



ISSN 0023-2394  
ISSN 1450-6114  
UDC 657

M52 Часопис националног  
значаја за теорију и њену  
операционализацију

# РАЧУНОВОДСТВО



South Eastern  
European  
Partnership on  
Accountancy  
Development

ЧАСОПИС ЗА РАЧУНОВОДСТВО, РЕВИЗИЈУ И ПОСЛОВНЕ ФИНАНСИЈЕ

♦ др Љиљана ЈОВИЋ  
ЕФЕКТИ ПРОПОРЦИОНАЛНОГ ПОРЕЗА  
У ЗЕМЉАМА У ТРАНЗИЦИЈИ

♦ др Весна МИЛИЋЕВИЋ  
СТРАТЕГИЈСКЕ МАПЕ, КАО ОКВИР  
ЗА МЕРЕЊЕ ПЕРФОРМАНСИ ПОСЛОВАЊА

♦ др Славиша ЂОРЂЕВИЋ  
КОМПАРАТИВНА АНАЛИЗА РЕГУЛАТИВЕ У  
ОБЛАСТИ ПРЕУЗИМАЊА КОРПОРАТИВНИХ  
ПРЕДУЗЕЋА У САД И СРБИЈИ

♦ мр Слађана САВОВИЋ  
ЗНАЧАЈ DUE DILIGENCE-А ЗА УСПЕХ  
ПРОЦЕСА ПРЕУЗИМАЊА ПРЕДУЗЕЋА

## 3-4

# РАЧУНОВОДСТВО

ЧАСОПИС ЗА РАЧУНОВОДСТВО, РЕВИЗИЈУ И ПОСЛОВНЕ ФИНАНСИЈЕ  
ГОДИНА LIII \* Бр. 3-4 \* Београд, март-април 2009.

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. фак. 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. Mięczyślaw Dobija, Poland  
Prof. Frants Butynets, Ukraine  
Prof. Metka Tekavcic, Slovenia  
Prof. Robert W. McGee, US  
Prof. Serdar Ozkan, Turkey  
Prof. Željko Sević, Scotland

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

мр Зоран ШКОБИЋ,

REPARIS - Група за реформу финансијског извештавања  
(Едукација рачуновођа и ревизора у Југоисточној Европи).....3

### ТЕМА БРОЈА

др Љиљана ЈОВИЋ

Ефекти пропорционалног пореза у земљама у транзицији.....6

### ФИНАНСИЈСКО РАЧУНОВОДСТВО

Рада СТОЈАНОВИЋ

Информациони донети консолидованих финансијских извештаја.....18

др Љубица ГАЈИЋ,  
мр Љиљана РАКИЋ

Консолидација финансијских извештаја буџетског рачуноводства .....33

### УПРАВЉАЧКО РАЧУНОВОДСТВО

др Весна МИЛИЋЕВИЋ

Стратегијске мапе као оквир за мерење  
перформанси савременог пословања .....41

### ПОСЛОВНЕ ФИНАНСИЈЕ

др Славиша М. БОРЂЕВИЋ

Компаративни приказ регулативе у области  
преузимања корпоративних предузећа.....49

др Огњан С. АРЛОВ,  
др Синиша Г. РАНКОВ

Добитак пре камате, пореза и амортизације  
као показатељ финансијских перформанси .....59

мр Слађана САВОВИЋ

Значај due diligence-а за успех процеса преузимања предузећа.....70

### МЕЂУНАРОДНЕ ФИНАНСИЈЕ

др Милена ЈАКШИЋ,  
мр Виолеџа ТОДОРОВИЋ

Актуелна кретања у глобалним финансијским токовима.....79

## *Contents*

### **NEWS FROM PROFESSIONAL ORGANISATIONS**

*Zoran SKOBIC, M.Sc.,*

**REPARIS - Group for Financial Reporting Reform  
(Education for Accountants and Auditors in South-Eastern Europe) .....3**

### **THE THEME OF THE ISSUE**

*Ljiljana JOVIC, Ph.D.*

**Effects of the Proportional tax in Transitional Countries .....6**

### **FINANCIAL ACCOUNTING**

*Rada STOJANOVIC*

**Informational Shot-Range of Consolidated Financial Reports .....18**

*Ljubica GAJIC, Ph.D.*

*Ljiljana RAKIC, M.Sc. (Econ.)*

**Consolidation of Financial Reports of Budgetary Accounting .....33**

### **MANAGEMENT ACCOUNTING**

*Vesna MILICEVIC, Ph. D.*

**Strategic Maps as a Framework for Measuring  
Contemporary Business Operations Performances.....41**

### **BUSINESS FINANCE**

*Slavisa M. DJORDJEVIC, Ph.D.*

**A Comparative Review of Regulation Within  
Corporate Entities Take-Over Domain .....49**

*Ognjan S. ARLOV, Ph.D.*

*Sinisa G. RANKOV, Ph.D.*

**Income Before Interest, Tax And Amortization  
as an Indicator of Financial Performances .....59**

*Sladjana SAVOVIC, M.Sc. (Econ.)*

**Importance of Due Diligence Concept  
for Successfulness of Entity Take-Over .....70**

### **INTERNATIONAL FINANCE**

*Milena JAKSIC, M.Sc. (Econ.)*

*Violeta TODOROVIC, M.Sc. (Econ.)*

**Contemporary Trends in Global Financial Flows .....79**

*мр Зоран  
ШКОБИЋ*

## **Reparis – Група за реформу финансијског извештавања (Едукација рачуновођа и ревизора у Југоисточној Европи)**

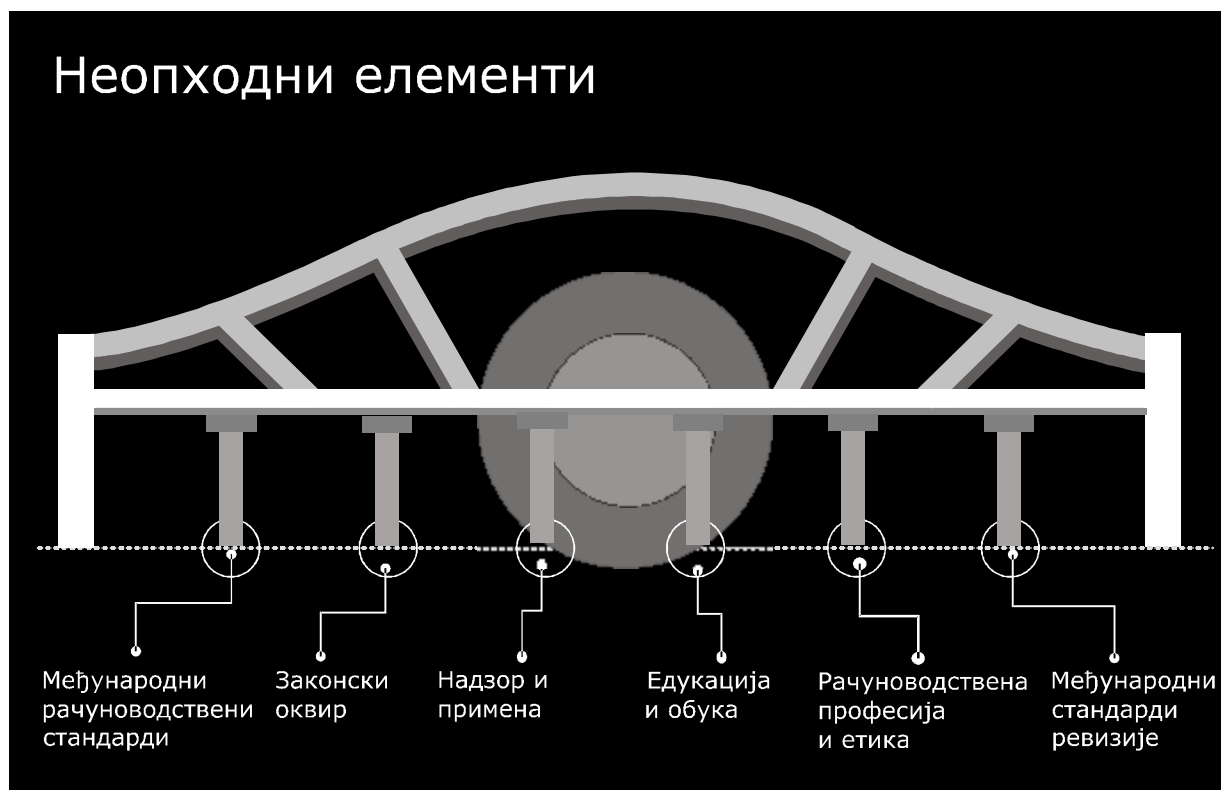
Пут у Европу: Програм реформе рачуноводства и институционалног јачања (*The Road to Europe: Program of Accounting Reform and Institutional Strengthening - REPARIS*) је регионални програм усмерен ка креирању транспарентног

окружења и ефективног институционалног оквира за сврхе корпоративног извештавања у региону југоисточне и централне Европе.

