_{i=1}^n (r_{Xi} - \hat{r}_X)(r_{Yi} - \hat{r}_Y)P_i$$

Y, обрачунава се према формули:

Да би се приказао ефекат комбиновања ак-

$$\text{Коефицијент корелације } (XY) = r_{XY} = \frac{\text{Cov}(XY)}{\sigma_X \sigma_Y}$$

ција у сразмери, биће размотрене три ситуације³:

1. перфектно негативна корелација двеју акција;
2. перфектно позитивна корелација двеју акција и
3. делимична корелација двеју акција.

Полази се од претпоставки да је комбинација 1:1 и да ће будућа кретања бити слична прошлим.

1. Перфектно негативна корелација двеју акција:

Година	Акција X, r_X	Акција Y, r_Y	Портфолио XY r_P
1	40%	(10%)	15%
2	(10)	40	15
3	35	(5)	15
4	(5)	35	15
5	15	15	15
Просечни принос	15%	15%	15%
Стандардна девијација	22.6%	22.6%	0.0%

Две акције које су врло ризичне, код којих је коефицијент корелације $r=-1$, када се држе засебно, ако се комбинују чине неризични портфолио.

2. Перфектно позитивна корелација двеју акција:

Година	Акција X, r_X	Акција Y, r_Y	Портфолио XY r_P
1	(10%)	(10%)	(10%)
2	40	40	40
3	(5)	(5)	(5)
4	35	35	35
5	15	15	15
Просечни принос	15%	15%	15%
Стандардна девијација	22.6%	22.6%	22.6%

Супротно од претходног, приноси двеју позитивно корелираних акција ($r=1$) крећу се истим смером и портфолио који чине овакве акције биће једнако ризичан као и оне саме. Према томе, диверзификација нема улогу ако се ради о потпуно позитивно корелираним акцијама.

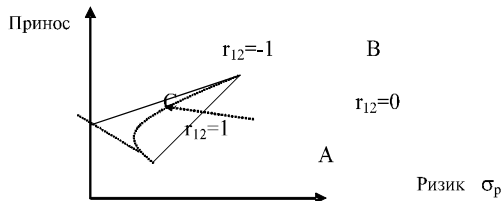
3. Делимична корелација двеју акција ($r=+0.67$):

Година	Акција X, r_X	Акција Y, r_Y	Портфолио XY r_P
1	40%	28%	34%
2	(10)	20	5
3	35	41	38
4	(5)	(17)	(11)
5	15	3	9
Просечни принос	15%	15%	15%
Стандардна девијација	22.6%	22.6%	20.6%

³) Brigham, E. & Gapenski, L. [3], p. 160.

Портфолио двају финансијских инструмената, када је коефицијент корелације $r_{12}=+1$, $-1,0$ може се приказати помоћу Графикана бр.1.

Графикон бр. 1: Криве корисности код алтернативних коефицијената корелације



Извор: Blake, D. [1], p. 281-283.

Перфектно позитивна корелација два финансијска инструмента налази се на дужи АВ, при чему је тачка А екстреман случај када је укупан инвестирани износ пласиран у финансијски инструмент А, а тачка В представља други екстрем. Дужи АС и СВ представљају све комбинације финансијских инструмената у случају перфектно негативне корелације двају финансијских инструмената.

Тачка Ц има минимални ризик, после тачке Ц свако повећање учешћа једног финансијског инструмента на рачун смањења другог доводи до повећања ризика. У случају $r_{12}=0$ стандардна девијација приноса има облик криве АВ.

У стварности већина акција је позитивно корелисана, али се не ради о перфектној корелацији ($r < 1$). У просеку коефицијент корелације две случајно одабране акције кретао би се у интервалу 0.5 - 0.7. Под овим условима комбиновање акција у портфолију смањује ризик, али га не отклања у потпуности. На примеру се види да је принос портфолија 15%, односно исто као и код појединачних акција, али је стандардна девијација мања него код појединачних акција. Према Statman⁴, просечна стандардна девијација за портфолио који се састоји од само једне акције котиране на NYSE је 49,2%, док је за портфолио 20 случајно одабраних акција нешто виша од 20%.

Поставља се питање увођења више од двеју врста акција у портфолио. По правилу, портфолио ризик опада порастом броја различитих акција које чине портфолио. Колики ће бити ризик зависи од стандардних девијација појединачних елемената портфолија и коефицијента корелације⁵,

$$\sigma_p = \sqrt{\sum_i \sum_j w_i w_j \sigma_i \sigma_j r_{ij}}$$

односно за портфолио формиран од двеју акција:

$$\sigma_p = \sqrt{w_1^2 \sigma_1^2 + w_2^2 \sigma_2^2 + 2w_1 w_2 \sigma_1 \sigma_2 r_{12}}$$

где су:

$$w_2 = (1 - w_1),$$

r_{12} - коефицијент корелације између акција 1 и 2,
 σ - стандардна девијација појединачне акције.

Просечни инвеститор има аверзију према ризику, тј. није склон хазарду. За оваквог инвеститора незадовољство условљено потенцијалним губитком веће је од задовољства које настаје услед потенцијалног добитка. У оквиру ове групе инвеститора разликују се они који имају високу, умерену и ниску аверзију према ризику. Њихове криве индиферентности су различитог степена конвексности, па је и њихов оптимални портфолио различит. Постоји и група инвеститора склоних ризику. Њихове криве индиферентности су конкавне.

Ризик будућег приноса мери се дисперзијом вероватноће приноса у односу на очекивани принос. Као статистички израз дисперзије користи се стандардна девијација. Пре израчуна стандардне девијације обавезно се рачуна варијанса приноса, која је такође статистички израз дисперзије.

Варијанса приноса израчунава се квадрирањем стандардне девијације. Непосредним обрачуном стандардне девијације, а не преко варијансе, дисперзије вероватноће би понижавале једна другу, односно њихов збир био би једнак нули, што би онемогућило израчунавање вероватноће приноса са негативним предзнаком.

Варијанса се израчунава на следећи начин:

$$\sigma^2 = \sum_{i=1}^n (r_i - \hat{r})^2 P_i$$

где су:

очекивана стопа приноса \hat{r} сваког могућег приноса r_i , односно њихова разлика представља девијацију (разлику),

P_i - вероватноћа и-тог приноса, n - број могућих резултата.

⁴) Statman, M. [12].

⁵) Brigham, E. & Gapenski, L. & Daves, P. [4], p.31.

Стандардна девијација представља квадратни корен варијансе:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n (r_i - \hat{r})^2 P_i}$$

Уколико су познати само историјски подаци о приносу, стандардна девијација приноса израчунава се према формули:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^n (\bar{r}_t - \bar{r}_{AVG})^2}{n-1}}$$

где су:

r_t реализовани принос у времену t

\bar{r}_{AVG} просечни годишњи принос током n година.

При квантификацији ризика појединачног финансијског инструмента једноставнија је примена стандардне девијације, а не варијансе, јер интерпретација варијансе као мере ризика представља просек квадрата одступања појединачних вредности од аритметичке средине; то су јединице у којима се изражавају квадрати јединица у којима су изражени оригинални подаци. Поред тога, баналном интерпретацијом варијансе може се закључити да што је вредност варијансе већа, већа је и дисперзија могућег приноса, односно мања је поузданост остваривања очекиваног приноса.

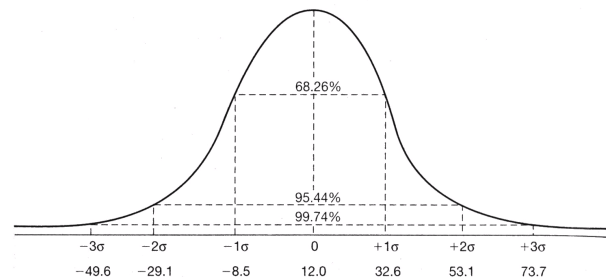
За појединачни финансијски инструмент стандардна девијација је валидна мера ризика. Ако је пак, финансијски инструмент део диверзификованог портфолија, стандардна девијација није више погодна мера ризика. Стандардна девијација као мера ризика је апсолутни показатељ и она ће, по правилу, бити већа за серије са већим нивоима приноса, а мања за серије са мањим нивоом приноса. Пгодна је за поређење ако се пореде серије са истом аритметичком средином (очекиваним приносом), док се приликом поређења серија са различитим аритметичким срединама користи релативан показатељ дисперзије, односно коефицијент варијације:

$$CV = \frac{\sigma}{\hat{r}}$$

Утврђивање очекиваног приноса и стандардне девијације приноса омогућава формирање криве дистрибуције вероватноће приноса. Путем криве дистрибуције вероватноће приноса посматрају се вероватноће одступања од очекиваног приноса. При томе се највише ко-

ристи Гаусова крива - крива нормалне дистрибуције - Графикон бр. 2.

Графикон бр. 2: Гаусова крива - крива нормалне дистрибуције



Извор: Brigham, E. & Daves, P. & Gapenski, L. [2], стр. 35.

Гаусова крива узима у обзир позитивна и негативна одступања од очекиване величине. Принос се тако тумачи *правилном 3σ*, односно 68% свих приноса налази се у интервалу $R \pm 1\sigma$, 95% свих приноса налази се у интервалу $R \pm 2\sigma$ и 99, а 7% свих приноса налази се у интервалу $R \pm 3\sigma$.

Поређењем кривих нормалне дистрибуције, инвеститор бира између понуђених инвестиционих алтернатива.

Уколико је распон могућих приноса већи, крива ће имати равнији облик и такво улагање ће бити ризичније од улагања чији распон могућих приноса је мањи. Оптимизацијом структуре портфолија и смањењем ризика инвеститори могу повећати позитивна одступања од очекиваног приноса, односно смањити негативна одступања.

1.2 Модел цене капиталне акције CAPM и концепт бета

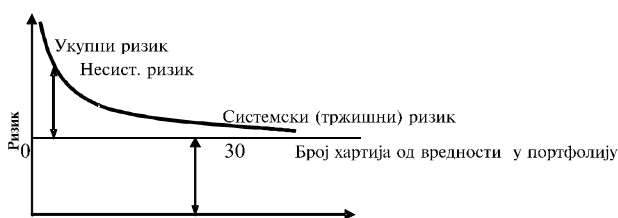
Чак и веома велики портфолио садржи одређени ризик, али не толико колико би износио у појединачном инвестирању. Графикон бр. 3 показује утицај броја акција на портфолио ризик. Може се уочити да ризик опада до одређене границе, порастом броја акција у портфолију. Према емпиријским подацима, стандардна девијација просечне акције је око 35%, док тржишни портфолио има стандардну девијацију око 18%.

Према томе, формирањем портфолија могуће је умањити ризик за око 50%. Односно, 85% диверзификације успешно се постиже

портфолијом од 15 различитих акција, а чак 95% са портфолијом акција 30 предузећа⁶.

Део ризика који се може отклонити приликом улагања у хартије од вредности назива се несистемски, специфични, диверзибилан, пословни; док је део ризика које се не може отклонити назван тржишни, односно системски или бета ризик. Специфични ризик је ризик узрокован различитим случајним околностима: судским парницама, штрајковима, успешним и неуспешним маркетинг програмима, закључивањем лоших уговора и др. околностима јединственим за конкретно предузеће. Системски ризик потиче од фактора који утичу на већину предузећа: рат инфлација, рецесија, високе камате и сл.

Графикон бр. 3: CAPM модел



Извор: Glen, A. (1997): *Equity and corporate valuation*. у Gardener E., Molyneux P. eds. [6], p. 258.