Кључне активности REPARIS програма су усмерене на хармонизацију законског и регула-



*Група фотографија учесника радне седнице REPARIS програма*



торног оквира са праксом Европске уније, развој и јачање релевантних институција и јачање и хармонизацију професионалних и академских програма едукације.

Као глобални носилац пројекта Светска Банка је у оквиру REPARIS и повезаних програма највећи фокус ставила на улогу међународних стандарда у јачању међународне финансијске структуре. У том контексту Светска банка је и била носилац ROSC програма (Извештај о усклађености са стандардима и кодексима) за рачуноводство и ревизију. Управо ROSC извештаји представљају основу за REPARIS иницијативу и систематски приступ програму реформе у области рачуноводства и ревизије.

Први део REPARIS програма је извршен током 2006. године и састојао се из 28 модула који су обрађивали праксу рачуноводствене професије у Европској унији, Међународне стандарде финансијског извештавања и Међународне стандарде ревизије, јавни надзор професионалне праксе и друге актуелне теме из области рачуноводства и ревизије. Свеобухватан закључак је да се успех хармонизације са праксом Европске уније и креирање стабилног финансијског окружења може постићи само успешном имплементацијом и развојем свих елемената стабилног финансијског и инвестиционог окружења.

У наставку REPARIS програма, на радној седници одржаној у Бечу у периоду од 5 до 7 априла

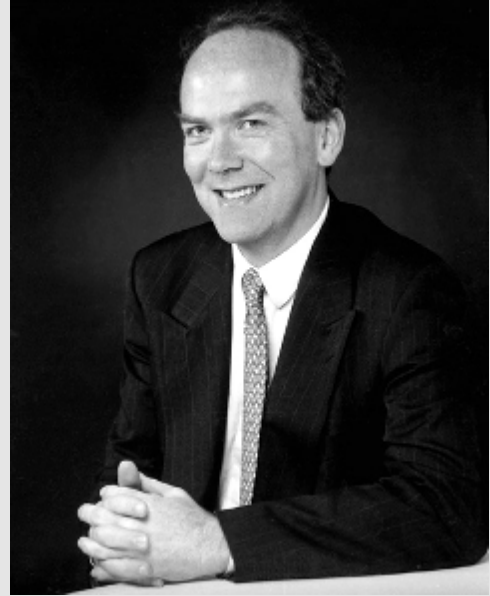
2009. године учествовали су представници професионалних организација, академских институција и државних органа из Албаније, Србије, Црне Горе, Босне и Херцеговине, Молдавије, Хрватске, Македоније и UNMIK Косова. Пажња је преваходно била усмерена на налазе ROSC извештаја односно на негативности и недостатке које су стручни тимови Светске банке уочили током спровођења ROSC ангажовања.

Стручне екипе истраживача који су били ангажовани на ROSC програму изнели су следеће негативне карактеристике уочене у земљама Југоисточне и Централне Европе.

- Недостатак заједничког и свеобухватног приступа рачуноводствено-ревизорској едукацији. Постојање више пројеката који су често међусобно супротни.
- Фрагментирани приступ професионалној едукацији
- Уситњавање и раздвајање професије има вишеструке негативне последице поготово у условима “ограниченог обима и могућности”
- Недостатак повезаности универзитета и професионалних организација
- Слабости у професионалној едукацији резултирају ниским квалитетом ревизије
- Јавни надзор ревизије не постоји или је неадекватан

*“Рачуноводствена професија у региону је, по налазима ROSC тимова фрагментирана при чему постоји недостатак сарадње између академских институција, професионалних организација и државних органа. Која је Ваша препорука за унапређење?”*

“Примећује се појава фрагментације у региону. Управо ово уситњавање и представља највећу препреку унапређењу и хармонизацији. У овим околностима неопходна је блиска сарадња академских институција, професионалних организација и државе, при чему је најбољи репер ове сарадње управо само тржиште. У Великој Британији смо на пример имали случај појаве факултета који су уписивали студенте без икакве провере способности и знања. Професионална тела су брзо реаговала и укинула могућност да лица која су завршила такве факултете стекну професионална звања. Професионалне организације су о томе јавно обавестиле и државне органе као и пословну заједницу. Послодавци су можда и најбрже реаговали тако што су одлучили да неће запошљавати лица која су завршила такве факултете. Државни органи су са своје стране такође спровели адекватне акције. Ово је најефектније решење које међутим захтева постојање чврстог, стабилног тржишта и постојаност тржишних учесника што можда није случај у већини земаља у којим је активан REPARIS програм те је у њима послодавцима и тржишту вероватно потребна већа подршка и сарадња државе”.



*Mark Allison, Извршни директор и руководилац едукације Института овлашћених рачуновођа Шкотске*

- Неопходна су значајна побољшања перформанси рачуновођа/ревизора
- Побољшање закона и усклађивање са најбољим праксама Европске уније
- Након дводневног рада учесници конференције су усвојили следеће закључке у погледу будућих активности REPARIS регионалног програма:
- Потреба професионалне сертификације рачуновођа
- Успостављање чвршће повезаности између академских институција, професионалних тела, државе и пословне заједнице
- Неопходност осавремењавања академских програма
- Неопходност јачег фокусирања на квалитет финансијског извештавања
- Јачање свести јавности о значају улоге рачуновођа
- Неопходност јачања програма континуиране едукације рачуновођа

др Љиљана  
ЛОВИЋ<sup>0</sup>

# Ефекти пропорционалног пореза у земљама у транзицији

## Резиме

*Поред осталих промјена, у процесу транзиције требало је извршити и пореску реформу, а у оквиру ње било је потребно увести пореске облике иманентне тржишном начину привређивања: порез на капитални сток, порез на платни фонд и порез на профит.*

*Реформа пореза на доходак грађана имала је посебан значај, с обзиром на то да се ради о пореском облику којим се опорезују како приходи од рада, тако и приходи од капитала. Овај значај је тим већи с обзиром на чињеницу да се у социјалистичком систему друштвених односа грађани нису сусретали са оваквим видом опорезивања.*

*Овај рад се бави реформом пореза на доходак грађана у земљама у транзицији, а посебан нагласак стављен је на ефекте увођења пореза са пропорционалном стопом чија је основа потрошња током живота.*

## Уводне напомене

Налажење начина на који ће бити ријешено опорезивање дохотка физичких лица представља нимало лак задатак, посматрано са више различитих аспеката.

Социјалистички систем, можемо рећи, тешко да је уопште познавао опорезивање грађана. Убирање пореза од грађана сматрало се друштвено неприхватљивим. Спорадично опорезивање малог броја носилаца самосталних дјелатности, ауторских хонорара и обвезника који су имали друго или треће запослење по веома прогресивним стопама имало је као основни циљ дестимулисање предузетничке активности и значајно диференцирање доходака, односно онемогућавање стварања материјалне елите.

Са друге стране, порез на доходак грађана у свим тржишним привредама је, поред инструмента за обезбјеђивање буџетских прихода, значајно средство редистрибуције. Начин на који се он убира, ширина основице, одабир пореских стопа, круг ослобођења и олакшица сами по себи значајно утичу на корекцију тржишне расподеле.

Јавне финансије тржишних земаља ослањају се на овај порез као значајан извор прихода из којег се финансирају буџетски расходи, па и субвенције социјално-политичког карактера. Из овога проистиче да ће правилан одабир система опорезивања грађана утицати на оба стуба редистрибуције - буџетске приходе и буџетске расходе.

Поред тога, прогресивне пореске стопе, као елемент синтетичког опорезивања грађана, ко-

0) Доцент на Пореској академији Слобомир П Универзитет, Слобомир - Бијељина

ристе се као аутоматски стабилизатори, што значи да би привреде имале моћно средство стабилизације, а да још неискусна влада не мора да предузима никакве конкретне мјере.

Крајем осамдесетих и почетком деведесетих година прошлог столећа, када већина транзиционих земаља креће у реформу пореза на доходак и у западним земљама тржишне привреде постоје разлике у начину опорезивања грађана. Већина европских земаља користи синтетичко опорезивање. САД исто, али са тенденцијом знатно мање пореске прогресије у односу на земље социјалног благостања. Овакво опорезивање, због ширине обухвата и компликованости пореских рјешења, захтјева широку пореску културу и порески морал, као и одговарајуће правне прописе који не само да се прописују него се и примјењују. У земљама у транзицији тек је требало развити све ове институције, њихов развој је захтијевао вријеме, а увођење пореза није се могло одлагати.

Са друге стране, скандинавске земље се окрећу ка поновној цедуларизацији, увођењу дупалног пореза на доходак. Овај порез се одликује оштријим опорезивањем прихода од рада у односу на приходе од капитала. У ситуацији када привреду карактерише низак ниво бруто друштвеног производа и неразвијене институције социјалне заштите, тешко да је и ово било прихватљиво.

Прекопирати било које рјешење из било које земље тржишне привреде није изгледало као здраворазумски избор, а овакво понашање нису ни порески експерти препоручивали. Земље у транзицији су имале другачије друштвено-економске проблеме, за њих су биле карактеристична незапосленост, висока инфлација, пад производње, неке од њих су се сусретале са ратним разарањима, демократски вишепартијски систем и цивилно друштво тек су били у повоју.

Међу носиоцима економске политике такође није било консензуса у овом погледу.

Када се ради о избору система опорезивања, тврде једни, најбоље је да се ове земље одлуче за опорезивање у чијој основици се налази потрошња. Ослонити се на опорезивање код ког је пореска основица потрошња значи дати више подстицаја за формирање домаће штедње и привлачење страних инвестиција, што представља један од горућих проблема ових земаља.

Други аутори<sup>1</sup> сматрали су да је синтетички порез на доходак грађана најбоље рјешење јер омогућава остваривање хоризонталне и вертикалне правичности, ефикасности и неутралности

и може донијети значајне буџетске приходе. Поред тога, правилан избор стопа ће допринијети и савладавању инфлације. Истина је да су трошкови убирања овог пореза виши у односу на друге пореско политичке изборе, али из дугорочне перспективе овај порез је прихватљивији.

Свјетска банка је такође почетком деведесетих дала своје препоруке у смислу да транзиционе земље треба да уведу синтетички порез на доходак грађана са сљедећим карактеристикама:

- пореска основица треба да буде што ширира. Овим порезом треба обухватити све врсте прихода, без обзира на то да ли се они остварују у новцу или натури;
- пореске стопе треба да буду прогресивне. Због административне једноставности потребно је користити мањи број пореских транши, не више од четири;
- горња (маргинална) пореска стопа не треба да прелази висину од 40%.

Овдје су постојала још два значајна ограничавајућа фактора. Транзиционе земље нису имале развијену администрацију која би могла на добровољавајући начин да подржи имплементацију закона.

Склоност ка пореској евазији је била изузетно висока, чему је погодовала криза морала, одсуство одговарајућих законских регулатива и ратна збивања у која су неке од посматраних земаља запале.

### **1. Преглед пореских рјешења**

Без обзира на почетна ограничења и контроверзе, када је у питању опорезивање грађана, транзиционе земље су се углавном определијиле за увођење глобалног опорезивања. Прва га је увела Мађарска у 1989, слиједе Пољска, Србија и Црна Гора које овај порез уводе 1992, а потом и Чешка 1993. Можемо рећи да је за задњу декаду прошлог вијека у већини бивших социјалистичких земаља карактеристично синтетичко опорезивање грађана.

Као посљедица чињенице да оне ипак нису имале довољно капацитета да примјене теоријски чист облик синтетичког пореза, користе више или мање цедуларних елемената. Ови елементи је требало да допринесу упрошћавању административних процедура. Наиме, порез се истина плаћао на доходак као збирну категорију са коришћењем пореза по одбитку као начина аконта-

1) Tanzi, V.,: Fiscal Policy and the Economic Restructuring of Economies in Transition, IMF, Working Papers no.22, 1993.



тивног измиривања пореске обавезе у току године. Сума плаћених аконтација признавала се као порески кредит при подношењу пореске пријаве и рачунању коначне пореске обавезе. Како је ово подношење пореске пријаве по истеку године захтијевало административну способност за обрадом и наплатом пореза и изазивало значајне трошкове за још неку пореску администрацију, земље у транзицији су настојале што више различитих облика прихода подвести под коначна плаћања по одбитку. Најчешће се овако плаћа порез на приходе од рада, односно из радног односа, посебно ако су ово уједно и једини приходи обвезника, те на неке приходе од капитала, прије свега камате и дивиденде. Оваква цедуларизација свакако је нарушавала принцип хоризонталне и вертикалне правичности и изазивала дисторзије с обзиром на то да су неки приходи укључивани у обрачун коначне годишње пореске обавезе, а неки не.

Основица је углавном била широко постављена, обухватајући како приходе од рада тако и приходе од капитала. Дефиниција прихода од рада, слично тржишним земљама, укључује не само плате као новчане приходе, него и неновчана давања, бонусе, награде, дневнице и сл. Иначе, за задњу декаду прошлог вијека карактеристично је да је укупан обим ових неновчаних давања из радног односа био изузетно висок, значајно виши у односу на земље развијене тржишне привреде.

Друго је питање колико су ове земље са неефикасном пореском администрацијом уопште могле успјешно обухватити оваква примања, с обзиром на то да је то тежак задатак и за много оспособљеније пореске органе.

Сљедећа карактеристика синтетичког опорезивања у земљама у транзицији је да се много чешће користи претпостављена умјесто стварне основице, што је опет последица практичних проблема повезаних са рачуноводственим поступцима приликом обрачуна стварне основице. Сам распоред пореских разреда је такође варирао од земље до земље, углавном се ослањајући на висину минималне плате (загарантовани доходак) која је требало да представља егзистенцијални минимум. Постоји још једна заједничка карактеристика за опорезивање дохотка у овом периоду-честе промјене закона.

**Табела 1: Опорезивање дохотка грађана у земљама у транзицији у 2008.г.**

	-	-	-	
	5		4	32%
	4	flat-tax (2006)	1	22%
	3	flat-tax (1994)-33%	2	-15%, -27%(2003)
	2	flat-tax (1997)	1	25
	4		3	40%
	6	flat-tax	1	19%
	2		6	41%
	8		2	38%
	1		6	30%
<sup>2</sup>	11		1	10%
<sup>3</sup>	3		3	15%
	3		3	24%
	3		4	45%
	2		2	18%
	2	flat (2005)	1	15%
	7			
	2	flat (2007)	1	15%, 2009-9%, 2010-9%
	1		4	30%
	2		2	35%
	1		8	40%
	3		4	20%
	5		4	30%
	4		2	25%
	2	flat tax	1	13%
	4		-	20%
	4		6	40%
	5		5	45%

Извор: Grabowski, M., Tomalak, M., Tax Systems Reforms in The Countries of Central Europe and The Commonwealth of Independent State, European Commission, Taxation trends in EU, Data for EU Member States and Norway, 2007, Релевантни закони о опорезивању дохотка за Србију, Црну Гору, Македонију, Хрватску, ФБиХ и Републику Српску.