Познато је да инвеститори захтевају премију за преузимање више ризика - већи ниво ризика кореспондира са већим приносом, да би се привукли инвеститори. Модел одређивања цене капиталне активе (нето имовине) - (CAPM) је оруђе анализе повезаности ризика и приноса. Основни закључак модела је да се *ризицијом јединичне акције огледа у њеном доприносу ризицијом добро разуђеног портфолија*.

Моделом CAPM се мери однос између системског ризика и стопе приноса на хартије од вредности. Основни принцип овог модела је да хартије од вредности са истим системским ризиком треба да имају исту очекивану стопу приноса. Модел CAPM је у теорији и пракси познат као закон јединствене цене. Уколико су приноси различити, неопходно је постићи уравнотежење трго-

вањем на тржишту капитала, све док се цене ових хартија од вредности не уједначе.

1.3 Хипотеза о ефикасности тржишта

У академским круговима преовладава становиште да су приноси хартија од вредности у потпуности случајни. Еугене Фаме, предводник хипотезе о ефикасности тржишта, као основни разлог наводи чињеницу да су све доступне информације о предузећима већ уграђене у цене хартија од вредности⁷. Учесници на тржишту тренутно реагују на појаву нових вести и у односу на њихов карактер доносе одлуке о продаји или куповини хартија од вредности. С обзиром на то да нове информације долазе на тржиште у временима (интервалима) која су случајна, те да је карактер тих вести (добар, лош, неутралан) такође случајан, може се закључити да ће и промене цена такође бити случајне.

Постоје три варијанте хипотезе о ефикасности тржишта које се разликују по томе шта подразумевају под појмом доступне информације. То су слаба (*weak-form EMH*), средња (*semistrong-form EMH*) и јака (*strong-form EMH*) варијанта⁸.

Према **слабој варијанти**, цене акција одражавају све информације доступне кроз проучавање података о трговању – кретање цена, количине са којима се трговало и сл. Према овој варијанти свака анализа је беспотребна јер су те информације доступне најширој јавности и сви повољни сигнали за куповину или продају губе сву вредност јер представљају тренутну промену цене, пре него што би потенцијални инвеститор стигао да реагује.

Средња варијанта узима у обзир такође све јавно доступне информације које се одражавају на цену акције, али у односу на слабу варијанту их употпуњује информацијама о самом емитенту – подаци о производњи, квалитет управе, интелектуално власништво, планови и сл. Како сви потенцијални инвеститори имају приступ тим информацијама, цена акције се формира у складу са једнаким очекивањима инвеститора. Цена акције се мења само уколико је информација другачија од очекиване.

Према **јакој варијанти**, у цени акције садржане су све релевантне информације које

⁶

⁷ Surz, R [13].

⁸ Fama, E. [5], p. 383.

Brigham et al., [2], p. 1067, 1068.

се односе на предузеће емитента, укључујући и унутрашње информације. Због тога ни инсајдери не могу да остваре додатну добит. Јака варијанта наглашава прилично екстреман став јер је чињеница да управа неког предузећа има приступ информацијама знатно пре него што постану јавне. Са друге стране, не треба губити из вида чињеницу да се надзор над акционарским друштвима и управама одвија константно и постаје све строжи. У САД-у сав промет акција у коме суделују директори, управа и значајни власници мора бити пријављен комисији *Securities and Exchange Commission (SEC)*. Строг надзор је усмерен управо на спречавање злоупотребе унутрашњих информација. Свако тровање на основу тих информација је противзаконито.

Водећи економисти неретко имају врло супротна становишта о ефикасности тржишта. Већина њих подржава хипотезу о ефикасности, али су опрезни и често указују на то да тржишта нису потпуно ефикасна, те да се временом појављује могућност додатне зараде. Постоје четири основна виђења хипотезе о ефикасности тржишта.

Тако *Robert Haugen*⁹ наводи да постоје велике, предвидљиве премије у приносима акција, те да многе регуларности које се појављују на тржишту капитала представљају могућност додатне зараде. *Paul Samuelson* је много опрезнији и тврди да од многобројних уочених правилности само неколико њих представља изузетке и пружа могућност за додатну зараду.

Он признаје да постоји неколико генија који могу искористити аномалије, али да их је тешко унапред познавати. *Fisher Black* је навео да многобројне аномалије и нису аномалије већ једноставно резултат случајних узорака у подацима о приносима хартија од вредности, те да такве аномалије убрзо нестају, чим се открију. Коначно, *Richard Roll* на основу властитог искуства тврди да је, покушавајући додатно да заради искориштавањем аномалија, дошао до сазнања како ниједна од њих не функционише у пракси.

Без обзира на сва дугогодишња настојања да се објасни динамика тржишта капитала, те пронађу докази за или против хипотезе о њиховој ефикасности, чини се да остају непремостиве разлике између оних који заступају супротна становишта.

Са једне стране поједини академски кругови и професионални инвеститори тврде да је сваки покушај побеђивања тржишта унапред осуђен на неуспех, те да инвеститор с дугорочним циљем треба да се придржава стратегије *купи и држи* на добро диверзификованом портфолију хартија од вредности. Њима у прилог иде чињеница да у просеку већина инвестиционих фондова остварује приносе једнаке приносу тржишта.

Чињеница које им не иде у прилог је постојање инвеститора, као што је нпр. *Warren Buffett*, који већ деценијама успевају да остваре знатне приносе, односно *успевају да победо њтржишће*. Објашњење да се ради о пукој срећи није посве уверљиво. Са друге стране, много је оних, како из професионалних тако и академских кругова, који тврде да су тржишта неефикасна, те да се пажљиво смишљеном стратегијом могу остварити натпросечни приноси. С обзиром на то да су детаљи тих добитних стратегија обавијени тајном, тешко је само на основу приноса, а без детаљног познавања ризика којима су портфолији инвеститора изложени, рећи да ли се заиста ради о натпросечним приносима.

2. Диверсификација и фокусирање инвестирања

За најеклатантнијег представника фокусираног инвестирања неизбежно се узима *Warren Buffet* и његов успех као инвеститора у хартије од вредности (Табела бр.1 - *Berkshire Hathaway Inc.*) који га је уврстио 1995. године на друго место Форбсове листе најбогатијих људи са 44 млрд. USD.

Тако је засенио и свог професора и родоначелника фокусираног инвестирања *Bewamina Grahama*, који је са *Davidom Doddom* 1934. године објавио књигу *Анализа хартија од вредности*. Књига је постала основа за *суперинвестиционере Charlia Mungera, Bill Ruana, Lou Simpsona, Warrena Buffetta* и многе друге.

⁹⁾ Ероп-Матић, Б. & Лагковић, М [4].

Табела бр.1 - Berkshire Hathaway Inc.

Година	Вредност акције (%) Berkshire Hathaway Inc.	S&P 500 (%)
1965.	23,8	10,0
1966.	20,3	-11,7
1967.	11,0	30,9
1968.	19,0	11,0
1969.	16,2	-8,4
1970.	12,0	3,9
1971.	16,4	14,6
1972.	21,7	18,9
1973.	4,7	-14,8
1974.	5,5	-26,4
1975.	21,9	37,2
1976.	59,3	23,6
1977.	31,9	-7,4
1978.	24,0	6,4
1979.	35,7	18,2
1980.	19,3	32,3
1981.	31,4	-5,0
1982.	40,0	21,4
1983.	32,3	22,4
1984.	13,6	6,1
1985.	48,2	31,6
1986.	26,1	18,6
1987.	19,5	5,1
1988.	20,1	16,6
1989.	44,4	31,7
1990.	7,4	-3,1
1991.	39,6	30,5
1992.	20,3	7,6
1993.	14,3	10,1
1994.	13,9	1,3
1995.	43,1	37,6
1996.	31,8	23,0
1997.	34,1	33,4
1998.	48,3	28,6
1999.	0,5	21,0
2000.	6,5	15,6
2001.	-6,2	-11,9
Просечни годишњи принос	23,6	13,0
Стандардна девијација	14,7	16,7
Минимум	-6,2	-26,4
Максимум	59,3	37,6

Извор: Hegstrom, R.G. [8], стр. 64 – Годишњи извештај Berkshire Hathaway Inc за 1999. годину

2.1 Основе фокусираног инвестирања

За разлику од модерне теорије портфолија, диверзификација се у фокусираном инвестирању маргинализује. Фокусирано инвестирање се заснива на неколико постулата¹⁰:

1. хартије од вредности се анализирају кроз конкретан посао који стоји иза њих,
2. захтева се праг сигурности за сваку куповину,
3. инвестира се у десетак акција,
4. фокусираним портфолијом се управља са малим обимом промета,
5. обавезна заштита од шпекулантских и емотивних сила тржишта,
6. обавезно је поверење у управу која води предузеће чије акције се купују,
7. инвестира се дугорочно (5-10 година) и не обазире се на осцилације цена.

Већина инвеститора у првом реду посматра цену и могуће правце промене цена без разумевања самог посла предузећа емитента акције. Warren Buffet *јосмајра економику предузећа као да ће суици* јосмајти њен извршни директор¹¹. При томе не анализира показатеље акција (P/E, P/B...) већ перформансе предузећа, односно пословања предузећа. Тек након тога проверава цену. Куповина акције је куповина дела *бизниса* предузећа, заједно са његовим изгледима у будућности.

Према Benjamin Graham-у, праг сигурности аутоматски постоји када је цена хартије од вредности значајно нижа од реалне вредности. Иако је реална вредност неухватљива категорија, она се разликује од објављене тржишне цене, и довољно ју је приближно израчунати да би се могла упоредити са ценом. Томе је *Грахам* додао још два правила: 1) купује се предузеће за мање од две трећине нето вредности његове активе и 2) треба се усредсредити на послове са ниским односом цена - зарада. Временом су ова правила допуњена новим обрачуном вредности, кроз дисконтовану садашњу вредност будућних новчаних токова.

¹⁰⁾

¹¹⁾ Којима се руководе Warren Buffet, Benjamin Graham и др систематизовано према Hegstrom, R.G. [8].

Hegstrom, R.G. [8], p. 25.

Према *Philip Fisher*-у, оптимално је портфолио ограничити на мање од 10 различитих акција, при чему је он сам 75% својих укупних инвестиција алоцирао у 3 до 4 акције. *Боље је њоседовајши неколико изузетних предузећа него велики број њросечних*, је један од основних Fisher-ових принципа¹². Наведени представници фокусираног инвестирања сматрају да се повећањем различитих акција у портфолију повећава и вероватноћа да ће инвеститор купити акције о којима не зна довољно. *Десет је добар број, а више од 20 стивара невоље*¹³.

Веомачесто се може видети да инвестициони фондови, без обзира да ли прате кретање неког индекса, или примењују другу инвестициону политику, остварују слабије резултате него сам индекс. Разлог оваквих перформанси лежи у чињеници да фондови имају трансакционе трошкове, док се они у обрачуну раста вредности индекса не рачунају. Поред тога, портфолио менаџери су често фокусирани на краткорочни раст вредности имовине, па због тога често купују и продају хартије од вредности и на тај начин праве додатне трошкове и пропуштају одређене фазе у процесу раста вредности акција. Исто важе за све инвеститоре који активно управљају портфолијом.

За инвеститора је веомачважно да не подлегне шпекулантским и емотивним силама тржишта. *Инвестирање њодразумева њпредвиђање остварене добити на уложена средства, а њшпекулација њпредвиђање њпсихологије њтржишта*¹⁴. Стрпљење је веомачважно.

Обавезно је поверење у управу која води предузеће чије акције се купују, јер успешна предузећа немају само натпросечне карактеристике пословања, већ и натпросечно способну управу. Натпросечно способна управа стреми ка циљу да обезбеди перманентну добит за наредних 20-так година. Своје планове базира на дуги рок. За потпуно разумевање потребно је разговарати и упознати управу и њихове циљеве. Као веомачважне истичу се особине рационалност и искреност, што је посебно важно када постоје проблеми у пословању друштва емитента. Тада је потребно да инвеститор има поверење у управу која мора представити план савладавања проблема.

Инвестира се дугорочно (5-10 година) и не обазире се на осцилације цена. Цене су само одраз краткорочних кретања на тржишту. Чак и када дође до пада цена, инвеститор треба да провери перформансе предузећа емитента и ако дође до истих закључака у вези са извршношћу посла који стоји иза акције треба да настави да купује те акције.

У једној реченици Warren Buffet из Годишњег извештаја *Berkshire Hathaway Inc* за 1999. годину може се сумирати срж фокусираног инвестирања: *кујовина њо разумној цени, њарцијално њинтереса у неком (инвестицијору) лако разумљивом њпослу, за који је дошво извесно да ће оствариши добити у наредних 5, 10 или 20 година*¹⁵.

2.2 Ризик, диверзификација и ефикасност њтржишта у фокусираном инвестирању

Фокусирано инвестирање на специфичан начин сагледава ризик, диверзификацију и ефикасност тржишта. Модерна теорија портфолија **ризик** сагледава на основу променљивости цена акција у одређеном временском периоду. За фокусирано инвестирање *ризик се не заснива на њромени цена, већ на њогреиниој њпроцени реалне вредности*¹⁶. Како се акције купују са циљем држања током дужег временског периода, пад цена акција представља могућност да се додатно заради, те се краткорочне флукуације цена игноришу. При анализи ризика користи се вероватноћа, односно: *ризишна инвестиција њрестиаје да буде њолико ризишна ако њпроцена добитка на основу вероватноће знајши надмашује њубитак њпроцењен на исти начин*¹⁷.

Према модерној теорији портфолија, широка диверзификација ублажава променљивост цена. У контексту фокусираног инвестирања, **диверзификација** је пожељна само уколико се свака додатна акција анализира са истом пажњом као и све претходне у портфолију, те ако емитент те акције има сличне потенцијале као остале, претходно изабране акције. Због тога се фокусирано инвестирање назива и *њолишка концентрисаној њорифолија*. Претерана диверзификација је логичан приступ за неког ко не зна, или не жели да анализира конкретне послове и *служу као*

12)

Потребно је нагласити да и међу наведеним представницима фокусираног инвестирања постоје разлике. Graham-ова истраживања су се базирала само на мерљивим факторима, док се је Fisher више посветио будућим изгледима предузећа и способности управе. Иако

13) разлике постоје, њихови принципи се могу посматрати више као комплементарни него као супротстављени.

14) Hegstrom, R.G, [8] p.147.

15) Keynes, J.M. [9].

16) Hegstrom, R.G, [8] p.20.

17) Hegstrom, R.G, [8] p.173.

Hegstrom, R.G, [8] p. 158.

јараван за незналице¹⁸. Са фокусираним инвестирањем шансе да се *победи тржиште* су много веће него у случају велике диверзификације; међутим, шансе да се значајно подбаци у односу на тржиште су такође веће.

Теорија ефикасног тржишта, нарочито њена *јака варијанта*, указује на то да су у цене хартија од вредности уграђене све релевантне информације, те да појединац, или група инвеститора не могу *победити тржиште*. Иако је тржиште често ефикасно, погрешно би било закључити да је оно увек ефикасно. Фокусирано инвестирање, уз детаљне и дубоке анализе емитената акција, пружа веће шансе да се на тржишту открију потцењене акције, које када су једном откривене постају *нове звезде* на тржишту.

Закључак

Највећа грешка која се може у економији учинити је посматрање ствари/појава на *црно-бели начин*. Чак се и доказане законитости морају посматрати уз уважавање аспекта времена односно простора као незаобилазног контекста. Исто важи и за наведена и презентована два концепта инвестирања – диверзификацију односно фокусирано инвестирање. Према томе, сврха чланка није у опредељењу за један од приступа инвестирању, већ у њиховом сучељавању и посматрању њихових сличности и разлика. Иако се на први поглед чини да фокусирано инвестирање одбацује диверзификацију, то није тачно. И фокусирано инвестирање захтева диверзификацију, али ограничену на десетак хартија од вредности и уз други приступ избору хартија од вредности. И не само то. Најважније је да диверзификација сама по себи не умањује ризик, нарочито не глобална, већ диверзификација која обухвата хартије од вредности које је инвеститор проучио и у чијег емитента има поверење.

Логично се поставља питање да ли је фокусирано инвестирање примерено инвеститорима на Београдској берзи. Одговор је врло једноставан. Примерено је исто онолико колико је примерена модерна теорија портфолија. На растућем тржишту капитала, релативно мале ликвидности, где се одвија концентрација власништва, веома је важно детаљно проучити шта се крије иза саме акције, односно какав је посао у питању. Наиме, осим консолидације власништва, период консолидације пословања самих емитената није завр-

шен. Последишно, диверзификација се не сме одбацити, али ни схватити као најбољи начин управљања ризиком.

Са становишта величине инвеститора исто тако нема ограничења у примени фокусираног инвестирања. Наиме, без обзира на то да ли се ради о пар хиљада евра или пар десетина хиљада или пак о институционалном инвеститору, правила остају иста. Међутим, како су информације кључни фактор, како за хипотезу о ефикасности тржишта, тако и за фокусирано инвестирање, управо у њима се крију и ограничења.

Наиме, чак и ако претпоставимо потпуну тачност јаке варијанте (са становишта ЕМН) и да инвеститор релативно може разумети посао предузећа емитента акција, поставља се питање разумевања мноштва расположивих информација од стране једног просечног инвеститора, односно, поставља се питање компетентности инвеститора, његове економске писмености.

Наравно, потпуна доступност информација за инвеститоре на Београдској берзи је за сада (и не само сада) илузија и за инвеститоре је веома тешко да проникну у саму срж пословања (разговори са управама су могући само великим играчима на тржишту капитала), али сама активност у том правцу удаљиће сваког инвеститора од анализирања дневних промена цена и усредсредити га на сагледавање вредности акције.

Литература

1. Blake, D. (1990): *Financial Market Analysis*. London: McGraw-Hill Book (UK)
2. Brigham, E. & Daves, P. & Gapenski, L (2004): *Intermediate Financial Management*. Mason, Ohio: Thomson South-Western
3. Brigham, E. & Gapenski, L. (1997): *Financial Management - Theory and Practice*. Fort Worth: Dryden Press
4. Eror-Matić, B. & Latković, M. (2002): "Uspješnost poslovanja investicijskog fonda: mirovinska reforma i problem odabira fonda", Zagreb: Pregled Tržišta, Hrvatsko mirovinsko investicijsko društvo d.o.o. broj 2
5. Fama, E. (1970): "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance* 25
6. Gardener, E. & Molyneux, P. (eds.) (1997): *Investment Banking - Theory and Practice*, London: Euromoney Books
7. Graham, B (1973): *The Intelligent Investor*, New York: Harper & Row, Publishers

¹⁸⁾

Warren Baffet у *Outstanding Investor Digest*, 08.08.1996. год, p. 29

8. Hegstrom, R.G (2006): Ворен Бафет за сва времена. Принципи стари економија нова. Београд: Плато, Cardea
9. Keynes, J.M. (1964): *The Genaral Theory of Employment, Interest and Money*. Orlando Fl.: Harcourt Brace
10. Markowitz, H. M. (1952): "Portfolio Selection." *Journal of Finance* 7.
11. Муминовић, С. (2001): "Ризик у портфолио конџекстију." Београд: Пословна политика бр.6.
12. Statman, M. (1987): "How Meny Stocks Make a Diversified Portfolio?" *The Journal of Economic Theory*, vol.13, Issue3.
13. Surz, R. (1998): "R-Squareds and Alphas Are Far from Different Alphabets" *The Journal of Investing*

Мр Нермина
ПОБРИЋ*

Вишеструка и модификована интерна стопа приноса

Резиме

Иако је у инвестиционом одлучивању, генерално, правило за одлучивање на основу метода нето садашње вредности и интерне стопе приноса исто, у неким ситуацијама се дешава конфликт између ових двеју метода или, пак, немогућност примене метода интерне стопе приноса. Обим и/или временски распоред новчаних токова могу да изазову проблеме приликом примене концепција интерне стопе приноса у инвестиционом одлучивању. Проблеми приликом примене концепција интерне стопе приноса у оцени економске ефикасности независних и међусобно искључивих пројеката су идентификовање тачних пројеката и вишеструка интерна стопа приноса. Код међусобно искључивих пројеката обим и временски распоред новчаних токова могу узроковати неслаганост у избору најренџабилнијег инвестиционог пројекта, применом метода нето садашње вредности и интерне стопе приноса за неки распон или било коју вредност дисконтне стопе.

Увод

У условима ограниченог приступа капиталу, рационално трошење расположивог капитала је нужно. Квалитетне инвестиционе одлуке доприносе рационалном трошењу расположивог капитала. У инвестиционом одлучивању најширу примену имају методи нето садашње вредности и интерне стопе приноса. Генерално, правило за одлучивање код ових двеју метода је исто: прихватити пројекат са позитивном нето садашњом вредношћу односно интерном стопом приноса вишом од захтеване стопе приноса. Ако је интерна стопа приноса виша од захтеване стопе приноса, нето садашња вредност је позитивна. У инвестиционом одлучивању о прихватању или одбацавању независних пројеката на основу метода интерне стопе приноса, временски распоред новчаних токова

може узроковати проблем у тумачењу или, пак, неупотребљивост добијеног резултата. Код међусобно искључивих пројеката, обим и временски распоред новчаних токова могу да узрокују сукоб између нето садашње вредности и интерне стопе приноса, тако да поједини методи фаворизују различите пројекте. Модификовањем интерне стопе приноса проблеми у примени концепта интерне стопе приноса у инвестиционом одлучивању могу се избећи.

1. Проблеми код примене концепција интерне стопе приноса у оцени економске ефикасности независних и међусобно искључивих пројеката

Нето садашња вредност (NPV) и интерна стопа приноса (IRR), као методи оцене економске ефикасности инвестиционих пројеката, имају неколико заједничких карактеристика.

*
Асистент на Економском факултету у Брчком

Прво, израчунавање нето садашње вредности и интерне стопе приноса врши се применом технике дисконтовања новчаних токова, која уважава обим и временски распоред (тајминг) новчаних токова пројекта. Друго, укључивање премије за ризик улагања у инвеститорову захтевану стопу приноса омогућава диференцирање инвестиционих пројеката према ризичности улагања код оба инвестициона метода. Треће, код независних пројеката важи исто правило за одлучивање о прихватању и одбацивању пројеката. С обзиром на то да је интерна стопа приноса дисконтна стопа која нето садашњу вредност пројекта изједначава са нулом, сваки инвестициони пројекат код којег је интерна стопа приноса виша од захтеване стопе приноса има позитивну нето садашњу вредност и обрнуто. Дакле, обим новчаних токова код независних пројеката не изазива, док код међусобно искључивих пројеката може да изазове проблеме у одлучивању о прихватању или одбацивању пројеката. За разлику од обима новчаних токова, временски распоред новчаних токова пројекта може узроковати проблеме у инвестиционом одлучивању и код независних и код међусобно искључивих пројеката.

Проблеми у примени концепта интерне стопе приноса при оцени економске ефикасности независних и међусобно искључивих пројеката обухватају идентификовање типа пројекта и вишеструку интерну стопу приноса.