Добар примјер за илустрацију наведене учесталости је Мађарска, која је и предводник у реформама. Само у периоду 1999-2000. Закон о опорезивању грађана је мијењан шест пута.

2) Од 01.01.2009. примјењује се порез са једном стопом.

3) Од 01.01.2009.г. на снази пропорционални порез са пореском стопом од 8%.

У оквиру ових промјена покушавало се изнаћи и начин како ријешити пореску интеграцију, односно како порески систем учинити стимулативним за привлачење страних инвестиција и формирање капиталних фондова. Неке земље су кренуле са увођењем нижих пореских стопа на приходе од капитала, друге су примјењивале порезе по одбитку као коначну обавезу.

Поред тога, услиједила је оштра кампања у прилог увођењу пореза са пропорционалном стопом одређену верзију Хал-Рабушка (Hall-Rabushka) модела.

Предводнице у оваквим реформама су биле балтичке земље. Прва је овакав порез увела Литванија 1994, увођењем пропорционалног порез на доходак физичких лица и предузећа по стопи од 26%. 2000. ова земља прописује пореско ослобођење на задржану добит чиме се сврстала у земље са јаким пореским подстицајима за привлачење страних инвестиција.<sup>4</sup> Слиједи Летонија (1995), Русија (2001), Украјина (2004), Словачка (2004), Пољска (2004), Грузија (2005), Румунија (2004), Црна Гора (2007).

## 2. Систем јединствене пореске стопе (Flat tax)

У трагању за ефикасним и правичним пореским обликом у домену опорезивања прихода поставило се питање да ли је порез на доходак какав данас познајемо, а који се без обзира на различите моделе и варијанте, заснива на систему свеобухватног дохотка, теоријски досљедна и практично исправна основица за опорезивање.

Основна замјерка дохотку као пореској основици потиче из чињенице да се штедња опорезује два пута:

- једном у моменту када се остваре приходи од рада,
- други пут у моменту када долази до опорезивања прихода од раније оствареног дохотка који је усмјерен у штедњу (приходи од капитала), што носи проблеме везане за економску ефикасност и хоризонталну правичност.

Савремена теорија, а дјелимично и пореска пракса, умјесто дохотка за основицу опорезивања узмају потрошњу.

Ако претпоставимо да је потрошња правичнији основ за опорезивање<sup>5</sup>, поставља се питање

када (временска димензија) и кога (појединце, предузеће или и једне и друге) опорезовати порезима на потрошњу.

При овоме треба имати на уму да се не ради о индиректним порезима, него о субјектном и директном порезу чија је основица (годишња) потрошња, а не цијена купљеног производа. Поред оваквог, субјектног и директног пореза на потрошњу физичког лица, порези на потрошњу могу теретити и предузећа. У суштини, ради се о порезу који терети (приход) доходак, али се као његова величина не узима оно што појединац заради него оно што појединац потроши.

И у оквиру саме потрошње као основице директног опорезивања имамо два модела:

- *стандардни модел*; при њему се штедња не опорезује у моменту њеног формирања, односно штедња се одбија од пореске основице,
- *алтернативни модел*; штедња се изузима од двоструког опорезивања, тако што се од пореске основице одбијају приходи од штедње.

Стандардни модел данас има многе називе као што су: порез на личне расходе (енг. *personal expenditure tax*) *cash-flow* порез, традиционални модел опорезивања потрошње, неограничени одбитак за штедњу (енг. *Unlimited Saving Allowance - USA Tax*), порез на доходак очишћен од штедње (енг. *Saving-adjusted personal income tax*) или на њемачком језику *Sparbereintge Einkommensteuer*.

Практична примјена стандардног модела први пут је имплементирана у Индији и Шри Ланки под разрадом и примјеном од стране Николаса Калдора (Nicolas Kaldor). Ови покушаји, истина, нису били успјешни, али при овоме треба имати на уму да се није радило о примјени чистог стандардног модела него о моделу који је требало да служи као допуна постојећем порезу на доходак. Исто тако, радило се о сложеном моделу којем неразвијене економије у којима је примјењиван нису биле дорасле.

У литератури се овај модел назива Фишер-Калдоров. Основица опорезивања при његовој примјени добија се када се од класичног синтетичког дохотка одузме штедња појединца, због чега се овај порез још зове и порез на доходак умањен за штедњу (очишћен од штедње). Како у основицу не улазе нити капитални добици, нити импутирани доходи, овај порез се своди на *тзв. cash-flow* порез.

4) Процењује се да је реални привредни раст у Естонији око 5,7% од 1995.г.

5) Економисти доказују да су и приход и потрошња ипак несавршени показатељи могућности појединца да партиципирају у јавним расходима. Више о томе Stiglic, J., Економија јавног сектора, Економски факултет Београд, 2004, стр.481.

И као и сваки други модел опорезивања и овај модел има своје тешкоће. Оне се односе прије свега на третман куповине дугорочних потрошних добара - да ли је куповина некретнина инвестиција или потрошња? Ако се ради о инвестицији онда импутирану ренту треба обрачунати као приход, али којим методом је досљедно обухватити?

Други проблем се односи на “квалификоване рачуне”, односно које банковне рачуне третирати као рачуне штедње. Једино што се са сигурношћу у том погледу може рећи је да готовина и депозити по виђењу нису штедња.

Изузев пропалих покушаја у Индији и на Шри Ланки ниједна држава до сада није примијенила овај метод. Сматра се да су разлози за то како фискални тако и административни (ради се о веома сложеном пореском облику), али и они везани за вертикалну правичност која се на овај начин нарушава.

Друга врста директног пореза заснованог на потрошњи назива се алтернативним моделом и подразумијева порез који у основицу не укључује приходе од капитала, дакле, за разлику од стандардног модела који не опорезује штедњу у моменту њеног стварања, овај модел изузима штедњу од опорезивања тако што не опорезује приходе које она одбацује. На овај начин је цјелокупан доходак, укључујући и будуће приходе од капитала, опорезован само једном - у моменту његовог стварања, па се овај модел опорезивања још назива и плаћањем пореза унапријед (енг. *tax prepayment*).

Како се примјеном овог концепта не опорезују приходи од капитала, овај порез у његовом изворном, теоријском смислу, можемо посматрати и као порез на приходе од рада. Најпознатији примјер алтернативног модела је Хал-Рабушка (Hall-Rabushka) порез на расходе.<sup>6</sup>

Уопштено можемо рећи да су особине алтернативног модела опорезивања потрошње по Хал-Рабушки сљедеће<sup>7</sup>:

- *Порез за основицу има приходе од рада*, али с обзиром да се штедња и инвестиције не опорезују ради се о порезу који је заснован на потрошњи појединца у току године. Разлика између овог и класичног пореза на потрошњу је у томе што је пропорционални порез порез који терети доходак у моменту њего-

вог стварања, једном и по ниској стопи, док порез на потрошњу такође терети доходак, такође једном и по ниској стопи, али у моменту његовог трошења;

- *Стопа је пропорционална и јединствена*; најчешће испод 20 процената. На овај начин се рјешава проблем оштрог опорезивања најпродуктивнијег рада и високоприносне склоности предузетништву и преузимању ризика;
- *Постојање егзистенцијалног минимума*; увођење егзистенцијалног минимума чија висина је везана за величину породице (предлагано да породица од четири члана не плаћа порез све док годишњи приходи свих чланова породице не пређу 30000 US долара) представља у ствари социјалну компоненту опорезивања, увођење индиректне прогресије и повећање редистрибутивних ефеката;
- *Елиминација посебних ослобођења и олакшица*; овом мјером не само да се постиже једноставнији систем опорезивања, него се онемогућава коришћење “рупа у закону” од стране посебних интересних група, политичара, лобија и посебно богатијих слојева становништва што утиче и на повећање редистрибутивности укупног пореског система.
- *Елиминација двоструког опорезивања штедње и инвестиција*; на овај начин се онемогућава смањивање пореског терета и стимулисање привредне активности.
- *Опорезивање према територијалном принципу*; напуштање принципа опорезивања према “свјетском дохотку” и опорезивање само дохотка који је зарађен унутар земље доводи до повећане конкурентности домаћих фирми у иностранству.

Аутори у својој аргументацији наводе да увођење једног оваквог пореза доприноси<sup>8</sup>: убрзавању економског раста, повећаном радном напору, интензивнијем формирању капитала, стимулисању предузетничке иницијативе и иновативности, смањењу обима избјегавања плаћања пореза и порасту пореских прихода, јачању цивилног друштва, јачању глобалне конкурентности.

6) Robert E Hall је истраживач на Ховер институту и професор економије Станфорд Универзитета. Члан је америчке академије наука и умјетности. Алви Рабушка, по поријеклу руски Јеврејин, такође је истраживач на Ховер институту у области јавних финансија. Истакао се својим мисионарским радом у земљама Централне и Источне Европе гдје је помагао управо у примјени алтернативног модела пореза на потрошњу-тзв. Flat tax-a.

7) Mitchell, D.,J., A Brief Guide to the Flat Tax, Heritage Foundation No. 1866, July 2005.

8) Модел је створен с циљем да покаже какав порез је потребан америчкој привреди са становишта њених параметара и циљева носилаца економске политике, па се и аргументација аутора заснива на анализи привредних услова у САД.

Табела 2: Flat tax у земљама у транзицији

	.			-	
1994	23 <sup>1</sup>	.	,	( - )	23,
1995	25	.	,	-	15
1994	32 <sup>2</sup> 15 <sup>3</sup>	.	'		15 (19 - )
2005	16	.	'		16
2001	13	.	'	( )	24
2004	19	,	.	-	19 ( )
2004	13	.	'		25

1 22% у 2007, 21% у 2008, 20% у 2009

2 од 01.07.2006. 275, од 2008- 24%

3 Сnižена стопа од 15% односи се на доходак од дивиденди, опорезивих камата, накнада, најамнине и капиталне добитке, доходак од спорта, умјетничких и естрадних активности, доходак од слободних занимања, осим оних које се воде према посебном сертификату и одређене облике пензија и примања по основу животног осигурања

**Извор:** Блажић., Х.; *Упоредни порезни системи-опорезивање дохотка и добити*, стр.115.

Поред тога аутори тврде да *Flat tax* побољшава и правичност у опорезивању. Наведену тезу аутори бране чињеницом да постојећи систем у Америци оштрије опорезује плате у односу на доходак предузећа, што представља оптерећење које пада на терет већине Американаца (и бирачког тијела). Анализе су показале да ће увођење пропорционалног пореза по јединственој стопи довести до блажег оптерећења нижих и највиших слојева друштва. На крају крајева, закључују аутори, ако неко и буде сносио већи порески терет, онда то свакако неће бити најугроженији грађани који су на самом дну или при дну доходне лествице.<sup>9</sup>

Идеја о увођењу једног оваквог пореза јавила се 1981. са препоруком за примјену у САД. Када су републиканци поново преузели контролу над америчким Конгресом 1995. ова идеја је поново оживљена. До гласања о оваквом пореском зако-

ну у САД никада није дошло, али је на другом крају свијета у бившим комунистичким земљама дошло до реформи пореских система које су биле, ако не идентичне, онда веома сличне Хал-Рабушкином приједлогу.

Без обзира што се наводе као државе Flat tax-а, можемо, ако погледамо податке из приложене табеле, видјети да ниједна од наведених земаља нема порез са пропорционалном стопом какав прописују Хал и Рабушка.<sup>10</sup>

Ни у једној земљи нема правога cash-flow пореза, односно ниједна не прописује једнократни отпис, осим Естоније која га примјењује само у оквиру пореза на доходак код самосталне дјелатности.

Исто тако, ни у једној земљи нису приходи од капитала потпуно изузети од опорезивања. Према изворном моделу, доприноси за пензије које уплаћује послодавац не опорезују се, а касније се

9) Видјети Hall, R.,E., Rabushka, A., *The Flat Tax*, 2nd Edition, Hoover Institution Press, Stanford, 1995.

10) Блажић, Х., *Упоредни порезни системи опорезивање дохотка и добити* - Економски факултет у Ријеци, Ријека 2006, стр.116.

порески обухватају пензије које се исплаћују из ових пореза. Ниједна земља не слиједи ни ово правило. Нестандардне олакшице су једино укинуте у Словачкој и Румунији. И на крају, стопе пореза на добит су уједначене са јединственом пропорционалном стопом само у Естонији и Словачкој.

### 3. Колико је примјењено рјешење успјешно

С обзиром на то да примјена пропорционалног пореза у неким од посматраних земаља траје већ више од десет година на овом мјесту бисмо могли направити и критичку анализу његове примјене. Видјели смо да порез који се примјењује у овим земљама има мало заједничког са теоријским Хал-Рабушка моделом, иако су ови аутори били најјачи протагонисти његове примјене у источноевропским земљама. Овдје ћемо тестирати неке од њихових аргумената.

Први међу њима је да поједностављено пореско рјешење са ниском пореском стопом доводи до раста учешћа пореских прихода у бруто друштвеном производу (Лаферов закон).<sup>11</sup>

Овдје видимо да највеће учешће прихода од опорезивања грађана према БДП у транзиционим земљама има Литванија која од 1995. примјењује опорезивање јединственом стопом али, мора се признати, према знатно другачијем концепту у односу на теоријски модел. Стопа је врло висока - 25%, при томе су у примјени бројна ослобођења и олакшице, док порез којим се опорезује добит предузећа има много нижу стопу - 10%. У приказаној табели слиједи Мађарска (6,6) и Словенија (6). Ове земље примјењују синтетичко опорезивање.

Земље које показују најмање учешће међу посматраним земљама су Словачка и Румунија. Код њих је у примјени порез са пропорционалном стопом. Из овога би се могао извући општи закључак да примјена неког одређеног система опорезивања није довољан фактор који ће утицати на висину прикупљених прихода. Величина прикупљених прихода зависиће и од других фактора, међу којима су од посебног значаја развијеност привреде и успјешност у примјени пореских закона.

Сличне ефекте можемо видјети и у сљедећој табели. Овдје је посматрано учешће пореских

**Табела бр 3: Приходи од пореза на доходак грађана према БДП у одабраним транзиционим и земљама тржишне привреде (2005)**

	15.6	6.6
	10.5	6
	10.4	5.8
	9.9	5.6
	8.6	5.1
	7.3	4.6
	7.3	3.9
	7	3.8
	6.8	3.1
	6.7	3
	2.4	2.8

Извор: Taxation trends in EU; Data for EU Member States and Norway, European Commission, 2007.

прихода у БДП у годинама непосредно након увођења пропорционалног пореза.

У посматраним земљама је само у Летонији дошло до пораста јавних прихода у години непосредно након увођења, да би затим ово учешће у наредним годинама имало тенденцију пада.

Русија бильежи значајан раст прихода након увођења овог пореза, али успјех пореске реформе треба захвалити и доласку предсједника Путина на власт и разрачунавању са организованим криминалом.

Други показатељ који је посматран односи се на аргумент да ниско пореско оптерећење и административно - технички једноставно пореско рјешење погодује привлачењу страних инвестиција, а тиме и расту друштвеног бруто производа.