Разликују се два типа пројеката: пројекти инвестирања и пројекти финансирања. Код ова два типа пројеката примењују се супротна правила за одређивање степена профитабилности. Ради илустрације, послужимо се хипотетичким примером. Наиме, анализираћемо промену профитабилности двају пројеката, чији новчани токови су представљени у Табели 1, у односу на промене захтеване стопе приноса.

Табела 1: Новчани токови хипотетичких пројеката „А” и „Б”

Период	Пројекат „А”	Пројекат „Б”
0	-1.000,00	1.000,00
1	300,00	-300,00
2	400,00	-400,00
3	500,00	-500,00

У Табели 2 види се да пројекти „А” и „Б” имају исту интерну стопу приноса. Код пројекта „А”, растом захтеване стопе приноса нето садашња вредност се умањује (Слика (а)), док се код пројекта „Б”, растом захтеване стопе приноса нето садашња вредност увећава

Табела 2:
Анализа промене нето садашње вредности пројеката „А” и „Б”

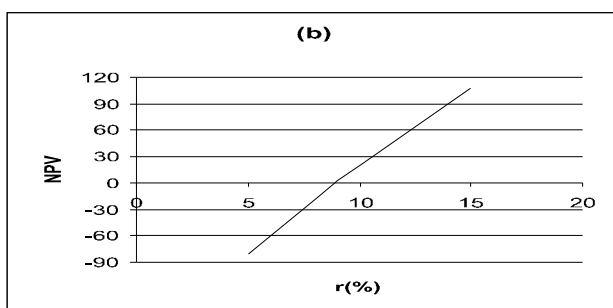
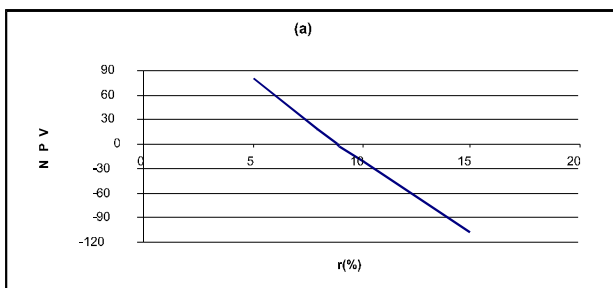
Захтевана стопа приноса r	NPV@ r	
	Пројекат „А”	Пројекат „Б”
15,00%	-107,92	107,92
10,00%	-21,03	21,03
9,00%	-2,01	2,01
8,90%	0,00	0,00
8,00%	17,64	-17,64
5,00%	80,44	-80,44

(Слика (б)). Другим речима, нето садашња вредност пројекта „А” позитивна је када је интерна стопа приноса виша од захтеване стопе приноса, а нето садашња вредност пројекта „Б” позитивна је када је интерна стопа приноса нижа од захтеване стопе приноса.

С обзиром на то да је иницијални новчани ток код пројекта „А” издатак, а код пројекта „Б” примитак, за пројекат „А” кажемо да је пројекат инвестирања, а за пројекат „Б” пројекат финансирања. Инвеститор који располаже износом од 1.000 н.ј. средства може пласирати у пројекат „А” или депоновати у банку. Ако је годишња стопа приноса на средства депонована у банци виша од интерне стопе приноса пројекта „А”, инвеститор ће одбацивати алтернативу улагања у пројекат и прихватити алтернативу пласирања средстава у банку. Уколико је, пак, интерна стопа приноса пројекта „А” виша од годишње стопе приноса на средства депонована у банци, инвеститор ће одбацивати алтернативу пласирања средстава у банку и прихватити алтернативу улагања у пројекат. Са друге стране, инвеститор може доћи до потребног износа од 1.000 н.ј., реализовањем пројекта „Б” или задуживањем у банци. Задуживање у банци за инвеститора је прихватљива алтернатива ако је годишња каматна стопа на позајмљена средства од банке нижа од интерне стопе приноса пројекта „Б”. У супротном, за инвеститора биће атрактивније реализовање пројекта „Б”.

Из претходно наведеног проистиче да код пројеката инвестирања важи правило да пројекат треба прихватити ако је интерна стопа приноса виша од захтеване стопе приноса, док код пројеката финансирања важи правило да пројекат треба прихватити ако је интерна стопа приноса нижа од захтеване стопе приноса.

Слика 1: Нејто садашња вредност и захтевана стопа приноса за пројекте „А” и „Б”



Вишеструка интерна стопа приноса јавља се код пројеката код којих у укупном новчаном току постоје најмање две несукцесивне серије издатака раздвојене серијом примитака или најмање две несукцесивне серије примитака раздвојене серијом издатака. Пројекат ће имати онолико интерних стопа приноса колико у укупном новчаном току има прелазака са серије издатака на серију примитака и обрнуто, односно колико пута у укупном новчаном току промени се предзнак испред износа новчаних токова. Ради илустрације, послужићемо се хипотетичким примером. У Табели 3 приказани су структура новчаног тока, нето садашња вредност и интерна стопа приноса, а на Слици 2 однос између захтеване стопе приноса и нето садашње вредности хипотетичког пројекта „Ц”.

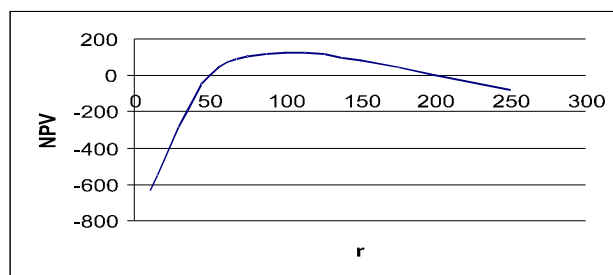
Табела 3: Новчани шок хипотетичког пројекта „Ц”

Период	Новчани ток
0	-1.000,00
1	4.500,00
2	-4.500,00
NPV@10%	-628,10
IRR	50% и 200%

Хипотетички пројекат има две интерне стопе приноса: 50% и 200%. Који резултат је тачан? Одговор на ово питање не постоји. Када се предзнак испред износа новчаних токова пројекта промени више пута, тј. када пројекат

има више интерних стопа приноса, интерпретирање и инвестиционо одлучивање на основу интерне стопе приноса губе смисао. Проблем вишеструке интерне стопе приноса може да се превазиђе инвестиционим одлучивањем, на основу метода нето садашње вредности или модификоване интерне стопе приноса. Према методу нето садашње вредности, хипотетички пројекат „Ц” треба прихватити када захтевана стопа приноса има вредност у интервалу од 50 до 200%. У супротном, пројекат „Ц” треба одбацити.

Слика 2: Нејто садашња вредност и захтевана стопа приноса за пројекат „Ц”



Метод модификоване интерне стопе приноса превазилази проблем вишеструке интерне стопе приноса тако што реаранжира укупан новчани ток пројекта, све док не остане само једна промена предзнака, испред износа новчаних токова. Реаранжирање укупног новчаног тока пројекта врши се дисконтовањем новчаних токова који доспевају у интервалу од тренутка друге промене предзнака до краја животног века пројекта, на тренутак који непосредно претходи тренутку друге промене предзнака, при чему се као дисконтна стопа користи захтевана стопа приноса. У нашем примеру, новчани издатак који доспева на крају друге године дисконтоваћемо захтеваном стопом приноса од 100% на крају прве године и добијени износ додати новчаном примитку који доспева на крају исте године, односно:

$$-\frac{4.500}{1+1,00} + 4.500 = -2.250 + 4.500 = 2.250$$

Модификована интерна стопа приноса (MIRR) реаранжираног новчаног тока пројекта „Ц” (-1.000, 2.250) биће:

$$-1.000 + \frac{2.250}{1 + MIRR} = 0$$

$$MIRR = 1,25 = 125\%$$

Ако је захтевана стопа приноса 100%, пројекат „Ц” треба прихватити, јер је модификована интерна стопа приноса виша.

Табела 4: Модификована интерна стопа приноса пројекта „Ц” за различите захтеване стопе приноса

Захтевана стопа приноса	Модификована интерна стопа приноса	Инвестициона одлука
10%	-59%	одбацити
50%	50%	-
100%	125%	прихватити
150%	170%	прихватити
200%	200%	-
250%	221%	одбацити

Дакле, инвестиционе одлуке донете применом метода нето садашње вредности и модификоване интерне стопе приноса су еквивалентне.

2. Проблеми приликом примене концепта интерне стопе приноса у оцени економске ефикасности међусобно искључивих пројеката

Код међусобно искључивих пројеката, обим и временски распоред новчаних токова могу узроковати проблем у одлучивању о прихватању или одбацавању пројеката. Проблем је већи ако је разлика у обиму и временском распореду новчаних токова међусобно искључивих пројеката већа. Утицај обима новчаних токова на инвестиционо одлучивање код међусобно искључивих пројеката биће илустрован хипотетичким примером. У Табели 5 представљени су структура новчаног тока, нето садашња вредност и интерна стопа приноса хипотетичких међусобно искључивих пројеката „α” и „β”.

Табела 5: Новчани токови хипотетичких пројеката „α” и „β”

Период	Пројекат „α”	Пројекат „β”
0	-5.000,00	-10.000,00
1	3.000,00	6.000,00
2	4.000,00	7.000,00
NPV@10%	1.033,06	1.239,67
IRR	24,3%	18,9%

Оба пројекта имају позитивну нето садашњу вредност и интерну стопу приноса вишу од захтеване стопе приноса. Да су независни, оба пројекта би требало прихватити. С обзиром на то да пројекат „α” има вишу интерну стопу приноса, пројекат „β” има већу нето

садашњу вредност, а пројекти „α” и „β” су међусобно искључиви, намеће се питање који пројекат треба прихватити. У разрешавању ове дилеме помоћи ће нам концепт инкременталног новчаног тока, интерне стопе приноса и нето садашње вредности инкременталног новчаног тока. Инкрементални новчани ток одређује се тако што се новчани ток мањег обима (пројекат „α”) одузме од новчаног тока већег обима (пројекат „β”), да би први износ код инкременталног новчаног тока био издатак.

Табела 6: Инкрементални новчани ток

	Период			NPV @10%	IRR
	0	1	2		
Пројекат „α”	-5.000,00	3.000,00	4.000,00	1.033,06	24,3%
Пројекат „β”	-10.000,00	6.000,00	7.000,00	1.239,67	18,9%
Инкрементални новчани ток	-5.000,00	3.000,00	3.000,00	206,61	13,1%

Нето садашња вредност и интерна стопа приноса инкременталног новчаног тока, у конкретном случају, омогућавају оцену економске оправданости додатног улагања од 5.000,00, да би се остварио укупни примитак од 3.000,00 на крају прве и друге године. Инкрементална нето садашња вредност је позитивна и инкрементална интерна стопа приноса виша је од захтеване стопе приноса, тако да је додатно улагање економски оправдано. Према томе, између међусобно искључивих пројеката различитог обима новчаних токова треба прихватити пројекат са већом нето садашњом вредности, тј. пројекат „β”.

У Табели 7 представљени су структура новчаног тока, нето садашња вредност и интерна стопа приноса, а на Слици 3 однос између нето садашње вредности и захтеване стопе приноса хипотетичких пројеката „γ” и „δ”.