Ниско и опадајуће пореско оптерећење свакако погодује инвестирању. Међутим, према анализама и подацима Европске банке за обнову

11) Према Ownes, J., Fundamental Tax Reform: an International Perspective, OECD 2006, стр.19., постоји каузална веза између смањења пореске стопе пореза на доходак и смањења укупних пореских прихода. Наиме, уочено је да све земље код којих је пад пореских прихода у односу на БДП виши од 2% извршиле значајно смањивање пореских стопа пореза на доходак физичких лица што доводи у питање емпиријску потврду Лаферовог закона.

Табела бр 4: Пореска стопа и кретање пореских прихода у БДП у годинама након увођења пропорционалног пореза

			91-95	99-02	03	05	( . )	
	1994	15	7.1	7.4	6.6	7	4.8	
	1997	25	5	6	5.8	5.8	4.3	
	2004	19	5.5	3.5	3.3	2.8	13.9	
	2005	16	7.2	7.3	2.9	2.4	21.4	
	1994	22	7.1	7.4	6.6	5.6	6.9	
	2001	13	2.3	2.1	2.9	2.9	14.8	
	2003	13	3.2	4.2	5.1	3.8	15.08	

Извор: Grabowski, M., Tomalak, M., *Tax Systems Reforms in The Countries of Central Europe and The Commonwealth of Independent States*, Tabele 17.18.19; *Taxation trends in EU; Data for EU Member States and Norway*, European Commission, 2007.

и развој<sup>12</sup>, стране директне инвестиције се јављају најчешће у процесу приватизације, али овај прилив је, ипак, највећи у земљама које су се већ прикључиле ЕУ, највише због *тзв. greenfield* инвестиција.

Највише страних инвестиција је отишло у балтичке и земље бившег СССР-а гдје су и најзначајнија налазишта природних ресурса, прије свега гаса и нафте. Балканске земље и друге земље које немају налазишта сировина биљеже значајно нижи прилив страног капитала. У 2006. години за наредни петогодишњи период стручњаци ЕБРД-а очекују пораст оваквих инвестиција у Бугарској, Хрватској и Румунији, усљед помјерања инвестиционог тока крупног капитала од централноевропских ка овим земљама. Међутим, извјештај о транзицији из 2008. наводи да је већ у октобру 2008. било јасно да је кредитној експанзији дошао крај, те да рестриктивнијим приступом тржиштима капитала треба очекивати даље смањивање прилива страних инвестиција у транзиционе земље.<sup>13</sup>

С друге стране, у многим је земљама примјећен и значајан одлив у капиталном билансу и то као посљедица инвестирања ван земље локалних компанија које су у страном власништву. Овакве тенденције су се у значајнијем обиму ис-

пољиле у току 2005. у Азербејџану и Казахстану. Почетак 2009. означио је најаву затварања фабрика Ситроена и Пежоа у Чешкој и Словачкој. Тек треба да се види да ли ће препоруке ММФ о глобално координираној фискалној акцији и закључци са самита ЕУ крајем фебруара 2009. ублажити нарастајући протекционизам који свакако не погодује приливу страног капитала у бивше социјалистичке земље.

Колико (мало) прилив страних инвестиција у посматране земље има везе са системом опорезивања дохотка (предузећа и физичких лица) можемо видјети и на сљедећем графикону (Слика 1). Овдје су приказане земље које су привукле највише и најмање страних инвестиција у периоду 1989-2005. Све оне примјењују синтетичко опорезивање, при чему је примјетно да су дивиденде блаже опорезоване.<sup>14</sup>

Као закључак може се рећи да, иако погодује страним инвестицијама, емпиријски подаци показују да њихов прилив у земље у транзицији не показује корелацију са врстом и висином пореза.

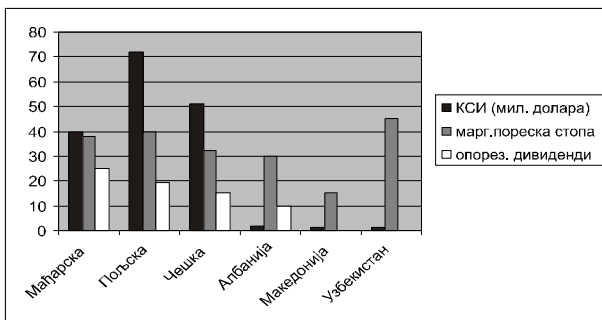
Значајнији је утицај непореских чинилаца, прије свега политичке стабилности - свакако да није исто понудити порески рај у Монаку и у Грузији. На крају крајева, пореска политика може само пружити подстицај за одређену економску

12) EBRD Transition report, London, May 2006.

13) EBRD, Transition Report, 2008.

14) Овакав концепт се у литератури често назива квази-глобалним јер изузимање или блаже опорезивање одређених прихода представља одступање од чисто теоријског концепта глобалног пореза на доходак гдје се сви приходи збрајају и опорезују истом (прогресивном) пореском стопом.

**Слика 1: Транзиционе земље са највишим и најнижим приливом страних инвестиција (EBRD 2006)**



Извор: Transtion Report, 2006.

активност, а да ли ће до ње и у ком обиму доћи, зависи много више од ширих системских фактора.

Сљедећи аргумент заговорника пропорционалног пореза је да поједностављено пореско рјешење доводи до смањивања утаја пореза и до раста спремности на добровољно плаћање.

Међутим, фактори који доводе до утаје пореза су бројни<sup>15</sup>: висина укупног фискалног оптерећења, висина пореске стопе, сложеност пореза и редистрибутивност цијелокупног пореског система, перцепција грађана о правичности опорезивања, доходовна неједнакост, интензитет регулације, стабилност законских рјешења и степен спроводљивости закона, морални судови у односу на сиву економију и сл.

Тако је анализа балтичких земља, Летоније и Естоније које су увеле пропорционалан порез са широком основицом и ограниченим бројем изузетака посебно интересантна у овом смислу.<sup>16</sup> Летонија има прилично једноставан и стабилан порески закон који се базира на пропорционалној стопи од 25%. Ова пореска стопа није мијењана од 1995, када је уведена.

Број прихода изузетих из опорезивања изузетно је сужен, не постоји никакво диференцирање пореског оптерећења по категоријама појединих прихода. Ослобођења и олакшице сведене су на низак егзистенцијални минимум, који износи око

36 евра годишње. Ово је резултирало системом са широком базом и ефективном пореском стопом која је нешто мало испод 19%. Овакав релативно прост порески закон требало је да, поред ниских трошкова плаћања, доведе и до великог степена спремности пореских обвезника да плате порез.

Међутим, није дошло до смањивања сиве економије. Ниво добровољности плаћања пореза изузетно је низак и према процјенама из поменуте студије износи негде око 45%, што је неупоредиво ниско, с обзиром на то да се ова величина у другим земљама ЕУ креће око 76%. Овдје се може, не без разлога, ставити примједба да је пореска стопа у Литванији релативно висока и да и други фактори у транзиционим економијама имају значајан утицај у овом смислу. Ово су примјетили и аутори поменуте студије и поређења ради, анализирали и Естонију.

Естонија такође има *Flat tax*, са номиналном пореском стопом од 23% и веома једноставним пореским законом.<sup>17</sup> Оваква номинална стопа одговара ефективној стопи од око 21%. Степен добровољности плаћања пореза је, без обзира на то што закон није битно мјењан, значајно варирао са сталном тенденцијом пада, од 60,07% у 1996, до 55,73% у 2003.г.

У исто вријеме, друге посматране земље као што су Француска, Њемачка и Холандија, које имају изузетно сложена пореска рјешења у оквиру опорезивања дохотка физичких лица, те много веће маргиналне и ефективне пореске стопе, показују стабилну и високу стопу спремности пореских обвезника да плаћају порез.<sup>18</sup>

Аутори ове студије на крају закључују да упрошћени порески закон са релативно ниском пореском стопом није гаранција ни пораста пореских прихода, нити смањења пореске евазије.<sup>19</sup> Изгледа да је много вјероватније да ће повећању спремности на плаћање пореза допринијети комплекснији порески закон, у који су уграђена значајна ослобођења и олакшице, у складу са конкретним условима окружења и испољених преференција грађана, дакле, системи какве срећемо у европским економијама благостања.