Табела 7: Новчани токови хипотетичких пројеката „γ” и „δ”

Период	Пројекат „α”	Пројекат „β”
0	-10.000,00	-10.000,00
1	1.000,00	10.000,00
2	1.000,00	1.000,00
3	12.000,00	1.000,00
NPV@10%	751,32	668,67
IRR	12,94%	16,04%

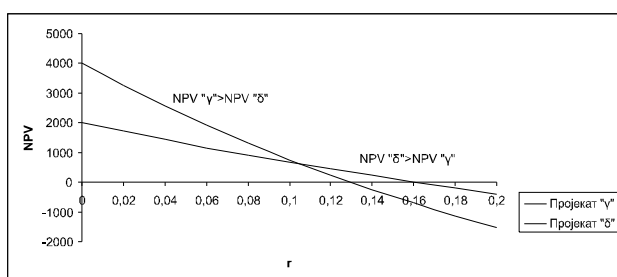
На Слици 3 видимо да је нето садашња вредност пројекта „γ” већа при нижој захтеваној стопи приноса и да је нето садашња вредност пројекта „δ” већа при вишој захтеваној стопи приноса. Такође, видимо да се нето садашња

Табела 10: Упоредивање утицаја различитих стоја реинвестирања на будућу вредност новчаних токова од реализације пројекта

Период	Новчани примитак	Период реинвестирања	Стопа реинвестирања			
			10%		15%	
			фактор сложеног укамаћивања	будућа вредност (2)*(4)	фактор сложеног укамаћивања	будућа вредност (2)*(6)
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
1	2.000,00	0	1,10	2.200,00	1,15	2.300,00
2	4.312,50	1	1,00	4.312,50	1,00	4.312,50
Будућа вредност на крају друге године				6.512,50		6.612,50

вредност пројекта „γ” смањује брже него нето садашња вредност пројекта „δ”. Разлог за ово лежи у временском распореду новчаних токова пројекта. Генерално, међу међусобно искључивим пројектима једнаког иницијалног улагања предност треба дати пројекту са ранијим новчаним токовима ако је захтевана стопа приноса висока, односно пројекту са каснијим новчаним токовима ако је захтевана стопа приноса ниска. Због чега? Принос на уложена средства биће већи уколико се ранији новчани примици реинвестирају до краја животног века пројекта, по вишој захтеваној стопи приноса. Са друге стране, садашња вредност каснијих новчаних токова је већа ако је захтевана стопа приноса ниска. У разрешавању дилеме у вези са избором пројекта и овде ће нам помоћи концепт инкременталног новчаног тока, нето садашње вредности и интерне стопе приноса инкременталног новчаног тока.

Слика 3: Нето садашња вредност и захтевана стоја приноса за пројекте „γ” и „δ”



Табела 8: Инкрементални новчани ток

	Период				NPV @10 %	IRR
	0	1	2	3		
Прој. „γ”	-10.000	1.000	1.000	12.000	751,32	12,94%
Прој. „δ”	-10.000	10.000	1.000	1.000	668,67	16,04%
Инкр. нов. ток	0	-9.000	0	11.000	82,64	10,55%

Да би се остварио примитак од 11.000,00 на крају треће године, додатно улагање од 9.000,00 на крају прве године је економски оправдано, због тога што је инкрементална нето садашња вредност позитивна и инкрементална интерна стопа приноса виша од захтеване стопе приноса. Према томе, између међусобно искључивих пројекта различитог временског распореда новчаних токова треба прихватити пројекат са већом нето садашњом вредношћу, тј. пројекат „γ”.

Узрок сукоба између нето садашње вредности и интерне стопе приноса приликом рангирања и избора међусобно искључивих пројекта су различите полазне претпоставке концепата нето садашње вредности и интерне стопе приноса о стопи реинвестирања новчаних примитака од реализације пројекта у току животног века пројекта. Наиме, концепт нето садашње вредности полази од претпоставке да се новчани примици од реализације пројекта реинвестирају по захтеваној стопи приноса у животном веку пројекта, а концепт интерне стопе приноса полази од претпоставке да се реинвестирање врши по стопи једнакој интерној стопи приноса. Последице различитих претпоставки о стопи реинвестирања илустроваћемо хипотетичким примером. У Табели 9 дати су структура новчаног тока, нето садашња вредност и интерна стопа приноса хипотетичког пројекта „Сигма”.

Табела 9: Новчани ток хипотетичког пројекта „Сигма”

Период	Новчани ток
0	-5.000,00
1	2.000,00
2	4.312,50
NPV@10%	382,23
IRR	15%

Будућа вредност новчаних токова од реализације пројекта на крају друге године износиће 6.512,50 ако се реинвестирање изврши по стопи од 10% (захтевана стопа приноса), од-

носно 6.612,50 ако се реинвестирање изврши по стопи од 15% (IRR). Ако бисмо будућу вредност новчаних токова од реализације пројекта на крају друге године посматрали као будућу вредност иницијалног улагања, онда би пројекат имао структуру новчаног тока представљену у Табели 11.

Табела 11: Новчани шок пројекта „Сигма” након реинвестирања

Период	Стопа реинвестирања	
	10%	15%
0	-5.000,00	-5.000,00
1	0,00	0,00
2	6.512,50	6.612,50
NPV@10%	382,23	464,88
IRR	14,13%	15,00%

При стопи реинвестирања од 10%, нето садашња вредност пројекта остаје 382,23, док при стопи реинвестирања од 15%, нето садашња вредност пројекта износи 464,88. Из примера је очигледно да концепт нето садашње вредности полази од претпоставке да се реинвестирање новчаних примитака од реализације пројекта у животном веку пројекта врши по захтеваној стопи приноса. Такође, очигледно је да концепт интерне стопе приноса полази од претпоставке да се реинвестирање врши по стопи једнакој интерној стопи приноса. Ако се реинвестирање изврши по стопи нижој од интерне стопе приноса (нпр. 10%), стварна интерна стопа приноса (14,13%) биће нижа од иницијално израчунате (15%) и обрнуто.

У инвестиционом одлучивању, недостатак интерне стопе приноса у погледу стопе реинвестирања може се избећи употребом модификоване интерне стопе приноса (MIRR). Модификована интерна стопа приноса заснива се на претпоставци да се реинвестирање новчаних примитака од реализације пројекта у животном веку пројекта врши по захтеваној стопи приноса. Она је једнака дисконтној стопи која изједначава садашњу вредност улагања у пројекат дисконтованих захтеваном стопом приноса и садашњу вредност суме будућих вредности новчаних примитака од реализације пројекта, реинвестираних до краја животног века пројекта по захтеваној стопи приноса.

$$\sum_{t=0}^n \frac{ACOF_t}{(1+k)^t} = \frac{\sum_{t=0}^n ACIF_t (1+k)^{n-t}}{(1+MIRR)^n}$$

где су:

$ACOF_t$ – годишње улагање у пројекат на крају периода t ,

$ACIF_t$ – годишњи новчани прилив од реализације пројекта на крају периода t

n – животни век пројекта,

k – захтевана стопа приноса,

MIRR – модификована интерна стопа приноса.

Код хипотетичког пројекта „Сигма” садашња вредност улагања у пројекат износи 5.000,00, а сума будућих вредности новчаних примитака од реализације пројекта реинвестираних до краја животног века пројекта по захтеваној стопи приноса износи 6.512,50 (Табела 10). Модификована интерна стопа приноса хипотетичког пројекта „Сигма” биће:

$$5.000,00 = \frac{6.512,50}{(1+MIRR)^2}$$

$$MIRR=0,1413=14,13\%$$

Због проблема везаних за стопу реинвестирања и вишеструку интерну стопу приноса, теорија преферира употребу метода нето садашње вредности у оцени економске ефикасности инвестиционих пројеката. Жеља и потреба практичара да профитабилност инвестиционог пројекта мере приносом по јединици уложених средстава генеришу, са друге стране, већу употребну вредност метода интерне стопе приноса у односу на метод нето садашње вредности у инвестиционом одлучивању.

Закључак

Обим новчаних токова код независних пројеката не изазива, док код међусобно искључивих пројеката може да изазове, проблеме у одлучивању о прихватању или одбацавању пројеката. За разлику од обима новчаних токова, временски распоред новчаних токова пројеката може да узрокује проблеме у инвестиционом одлучивању и код независних и код међусобно искључивих пројеката. Проблеми код примене концепта интерне стопе приноса у оцени економске ефикасности независних и међусобно искључивих пројеката су идентификовање типа пројекта и вишеструка интерна стопа приноса. Инвестициони пројекти могу бити пројекти инвестирања и пројекти финансирања. Код пројеката инвестирања важи правило да пројекат треба прихватити ако је интерна стопа приноса виша од захтеване стопе приноса, док код пројеката финансирања важи правило да пројекат треба прихватити ако је интерна стопа приноса нижа од захтеване стопе приноса. Проблем вишеструке интерне стопе приноса, који се јавља код пројеката код којих у укупном новчаном току постоје најмање две несукцесивне серије издатака, раз-

двојене серијом примитака или најмање две несукцесивне серије примитака, раздвојене серијом издатака, може да се превазиђе инвестиционим одлучивањем на основу метода нето садашње вредности или модификоване интерне стопе приноса. Разрешавању дилеме у вези са рангирањем и избором међусобно искључивих пројеката, узроковане обимом и временским распоредом новчаних токова, доприноси примена концепта инкременталне нето садашње вредности и инкременталне интерне стопе приноса у инвестиционом одлучивању. Пројекат са највећом позитивном нето и инкременталном нето садашњом вредношћу и највишом, и вишом од захтеване стопе приноса, инкременталном интерном стопом приноса треба прихватити. Узрок сукоба између нето садашње вредности и интерне стопе приноса приликом рангирања и избора међусобно искључивих пројеката је претпоставка концепта нето садашње вредности, да се реинвестирање новчаних примитака од реализације пројекта у животном веку пројекта врши по захтеваној стопи приноса, а концепта интерне стопе приноса да се реинвестирање врши по стопи која је једнака интерној стопи приноса. У инвестиционом одлучивању код међусобно искључивих пројеката, недостатак интерне стопе приноса у погледу стопе реинвестирања може се избећи применом модификоване интерне стопе приноса, тј. дисконтне стопе која изједначава садашњу вредност улагања у пројекат дисконтнованих захтеваном стопом приноса и

садашњу вредност суме будућих вредности новчаних примитака од реализације пројекта реинвестираних до краја животног века пројекта по захтеваној стопи приноса.

Литература

1. Arnold, G., *Corporate Financial Management*, Prentice Hall, New York, 2005.
2. Brealey, R.A., Myers, S.C., Allen, F., *Corporate Finance*, McGraw-Hill, Irwin, Boston, 2006.
3. Gitman, L.J., *Principles of Managerial Finance*, Pearson Addison Wesley, Boston, 2006.
4. Keown, A.J., Martin, J.D., Petty, J.W., Scott, D.F. jr., *Financial Management*, Pearson Prentice Hall, New Jersey, 2005.
5. Merna, T., Al-Thani, F.F., *Corporate Risk Management*, John Wiley & Sons Ltd, Chichester, 2005.
6. Ross, S.A., Westerfield, R.W., Jaffe, J., *Corporate Finance*, McGraw-Hill, Irwin, Boston, 2005.
7. Ross, S.A., Westerfield, R.W., Jordan, J.D., *Corporate Finance Essentials*, McGraw-Hill, Boston, 2007.
8. Shapiro, A.C., Balbirer, S.D., *Modern Corporate Finance*, Prentice Hall, New Jersey, 2000.
9. Vernimmen, P., *Corporate Finance: Theory and Practice*, John Wiley & Sons Ltd, Chichester, 2005.

др Хасиба
ХРУСТИЋ*

Земље пореског раја и облици пословања у њима

Резиме

Богаћи појединци и компаније у државама са осетљивим банкарским системом изразили су потребу да држе своју имовину у иностранству са циљем заштите од колапса њихове домаће валуте и банака, и што су изван домаћа девизне контроле. Уколико траже и поверљивости, онда је рачун у OFC често средство избора.