15) Schneider, F., Shadow Economies and Corruption All Over The World: What Do We Really Know, CESifo Working Paper No. 1806, September 2006., p.6.

16) Christie, E., and Holzner, M., What explains Tax Evasion? An Empirical Assessment Based on European Data, Weiner Institut fur internationale Wirtschaftsvergleiche, Juni 2006, стр. 20-26.

17) У 2007 ова стопа је смањена за један процентни поен и износи 22%. Видјети Taxation trends in EU; Data for EU Member States and Norway, European Commission, 2007, стр.144.

18) Сјетимо се да Холандија има у свијету јединствен систем опорезивања дохотка, тзв.систем боксова који представља посебну варијанту дуалног опорезивања.

19) Не постоје јасни емпиријски докази да се однос пореска стопа/прикупљени порески приходи креће према Лаферовој кривој.

Ово доприноси редистрибутивности пореског система и задовољавању перцепције о правичности.<sup>20</sup>

Поред тога, неки аутори<sup>21</sup> сматрају да комплексна пореска рјешења која захтијевају пореско авансирање и подношење пореске пријаве са собом носе и могућност да обвезници остваре додатне олакшице, па и повраћај значајнијих сума уплаћених аконтација ако поднесу пореску пријаву. Неки од обвезника ће подношење пријаве сматрати малтретирањем, док ће други ипак радије остварити легалну пореску уштеду, него да ризикују да буду ухваћени у пореском прекршају и кажњени због тога. Крајњи ефекат би требало да буде већи обим добровољног плаћања пореза и смањивање пореске евазије.

Овдје ћемо изложити резултате једне друге студије која исто тако поткрепљује тезу да поједностављено пореско рјешење не доводи нужно и до пораста прихода од пореза на доходак грађана, а ни до смањења обима сиве економије. Ради се о студији која је анализирала ефекте *Flat tax*-а у Украјини.<sup>22</sup>

Украјина је вођена искуством других земаља, прије свега Русије, у 2003. години замијенила прогресивни порез на доходак грађана маргиналном пореском стопом од 40% са *Flat tax*-ом са широком пореском основицом и пореском стопом од 13%.

Већ у 2004. долази до значајног пада наплаћених прихода од пореза на доходак. Ефекти смањења сиве економије показали су се само код великих пословних система у услужном сектору, који се традиционално ослањају на радно интензивно пословање.

Међутим, за пораст обима пријављених плата у овом сектору треба захвалити најприје чињеници да се ради о високим дохоцима чије ефективно оптерећење је услед снижавања пореске стопе значајно опало, него о чињеници да се ради о значајном стимулативном ефекту на смањивање пословања у зони сиве економије.

Крајњи ефекат реформе, насупротив очекивањима, била је редистрибуција средстава од државе ка фирмама, посредством пореског система, што је омогућило исплату већих нето плата запосленима, у односу на период прије реформе.

Сматра се да неуспјех реформе почива на неколико узрока. Први је чињеница да су услови на тржишту рада такви да је преговарачка снага радника мала и да структуру плата одређују послодавци вођени само жељом да максимизују нето ефекат свог пословања. Поред тога, у економијама као што је ова са значајним структурним поремећајима, смањење пореске евазије у већим размјерама могуће је постићи једино увођењем оштријег кажњавања за пореске утаје, као и јачањем пореске администрације, у смислу јачања њених капацитета за надгледање пореског поступка.

Аргумент аутора везан за редистрибутивне циљеве и вертикалну правичност у друштву представља и један од најоспораванијих. Ради се о томе да највећу корист од увођења једне јединствене пореске стопе имају најбогатији слојеви друштва. Ово услед два разлога:

- прво, индиректна прогресија која подразумева пропорционалну пореску стопу највише ефекте има при дну доходне лествице да би са растом дохотка прогресија прешла у пропорционалност<sup>23</sup>;
- друго, уколико би земља умјесто пропорционалног увела синтетички порез на доходак, сама основица била би шира (свеобухватни доходак по дефиницији укључује и приходе од капитала), док би и маргинална пореска стопа била такође виша од стопе *Flat tax*-а која је по дефиницији ниска и пропорционална.

Да би се надокнадио овај недостатак везан за редистрибуцију дохотка и вертикалну праведност у друштву, аутори су предвидјели повећање неопорезивог минимума. Како ову олакшицу уживају најсиромашнији чланови друштва, као највећи губитник и онај који сноси највећи дио пореског терета приликом увођења овог пореза јавља се средњи слој становништва.

Симулација ефеката увођења Хал-Рабушка модела у САД<sup>24</sup> показала је да би прелазак на овај вид опорезивања значајно смањио укупну прогресивност пореског система. При томе би највећи добитак остварили они који располажу са 1% највишег дохотка. Њихова просјечна пореска стопа би била умањена за неких 7%. Сличне користи имали би и они који се налазе на самом дну

20) Christie, E., Holzner, M., op.cit. стр.40.

21) Andreoni J., Erard, B., Feinstein, J., Tax Compliance, Journal of Economic Literature, Volume 36, Issue 2, June 1998.

22) Olinyk, A., Koziarivska, L., Effects of The 2004 Personal Income Tax System Reform on The Shadow Sector in Ukraine, WP. N. 06/08, EREC-Economics Research Network Russia and CIS, Economics Education and Research Consortium, Moscow, 2006.

23) Видјети графикон бр.1. у Блажић, Х., op.cit., стр.48.

24) Ibid.,стр.90.



пореске љествице, док би најшири слој пореских обвезника, а који представља и основу бирачког тијела, поднио највећи порески терет. Можда је ово и прави разлог због чега у САД никада није ни дошло до гласања за овакав порез.

Нешто другачији закључак можемо извести ако посматрамо хоризонталну правичност. С обзиром на то да се примјеном синтетичког концепта доходак опорезује два пута - у моменту његовог стварања и у моменту трошења прихода које он доноси од улагања уштеђеног дохотка у профитабилне активности, са становишта цјеложивотне перспективе пропорционални директни порез на потрошњу је правичније рјешење.

Међутим, овдје наводимо како професорица Блажић завршава расправу о супериорности доходног и потрошног концепта опорезивања са аспекта хоризонталне правичности: „*Очито је да је истицање било којег концепта као супериорног са аспекта хоризонталне праведности двојбено.... година је очито прекратко раздобље, али се читав живот чини предугим за уобичајену перцепцију праведности*“<sup>25</sup>.

На крају, иако је *Flat tax* регресиван порез, нити теорија нити пореска пракса нису доказали да он има стимулативно дејство на понуду рада, ефекти на штедњу, посебно у транзиционим земљама, такође су дискутабилни, услед ниског нивоа дохотка и неповољне доходне структуре становништва (с обзиром на либерализацију капиталних токова поставља се питање гдје би се ова штедња инвестирала), док се обим инвестиција, поновимо, не може искључиво везати за пореске подстицаје.

Рецимо и да земље које су увеле овај порез билеже раст индекса запослености и БДП, али треба имати у виду на ниску базу за рачунање и чињеницу да је само 13 земаља превазишло претранзициони ниво БДП, а неке од њих су тек прешле половину БДП из 1989.<sup>26</sup>

### Умјесто закључка

Видјели смо да нема јасних емпиријских доказа да ће примјена ниског пореског оптерећења довести до раста прихода од пореза. Владе земаља које годинама билеже ниске јавне приходе неминовно ће се наћи у ситуацији свеопштег социјалног колапса и сиромаштва, што ће имати и дубље импликације на читаво друштво. Хрватска је

примјењивала овакав порез у периоду од 1994. до 2001, када је прешла на синтетички систем опорезивања. Данас је Хрватска земља са израженим државним дефицитом.

Ситуацију погоршава чињеница да је крајем 2008. и почетком 2009. глобална финансијска криза прерасла у свеопшту економску рецесију.