Они користе повољности у нижој пореској стопи. Такође постоји спектар различитих шема, које се могу правно бранити, које се ослањају на комплексност и двосмисленост домаћег законодавства. Мултинационалне компаније усмеравају своје активности кроз минимизовање њихове пореске обавезе помоћу OFC и трансферних цена, нпр. произведена роба у матичној мултинационалној компанији се фактурише у оф-шор (без профита), иако да се профит пренесе у режим ниских пореза у интернационалну бизнис корпорацију у власништву мултинационалне матичне, која ће поштом ту исту робу рефактурирати са профитом.

Многе економске активности у земљама пореског раја данас се састоје од професионалних финансијских услуга управљања инвестиционим фондовима, банкарства, животног осигурања и пензијских фондова.

Последњих година неки OFC са значајним сумама глобалних међународних финансијских шокова и њиховом повезаношћу са другим финансијским центрима својим активностима утичу на финансијску стабилност у многим државама.

Кључне речи: порески рај, оф-шор финансијски центар, пореско законодавство, резидент, нерезидент, глобализација, пореска конкуренција, трансферна цена, банкарска поверљивост и стајност.

Увод

Данас је уобичајено да се пореским рајем (пореска уточишта или скровишта)¹ називају места где су порези, односно све јавне дажбине ниске или их уопште нема, а процедуре једноставне, уз заштиту финансијске приватности.

Ова чињеница охрабрује инвеститоре јер су тиме уштеде на име пореза велике.

Не постоји јединствена дефиниција за земље пореског раја, које су уједно познате и као оф-шор финансијски центри (Offshore Financial Centers-OFC).² Према УН дефиницији, земља пореског раја или оф-шор институција је било

*)

1) Редовни професор на Факултету за правне и пословне студије, Нови Сад.

2) Tax havens.

Harmful Tax Competition: An Emerging Global Issue, 1998, OECD, p. 23.

која банка у свету која прима депозите и/или која управља имовином израженој у иностраној валути у корист лица чије је стално место боравка на другом месту.³ Наиме, ради се о пружању одређених бенефиција нерезидентима имајући у виду да је у скоро свим државама у свету резидентство примарни елемент за одређивање статуса обвезника. Мада су неки стереотипи нетачни да су сви оф-шор финансијски центри лоцирани на сунчаним острвима, попут Кариба и Јужног Пацифика, најважнија карактеристика земаља пореског раја је да нису увеле пореске обавезе за нерезиденте или ако и јесу оне су врло скромне, а тајност рачуна је загарантована.

ОФС не користе само индустријски развијене државе, већ све државе чији су финансијски системи рањиви на промене у токовима капитала, брзу акумулацију краткорочних дугова, девизне флукуације и селективну либерализацију трансфера капитала.

Форум за финансијску стабилност (The Financial Stability Forum-FSF), дефинисао је да су земље пореског раја оне које имају законодавство са ниским порезима, да би привукле одређене активности нерезидената.⁴

ОЕCD је идентификовао три кључна фактора која се узимају у обзир како би се нека земља, подручје или место сматрало пореским рајем:⁵

- нема или има номиналне порезе само за специфичне случајеве, или се нуде као места која нерезиденти користе за избегавање плаћања пореза у њиховим државама резидентства. Већи број земаља пореског раја или нема порезе на доходак или ако их има ти порези су врло ниски. Али, ниједан оф-шор центар није увео порез на капиталну добит и порез на наслеђе. Погодбе о висини пореске стопе, као и друга пракса, када се доследно не примењују правила, неодговарајући надзор и немогућност легалног приступа финансијским подацима од стране пореских органа уобичајена су обележја земаља пореског раја;⁶

- недостатак транспарентности и размене података са другим државама;
- земље пореског раја типично имају законодавну регулативу и административну праксу према којој су пословни и имовински подаци заштићени стриктним правилима тајности укључујући и заштиту од прегледа и пореских испитивања од стране пореских органа. Тиме се спречава било какав увид у податке о пореским обвезницима.

Нека оф-шор законодавства штите имовину пренету у личне фондове из држава са високим порезима како би се у будућности избегло опорезивање те имовине као наслеђене у тим државама.

Међутим, постојање земаља пореског раја не значи да су све инвестиције усмерене ка тим подручјима и областима. Мада је неоспорно да пореска политика игра доминантну улогу у економским одлукама, опорезивање није једини фактор који утиче на доношење тих одлука. Обимна регулатива, корупција, инфлација и протекционизам, чине привреду једне државе неатрактивном за пословање и инвеститоре. Затим, ту су и неадекватно заштићена имовинска права, флексибилно тржиште радне снаге и већи обим јавне потрошње.⁷ Често богати појединци и компаније у државама са неразвијеном привредом и несигурним банкарским системом држе капитал у земљама пореског раја ради заштите од колапса њихових домаћих банака и/или од потенцијалне девизне контроле. Уз то, отворени банкарски рачун у ОФС представља средство избора уколико се ради о поверљивости информација. Зато, за нека лица те земље или подручја у ствари јесу порески егзил. У сваком случају, поверљивост коју пружају земље пореског раја веома је важна.

У неким државама је и страх од одузимања или конфискације имовине такође мотив за премештање имовине у оф-шор центре. Ови центри често су и заштита од неограничених обавеза, које укључују и измену власничке структуре са којима се сусрећу компаније и грађани у неким државама.

3)

4) Financial Havens, Banking Secrecy and Money Laundering, 1998, UN.

5) Report of the Working Group on Offshore Centres (April 5, 2000), Financial Stability Forum.

ОЕCD-The Organisation for Economic Co-operation and Development. Државе чланице ОЕCD су: Аустралија, Аустрија, Белгија, Канада, Чешка, Данска, Финска, Француска, Немачка, Грчка, Мађарска, Исланд, Ирска, Италија, Јапан, Кореја, Луксембург, Мексико, Холандија, Нови Зеланд, Норвешка, Пољска, Португалија, Словачка, Шпанија, Шведска, Швајцарска, Турска, Велика Британија, САД.

7) Према подацима ММФ, подручја пореског раја укључују 12 најразвијенијих земаља у свету са највећим БДП по становнику.

V. Tanzi, Globalization and the Future of Social Protection, IMF Working Paper No. WP/00/12 (January 2000), стр. 15.

1. *Настанак земаља пореског раја*

Коришћење различитих пореских законодавстава држава да би се избегла или смањила пореска обавеза старо је колико и само опорезивање. Настанак земаља пореског раја обично се везује за развој концепта пореске конкуренције почетком 12. века, мада је по неким ауторима тај порески статус имао Ватикан као први пример пореског раја још у осмом веку. Иако је тешко рећи који је то догађај одредио раст и развој данашњих модерних земаља пореског раја, динамичан раст тих земаља најчешће се приписује периоду након Првог светског рата и надаље, када је преовладала тенденција раста пореског терета. Нарочито је после Другог светског рата дошло до повећања пореза у европским државама ради реконструкције привреде и друштвеног развоја. Швајцарска, која је имала неутралан статус за време рата, избегла је ове трошкове тако да је била у стању да одржи ниске порезе, постајући лидер у привлачењу капитала искључиво из пореских разлога. Почетком двадесетог века, швајцарске банке дуго су биле уточиште капитала за људе који су бежали из Русије, Немачке и Јужне Америке.

Данашње модерне земље пореског раја прошле су неколико фаза развоја након два светска рата. Од 1920. до 1950. године за земље пореског раја везивало се избегавање пореза на доходак грађана богатих појединаца. Међутим, од 1950. и надаље, број земаља пореског раја бележи раст захваљујући корпоративним групама које су у тим земљама умањивале своје пореске обавезе. Та стратегија генерално се ослањала на избегавање двоструког опорезивања између законодавства држава са високим порезима и законодавства држава са ниским порезима (која пружају ниске пореске стопе и могућност избегавања двоструког опорезивања). Управо из тих разлога већи број држава укинуо је или ограничио уговоре о избегавању двоструког опорезивања са малим земљама, како би од те праксе заштитио своје јавне приходе од корпоративног пореза.

Средином '80-их година, већина земаља пореског раја изменила је фокус њихове легислативе укидањем локалног опорезивања и стварањем повољнијих услова, нарочито за нерезидентне међународне бизнис корпорације.

2. *Предности и олакшице у пословану и заштити имовине*

Способност земаља пореског раја да привуку инвеститоре демонстрира врсту фис-

калне политике која може да помогне развоју сиромашних држава. Земље пореског раја чине 1,2 одсто светске популације, 26 одсто светске имовине и 31 одсто нето профита америчких мултинационалних корпорација. Ови подаци иду у прилог чињеници да је пореска конкуренција у духу избора људи у погледу могућности штедње и инвестирања, а на штету држава које одржавају висок ниво опорезивања. Захваљујући пореској конкуренцији између држава, компаније и грађани врше трансфер капитала и имовине у пореске системе у којима порези не преоптерећују предузетништво и рад. Ову врсту миграције изазива пореска конкуренција којом се у пореском систему са нижим порезима максимизира профит и капитал, а тиме и привредни раст.

Постоји неколико разлога зашто се нека земља или подручје одређује да постане порески рај. Један од њих је да се дође до потребних средстава за сопствени развој. Зато се нуде ниже пореске стопе за велике корпорације под условом да оснују сталну пословну јединицу или компанију у земљи домаћину у којој би се запослило локално становништво.

Мале државе са малим домаћим финансијским сектором имају више разлога да развију оф-шор бизнис и да постану OFC. Најважнији је приход који се ствара оф-шор активностима на њиховом подручју, запосленост домаће привреде и јавни приходи од наплате такси за разна одобрења и регистрације.

Политика ниских пореза охрабрује долазак конгломерата из индустријски развијених земаља које ће радно оспособити локално становништво. За развој многих сектора мале земље нису оспособљене те им промовисање ниских пореза служи да на своје подручје привуку стране компаније. Предности оф-шор пословања огледају се нарочито у:

- (1) порасту профита, што је резултат никаквог или нижег опорезивања;
- (2) великим могућностима инвестирања;
- (3) једноставнијој регулативи и минималним формалностима за пословно удруживање;
- (4) постојању одговарајућег правног оквира за заштиту интегритета на релацији принципал-агент;
- (5) репутацији иза које стоји пружање разних специјализованих врста услуга и поверљивост података;

- (6) непостојању девизне контроле;
- (7) заштити имовине од могућности судских спорова, истрага и сл.;
- (8) заштити идентитета стварних власника.

Посебна пажња у оф-шор центрима поклања се развоју инфраструктуре, комуникација, транспорта и обезбеђењу сигурности и поузданости банкарског пословања, високом нивоу правних и консултантских услуга, заштити личних и породичних имовинских права. Већина оф-шор центара немају порез на наслеђе, а неки порези плаћају се паушално.

Ако се узме у обзир нетранспарентно радно окружење, укључујући висок ниво анонимности и елиминисање давање било каквих обавештења органима за криминална истраживања у земљи домаћину за бенефициране власнике капитала, земље пореског раја могу се користити и за сумњиве сврхе, као што су прање новца и пореска утаја.

Компанија може да уштеди велике суме новца плаћајући далеко мање порезе у земљама пореског раја. Поготово уштеда постоји у земљама које немају порез на доходак.

Многи Скандинавци и Немци због повољнијег пореског третмана камате на депозите нерезидената имају банкарске рачуне у Луксембургу. Већина латиноамеричких држава не опорезује дивиденде и камату, смањујући тако могућност одлива капитала у друге државе.

Почетком двадесетог века, богати грађани и компаније из држава са високим порезима увидели су повољност премештања имовине и пословања у земље са никаквим или ниским порезима за нерезиденте, имајући у виду да је у скоро свим државама у свету резидентство примарни елемент за одређивање статуса обвезника.

3. Земље или подручја пореског раја

Најпознатије земље или подручја пореског раја су:

- у Европи: Андора, Кампионе, Кипар, Гибралтар, Острво Ман, Церси, Холандија, Лихтенштајн, Луксембург, Мадеира (Португалија), Монако, Швајцарска;
- на Средњем Истоку: Бахреин, Израел и Либан;
- у Африци: Цибути, Либериа, Маурицијус и Сејшали;

- у Азији и Пацифику: Острва Кук, Гуам, Хонг-Конг, Токио, Лабуан (Малезија), Макао (Кина), Мариани, Маршалова острва, Науру, Ние, Филипини, Сингапур, Тахити, Тајланд, Вануату, Западна Самоа;
- у западној хемисфери: Антигва, Аруба, Бахами, Барбадос, Белизе, Бермуде, Британска Девичанска острва, Кајманска острва, Костарика, Доминика, Гренада, Холандски Антили, Панама, Порторико, Ст. Китс и Невис, Ст. Луција, Ст. Винсент и Гренадини, Туркс и Каикос острва, Вест Индис и У.С. Девичанска Острва, Уругвај, Ангвиле и Монтсерат (Велика Британија).

Оф-шор финансијски центри укључују и важна финансијска тржишта у градовима привредно развијених држава: Њујорк, Лондон, Токио, Хонг Конг.

ОФС су ранжирани према томе да ли обезбеђују специјализоване и стручне услуге, атрактивне финансијске институције, ограничене ресурсе за потпору у финансијском посредовању, да ли регистроване финансијске институције подразумевају мање или никакво физичко присуство у обављању пословања, и, да ли имају еластично законодавство према којем су порези ствар договора. На пример:

- **Андора, Кајманска острва и Науру** немају уопште порез на доходак грађана;
- **Бахами** немају порезе на доходак, порез на капиталну добит, ни порез на наслеђе;
- **Барбадос** има режим изузетно ниских пореских стопа;
- **Острво Ман** нема за нерезиденте порезе на доходак, порез на капиталну добит, порез на имовину и порез на наслеђе. Стопа пореза на доходак грађана резидената је 18% на међународни доходак с тим да пореска обавеза не може да буде већа од £100,000. Порез на доходак банака основаних на острву је 10%;
- **Каналска острва** не опорезују капиталну добит, доходак корпорација и доходак грађана остварен у иностранству. Локално остварен доходак нерезидента се не опорезује;
- **Кипар** има привлачно законодавство ниских пореза које доприноси даљем развоју, тако да ова држава има необичну оф-шор јурисдикцију унутар ЕУ;

- **Швајцарска** је порески рај за странце који намеравају да постану резиденти. Са њима се преговара о износу који ће бити предмет опорезивања у кантону у којем ће живети. Типично опорезивања основица је петоструки износ закупнине за смештај. Вауд је најпознатији кантон који користи тај механизам опорезивања, док је кантон Зуг популаран за пословање са преко 6.000 холдинг компанија;
- **Велика Британија** је порески рај за нерезиденте јер не плаћају порез на доходак остварен у иностранству.

Богати грађани посебно воде рачуна о порезима ако могу да бирају где ће живети, радити, штедети и инвестирати. На пример, британски милионери, попут спортисте Јана Ботама (Ian Botham), возача формуле 1 Најдела Мансела (Nigel Mansell), и Јана Вуснама (Ian Woosnam), определили су се за Каналска острва, а Борис Бекер (Boris Becker) узео је резидентство у Монаку.

Међународни финансијски центри (IFC): Лондон, Њујорк и Токио, су центри са свестраним системом услуга и напредним системом платног промета, који подржава јака домаћа економија са развијеним и ликвидним тржиштем. Таква тржишта су извори различитих врста средстава и фондова у којима је правни оквир одговарајући за заштиту интегритета надзорне функције на релацији принципал-агент.

Краткорочни зајмови се узимају од нерезидентата и дају као дугорочни такође нерезидентима. Са аспекта величине имовине, Лондон и Њујорк су највећи центри, а разлика између ових двају центара је у сразмери између страних и домаћих извора средстава. Њујорк има веће учешће страних средстава.

Регионални финансијски центри имају развијено финансијско тржиште, инфраструктуру и посредничке фондове унутар и изван региона, али мање свестрано развијену домаћу привреду. Ти центри су Хонг Конг са 454 банке, Сингапур са 212 и Луксембург са 221 банком.

Пошто је политика ниских пореза пре норма него изузетак, велике компаније и богати појединци у земљама са високим порезима подржавају оф-шор законодавство, тако да су инвестиције у земљама пореског раја између 1985-1994. године порасле за више од 500 процената. Ову чињеницу потврђују следећи подаци:

- Кајманска острва са 40.000 становника имају 580 банки са више од 500 билиона америчких долара на рачунима (2.238 инвестиционих фондова, 499 компанија осигурања и 40.000 оф-шор компанија);
- Ст. Винсент и Гренадини имају 15 банака и 7.000 међународних бизнис корпорација;
- Ст. Китс и Невис имају 9.000 оф-шор компанија, а острва Кук 6.000 међународних бизнис корпорација и 2.000 међународних трустова;
- Нуе, на коме је настањено само 2.000 становника, има регистрованих 3.000 међународних бизнис корпорација;⁸
- Доминика има 5.800 међународних бизнис корпорација;
- Лихтенштајн има 75.000 међународних бизнис корпорација;
- Бахаме имају 580 инвестиционих фондова, 60 компанија осигурања и 100.000 међународних бизнис корпорација. Вредност њихове пословне имовине процењује се на преко 350 билиона америчких долара. Ту је и 418 банака из 36 држава.⁹
- вредност пословне имовине на Каналским острвима и Острву Ман процењује се на око 525 билиона америчких долара;
- Холандски Антили имају 50 међународних банака;
- Британска Девичанска острва су четврти највећи извор страних инвестиција. Према извештају из 2000. године највеће су оф-шор законодавство у свету по величини капитала корпорација основаних без обавезе физичког присуства у обављању пословања;
- Аустрија има 24 милиона нерезидентних безимених рачуна са преко 100 билиона америчких долара.

8)

9) Financial Crimes Enforcement Network, FinCEN Advisory (14, July 2000), U.S. Department of Treasury.

W. Allen, Statement by the Bahamas to the OECD Forum on Harmful Tax Practices (August 30, 1999), OECD.

- у Луксембургу, 90 одсто свих рачуна су рачуни нерезидената;
- Монако има 70 финансијских институција које воде 350.000 рачуна. Са само 30.000 резидената, има 44 билиона америчких долара на депозиту.

Становништво Лихтенштајна има највиши животни стандард у Европи. Кајманска острва су пети највећи банкарски центар у свету, после Њујорка, Лондона, Токија и Хонг Конга.

Сектор финансијских услуга чини три четвртине националног дохотка Панаме, а на Каналским острвима банкарство је толико популарно да је минимални износ депозита премашио 100.000 америчких долара.¹⁰ У Азији, Хонг Конг, Малезија и Сингапур више се не сматрају Трећим светом захваљујући политици ниских пореза. Центри као што су Хонг Конг и Сингапур имају развијено финансијско тржиште и инфраструктуру са значајним сумама новца у трансакцијама нерезидената.

Оф-шор центри су велики пословни центри. Америчке банке, често преко ноћи депонују новац на Кајманска острва, да би избегле исцрпну регулативу на домаћем тржишту. Више од 90 процената укупних депозита у Кајманским банкама су краткорочни, а међубанкарске фондове воде матичне банке.

Али има и изузетака:

- Бејрут је некада уживао репутацију пореског раја на Средњем Истоку. Међутим, његова репутација је озбиљно нарушена након банкарског краха 1966. године, а потом и због политичких сукоба и војног разарања Либанона, што је довело у питање потребну стабилност за успешно међународно пословање;
- Либериа је једно време уживала просперитет "земље слободне заставе" - места за прекоокеанско бродско регистровање. Мада је ова врста пословања настављена на основу некадашње успешне репутације, серија инцидената и грађански рат 1990. године и ране 2000. озбиљно су нарушили поверење у законодавство и стабилност пословања у овој земљи;

- Монако се још увек сматра пореским рајем, мада је још 1963. године удовољио захтеву Француске у вези са пореским третманом француских компанија и грађана да се повинује поштовању француског пореског система. Међутим, грађани који нису Французи и њихове компаније још увек имају изузетно повољан порески третман ако су резиденти Монака;
- Танџер је уживао репутацију пореског раја у периоду ефективне контроле од стране Шпаније док формално није био припојен Мароку 1956. године.

4. Облици пословања

Према УН оф-шор форуму, око 90 држава и подручја у свету учествују на оф-шор тржишту. Према величини капитала, највећи оф-шор финансијски центри су Лондон и Њујорк. САД су порески рај за ваневропске инвестиционе фондове, поготово држава Монтана која представља депозитни оф-шор.¹¹ Распољива статистика указује на то да су оф-шор банке прилично активне. прорачуни базирани на подацима¹² указују на то да је промет највећих оф-шор центара крајем 1999. године премашио суму од 4,6 трилиона америчких долара (око 50 процената укупног међународног промета), од којих је на Карибима 0,9 трилиона америчких долара, један трилион у Азији, а осталих 2,7 односи се на Лондонски оф-шор центар, оф-шор центре САД и ЈОМ (Japanese Offshore Market).

Према проценама ММФ, праксом земаља пореског раја глобално се годишње изгуби преко 255 билиона америчких долара пореских прихода. OECD процењују да је у 2007. години износ капитала који се држи у OFC око 7 трилиона америчких долара, што је од 6 до 8 процената укупних инвестиција у свету. Само на Кајманска острва односи се 1,4 трилиона америчких долара.

¹⁰⁾

¹¹⁾ L. Errico and A. Musalem, *Offshore Banking: An Analysis of Micro- and Macro-Prudential Issues*, Working Paper 99/5 (January 1999), IMF.

M. Nestmann, "When is Tax Competition Harmful?" A-Letter, *The Sovereign Society*, Vol. 1, No. 8 (December 3, 1999); *Financial Havens, Banking Secrecy, and Money Laundering*, United Nations; U.S. Department of State, 1999 *International Narcotics Control Strategy Report*, Bureau for International Narcotics and Law Enforcement Affairs, Washington, D.C.

¹²⁾ BIS (The Bank for International Settlements) Банка за међународно поравнање има надлежност за успостављање норми и правила, која одређују да ли је зајам ризичан или не. BIS има улогу централне банке за поравнања дугова, оформљен 1947. године у складу са Бретон-Вудским споразумом из 1944. године (The Bretton Woods Agreements), од када се амерички долар користи као универзални новац у међународним плаћањима и за глобалне резерве.

Капитал у оф-шор финансијске центре најчешће долази из држава са високим порезима и из држава са високим политичким и економским ризиком без правне сигурности. Оф-шор финансијски центри пружају сигурност имовине, једноставност пословања и повољније услове за раст капитала и стицања добити, а у већини случајева директан допринос влади домаћину је незнатан.

Финансијски посредници. Многе економске активности у оф-шор центрима састоје се од професионалних финансијских услуга попут вођења инвестиционих фондова, банкарства, животног осигурања и пензијских фондова. Генерално, фондови су депоновани преко посредника у оф-шор центар и посредник та средства даје на зајам или их улаже и често враћа у државе са високим порезима. Мада овим начином није избегнуто опорезивање у држави принципала, омогућава се оном ко обезбеђује ове финансијске услуге да користи мулти-законодавство без да буде предмет додатног опорезивања. Тај механизам је поготово испробан као успешан у области оф-шор инвестиционих фондова.

Пословање холдинга. Оф-шор центри пружају велике предности у пословању холдинга. Власници компанија су нерезиденти, а компанија мора да буде основана капиталом који потиче из друге земље. Холдинг компанија или конзорцијум оснива се у једном оф-шор центру да би се том компанијом управљало из другог, где је резидент матична компанија. Холдинг компанија финансира трансакције компанија-кћери, да би се потом на различите начине извршио трансфер остварене добити. Функција је очување и управљање имовином, од стране трговачке компаније или холдинга у различитим земљама, коју осим портфолија инвестиција чини и физичка имовина, попут непокретности или драгоцености. Битно је да трансфером имовине у правна лица која нису резиденти државе са високим порезима престаје опорезивање по том законодавству.

Чест механизам пословања у земљама пореског раја је преношење профита из компаније у земљи са високим порезима креирањем фиктивних трошкова оф-шор компанија, као што су трошкови на име наводно пружених услуга консалтинга или осигурања, чиме се умањује или елиминише опорезива добит у земљи са високим порезима. Затим, трансфером непокретности и хартија од вредности у пословну имовину оф-шор компаније, може се избећи не само опорезивање профита, већ и опорезивање наследства у будућности у држави порекла те исте имовине. Компанија регистрована у земљи пореског раја често се користи у сврхе издавања хартија од вредности из пореских разлога. Према томе, оф-шор центри првенствено служе за минимизовање или елиминисање пореске обавезе.

Други примери односе се на интернет услуге и групне финансијске компаније. Почевши од 1970. године, постоје групе компанија, познате као облици оф-шор компанија служе за сврху "рефактурисања". Те компаније једноставно изврше набавку робе или услуга из једне државе, продајући их у другим државама на начин да се при набавци фактурише роба или услуге без профита (трансферне цене), а када се врши продаја та иста роба или услуге се рефактуришу са профитом. Тако профит настаје и повећава се у подручјима законодавства са ниским порезима, а група компанија може да скрива профит из држава са високим порезима. Данас неке европске државе покушавају да пореским законима у својим законодавствима спрече креирање таквих трансферних цена између повезаних лица, мада је често тешко добити податке о повезаним лицима у подручјима пореског раја.¹³ Мултинационалне компаније нарочито користе ОФС минимизујући укупне пореске обавезе путем трансферних цена.

Трговање и друге пословне активности. Компанија регистрована у оф-шор центру користи се за трговање робом и услугама, инвестирање у вредносне папире, онлајн пословање и пружање финансијских услуга. Изузета су само лиценца пословања у областима попут банкарства, осигурања, игара на срећу и едукације. Добит остварена пословањем са иностранством изузета је из опорезивања.

Компаније које послују у земљама са нестабилним финансијским системом користе оф-шор центре да би заштитиле своју ликвидну имовину. Јурисдикција са ниским порезима нуди и финансијску приватност и очување конкурентности (чување поверљивих патената, легитимно коришћење пореских уговора и обављање спољнотрговинских трансакција без рестрикција).

Француска и Португалија за повезана лица примењују прописе о опорезивању расподеле добити тако да порезом по одбитку опорезују фактурисане трошкове настале између ових лица.

13)

Француска и Португалија за повезана лица примењују прописе о опорезивању расподеле добити тако да порезом по одбитку опорезују фактурисане трошкове настале између ових лица.

Депозити у финансијским институцијама не морају да буду предмет захтева у погледу величине резерви, банкарске трансакције су без било којег вида девизне контроле. Уобичајено је да су оф-шор банке предмет мањих форми контролних провера, а захтеви у вези са давањем информација су незнатни.

Оф-шор центри пружају финансијске услуге банака и других агената нерезидентима. Ове услуге укључују позајмљивање новца од нерезидената и задуживање нерезидената, позајмљивање корпорацијама и другим финансијским институцијама, а новац је настао управо позајмљивањем на било којем финансијском тржишту. У билансима стања финансијских институција у OFC су, с једне стране имовина нерезидената, а са друге, обавезе финансијске институције. Ови центри се односе на:

- законодавства која имају велики број финансијских институција примарно ангажованих у пословању са нерезидентима;
- финансијски систем са туђом имовином и обавезама;
- ниско или никакво опорезивање, изузетно једноставну законску регулативу, банкарску поузданост, тајност и анонимност.

Последњих година неки OFC са значајним сумама глобалних међународних финансијских токова и њиховом повезаношћу са другим финансијским центрима створили су потенцијал да својим активностима утичу на финансијску стабилност у многим државама. Зато се ММФ залаже за јачање финансијског надзора над OFC и њихову сарадњу са другим државама, како би се примењивала међународна финансијска правила.

Поред банкарских активности, оф-шор центри управљају инвестиционим фондовима, компанијама осигурања, и пружају услуге пореског планирања.¹⁴ Значајни инвестициони фондови су OFC инвестициони фондови и картели – интернационалне бизнис корпорације и други посредници који нису удружени са финансијском институцијом.

Оф-шор корпорације или интернационалне бизнис корпорације (International Business Corporations - IBC) обављају пословање, емитују акције, обвезнице и повећавају капитал на разне начине у условима непостојања централног јавног регистра акционара. У већини центара трошкови оснивања интернационалних корпо-

рација су ниски, а ове корпорације изузимају се из опорезивања. Интернационалне корпорације данас су веома популарне за управљање инвестиционим фондовима.

Најчешћи случај је оснивање, од стране мултинационалне корпорације, оф-шор банке за управљање девизним операцијама или да се олакша финансирање интернационалних заједничких улагања. Затим, оснивање, од стране резидентне матичне банке (onshore), филијале у оф-шор центру-паралелне банке "сестре", која врши услуге администрирања оф-шор фондова (надзор, вођење рачуноводства, трансфер средстава). У оф-шор центру нема пореза на капитал, пореза по одбитку на дивиденде и камате, пореза на финансијске трансакције, пореза на доходак корпорација, пореза на капиталну добит, не постоји пореска контрола, а захтева се мали број извештаја и ограничења у трговини.

Компаније осигурања. Привлачност оф-шор центара за компаније осигурања су, поред повољног пореског третмана, и минимални захтеви у погледу актуарских резерви, величине и структуре капитала.

Средства за посебне намене (Special Purpose Vehicles - SPV) су у значајном порасту. Користе се за финансијске активности у повољном пореском амбијенту. Корпорација основана као IBC у оф-шор центру ангажује SPV за разне специфичне активности: реиздавање хартија од вредности, пренос разних врста имовине попут хипотекарног портфолија, потраживање зајмова по кредитним картицама. SPV затим нуде разне хартије од вредности инвеститорима по основу уписа имовине због повољнијег пореског третмана SPV и компаније порекла у OFC. SPV се оснивају по регулативи без рестрикција у њиховом пословању, односно по либералнијим правилима него у држави порекла, нарочито када се ради о захтевима у вези са величином и структуром капитала. Банке их посебно користе за повећање капитала због пореских повољности OFC.

Закључак

Ера слободног међународног тржишта капитала и повећања пореске конкуренције покренула је низ фискалних реформи у великом броју држава у последње две деценије.¹⁵ Тако се показало да је пореска кон-

¹⁴⁾

Financial Stability Forum's Working Group on Offshore Financial Centers Report (April 2000).

¹⁵⁾

Towards Global Tax Co-operation (2000), OECD, p. 25; Harmful Tax Competition: An Emerging Global Issue (1998), OECD.

курвенција ефикасно средство глобалне економије у привлачењу инвестиција. Ниже пореске стопе позитивно утичу на привредни раст и штедњу, инвестиције и подстицај су технолошком развоју. На тај начин пореска конкуренција врши притисак на смањење јавне потрошње и вођење одговорније фискалне политике. Данас је општеприхваћен став да високи порези ометају привредни раст, те да је пореска конкуренција корисна за привлачење капитала и инвестирање.¹⁶

Смањивањем пореза на штедњу и инвестирање, пореска конкуренција позитивно утиче на повећање продуктивности и технолошки развој, тако да подржава дугорочни раст и животни стандард. Понуда капитала није фиксирана, већ зависи од стопе раста капитала. Уколико порези на доходак и капитал расту, акумулација капитала и привредни раст ће бити спорији.

Важан разлог зашто се нека земља или подручје опредељује да постане порески рај је да дође до потребних средстава за сопствени развој. Због тога се нуде ниже пореске стопе, што је нарочито значајно за велике корпорације. Тако способност земаља пореског раја да привуку инвеститоре показује врсту фискалне политике која може да подстакне развој сиромашних држава.

Компаније које послују у земљама са нестабилним финансијским системом користе оф-шор центре да би заштитиле своју ликвидну имовину. Јурисдикција са ниским порезима нуди и финансијску приватност и очување конкурентности. Мултинационалне компаније користе ОФС минимизујући укупне пореске обавезе трансферним ценама.

Оф-шор центри пружају финансијске услуге банака и других агената нерезидентима. Ове услуге укључују позајмљивање новца од нерезидената и задуживање нерезидената, а новац је настао управо позајмљивањем на било којем финансијском тржишту. У билансима стања финансијских институција у ОФС су, с једне стране имовина нерезидената, а са друге, обавезе финансијске институције. Ови центри се односе на законодавства која имају велики број финансијских институција, примарно ангажованих у пословању са нерезидентима; финансијски систем са туђом имовином и обавезама; ниско или никакво опорезивање, изузетно једноставну законску

регулативу, банкарску поузданост, тајност и анонимност.

Поред банкарских активности, оф-шор центри управљају инвестиционим фондовима, компанијама осигурања, и пружају услуге пореског планирања

Последњих година неки ОФС са значајним сумама глобалних међународних финансијских токова и њиховом повезаношћу са другим финансијским центрима својим активностима могу да утичу на финансијску стабилност у многим државама.

Литература

1. Allen, William, OECD, *Statement by the Bahamas to the OECD Forum on Harmful Tax Practices*, (August 30, 1999), OECD, Paris.
2. Ђирић, Александар, 2007, "Мултинационална предузећа и off-shore компаније: субјекти међународног трговинског промета", *Правни Животић*, Год. 56, књ. 512, бр. 12, стр. 113-144 .
3. Errico, Luca and Alberto Musalem, *Offshore Banking: An Analysis of Micro- and Macro-Prudential Issues*, IMF, WP 99/5 (January 1999), Washington.
4. Financial Havens, Banking Secrecy, and Money Laundering, 1998, United Nations.
5. Harmful Tax Competition: An Emerging Global Issue, OECD, Paris.
6. Nestmann, Mark, "When is Tax Competition Harmful?" A-Letter, *The Sovereign Society*, Vol. 1, No. 8 (December 3, 1999), Washington.
7. Report of the Working Group on Offshore Centres, *Financial Stability Forum* (April 5, 2000).
8. Tanzi, Vito and Howell Zee, *Fiscal Policy and Long-Run Growth*, IMF, Vol. 44, No. 2 (June 1997), Washington.
9. Tanzi, Vito, *Globalization and the Future of Social Protection*, IMF, No. WP/00/12 (January 2000), Washington.

¹⁶⁾

V. Tanzi and H. Zee ((June 1997), *Fiscal Policy and Long-Run Growth*, International Monetary Fund Staff Papers, Vol. 44, No. 2.

10. Financial Crimes Enforcement Network, FinCEN Advisory, U.S. Department of Treasury (July 14, 2000), Washington.
11. International Narcotics Control Strategy Report, 1999, Bureau for International Narcotics and Law Enforcement Affairs, U.S. Department of State, Washington, D.C.
12. Towards Global Tax Co-operation: Progress in Identifying and Eliminating Harmful Tax Practices, 2000, OECD, Paris.
13. Report to the 2000 Ministerial Council Meeting and Recommendations by the Committee on Fiscal Affairs, OECD, Paris.