Суочене са падом агрегатне тражње, велике економије се посредством буџетских расхода окрећу једној новој врсти протекционизма. Помажу домаће индустријске гране под условом да се обавезу да ће субвенције искористити на националној територији, дају средства за ликвидност домаћим банкама, уз услов да се та средства не користе за помоћ страним филијалама.

Оживљавају елементи кејнзијанске антицикличне политике, па велики економски системи као што су САД, Њемачка, Британија, Јапан, Русија најављују покретање великих инфраструктурних пројеката. Смањују се пореске стопе, повећавају социјални трансфери становништву. САД најављује коктел стимулативних мјера у 2009.г у износу од 9% БДП!!!

Имајући ово у виду, овдје се треба запитати шта у борби са кризом могу да ураде земље у транзицији, посебно оне које су већ своје пореско оптерећење значајно смањиле и које не могу даље снижавати пореске стопе као што је мало вјероватно код оних које примјењују пропорционални порез. Ово питање се односи посебно на оне које су већ потрошиле средства од приватизације и/или формирале буџетске дефиците, па немају средстава на основу којих могу вршити стимулативне расходе.

Бугарска је, на примјер, приступила смањивању доприноса<sup>27</sup>, надајући се да ће смањивањем оптерећења за 7,5% са 31,3% на 23,8% сачувати 130 000 радних мјеста.

Међутим, овакво рјешење тешко је примјенљиво на земље у транзицији које већ имају пренапрегнут систем међугенерациске расподеле. Република Српска је сетом закона који су у примјени од јануара 2009. године прешла на систем пропорционалног пореза, али и нови начин обрачуна доприноса. Послодавци се жале да су њихови издаци на име пореза на доходак и доприноса на лична примања запослених услед примјене бруто основице порасли за преко 2%.

25) Ibid., стр. 89.

26) EBRD, 2006.

27) Angelov, G., Djankov, S., Tax Stimulus and Crisis Response, Јануар 2009, доступно на [www.crisistalk.worldbank.org](http://www.crisistalk.worldbank.org)

*Литература*

1. Andreoni, J., Erard, B., Feinstein, J., *Tax Compliance, Journal of Economic Literature*, Volume 36, Issue 2, June 1998.
2. Angelov, G., Djankov, S., *Tax Stimulus and Crisis Response*, januar 2009, dostupno na [www.crisis.talk.worldbank.org](http://www.crisis.talk.worldbank.org).
3. Блажић, Х., *Упоредни порезни системи опорезивање дохотка и добити*- Економски факултет у Ријеци, Ријека 2006.
4. Christie, E., and Holzner, M., *What explains Tax Evasion? An Empirical Assessment based on European Data*, Weiner Institut fur internationale Wirtschaftsvergleiche, Juni 2006.
5. Hall, R., E., Rabushka, A., *The Flat Tax*, 2<sup>nd</sup> Edition, Hoover Institution Press, Stanford, 1995.
6. Mitchell, D., J., *A Brief Guide to the Flat Tax*, Heritage Foundation No. 1866, July 2005.
7. Olinyk, A., Koziarivska, L., *Effects of The 2004 Personal Income Tax System Reform on The Shadow Sector in Ukraine*, WP. N. 06/08, EREC-Economics Research Network Russia and CIS, Economics Education and Research Consortium, Moscow, 2006.
8. Owens, J., *Fundamental Tax Reform: an International Perspective*, OECD 2006.
9. Stiglic, J., *Ekonomija javnog sektora*, Ekonomski fakultet Beograd, 2004.
10. Schneider, F., *Shadow Economies and Corruption All Over The World: What Do We Really Know*, CESifo Working Paper No. 1806, September 2006.
11. Tanzi, V.: *Fiscal Policy and the Economic Restructuring of Economies in Transition*, IMF, Working Papers no.22, 1993.
12. *Taxation trends in EU; Data for EU Member States and Norway*, European Commission, 2007.
13. *Transition report, EBRD, London, May 2006*.
14. *Transition report, EBRD, London, 2008*.

Рада  
СТОЈАНОВИЋ<sup>0</sup>

## Информациони домети консолидованих финансијских извештаја<sup>1</sup>

### Резиме

Многа правна лица су мотивисана економским, правним, пореским и другим чиниоцима да послују у околностима матично–зависних односа. Та појава је нарочито изражена у земљама у транзицији код којих се приватизација у домену привреде налази у завршној фази. Потенцијални инвеститор када сагледава оправданост улагања у неко од правних лица обухваћених консолидовањем жели да има увид у пословање укупног економског ентитета, односно групе. Основни циљ консолидованих финансијских извештаја јесте да обезбеде информацију о финансијском положају и финансијској успешности економске групе која не представља правни субјекат, већ економску целину сачињену од матичног, зависних, придружених правних лица и лица са заједничким улагањем. Услов за сачињавање консолидованих финансијских извештаја је постојање контроле над најмање једним зависним правним лицем од стране матичног правног лица. Пошто се финансијски извештаји групе не могу представити једноставним сабирањем појединачних финансијских извештаја правних лица обухваћених кругом консолидовања, из консолидованог биланса се елиминишу последице интерних пословних трансакција чланица у оквиру групе, те се на тај начин група посматра као посебна економска целина којој синергија чланица даје специфичне квалитативне карактеристике.

### 1. Уводно разматрање

Реч консолидовање потиче од латинске речи *consolidatio* – утврђивање, утврђење, сређеност дугова<sup>2</sup>, односно *consolidare* - сјединити у целину. Консолидовани биланс представља биланс субјекта "заједничког интереса"<sup>3</sup> у коме су фи-

нансијски положај и пословни резултат заједничког интереса-групе приказани тако да заједнички интерес представља јединствену економску целину. Приликом састављања консолидованог биланса привидно се занемарују правна и економска самосталност субјеката који чине групу обухваћену консолидовањем.

0) Уредник издања за континуирану едукацију, "Рачуноводство", д.о.о Београд

1) Рад је преузет, са незнатним изменама, из зборника радова XXXVII симпозијума на Златибору 2006. године

2) Милан Вујаклија: Лексикон страних речи и израза, "Просвета", Београд, 1977.

3) Група аутора: Лексикон рачуноводства и пословних финансија, друго допуњено издање, Савез рачуноводствених и финансијских радника Србије, Београд, 1983.

Терминолошки треба разликовати *консолидовање од консолидације*.

Консолидација (lat. *consolidatio*) у америчкој литератури означава интегрисање двају или више субјеката, који се на основу споразума односно уговора спајају у нови пословни субјекат. Нови пословни субјекат преузима средства и изворе средстава субјеката чија се консолидација врши. Акционари појединачних субјеката после консолидације постају акционари новог субјекта. Битна карактеристика консолидације јесте да је њена последица настајање нове правне и економске целине, док се код консолидовања финансијских извештаја саставља финансијски извештај о пословању економске целине - групе субјеката, која нема правни субјективитет. У свакодневном изражавању консолидовање се често користи за означавање стабилизовања и учвршћивања стања или позиције неког лица, одређене групе или институције<sup>4</sup>.

У економској теорији и стручној литератури термин *консолидовање* се користи у различитим значењима, на пример у науци о финансијама означава ограничавање и елиминисање дефицита у пословању привредних друштава; у банкарству исти термин означава спајање више зајмова, са различитим условима плаћања, у нови зајам; у науци о економији предузећа термином консолидовање се означава трансформација обавеза у сопствени капитал, или у дугорочни зајам, као и спајање појединачних финансијских извештаја правних лица која поседују правну самосталност, а економски припадају једној групи, у заједнички биланс, односно финансијски извештај групе.

Тема овог рада је, пре свега, усмерена на консолидовање финансијских извештаја и информациону способност консолидованог финансијског извештаја.

## **2. Појам консолидовања и међународна регулатива као инструмент стандардизације консолидованих финансијских извештаја**

Консолидовање финансијских извештаја представља извештавање о пословању групе као целине, односно система који је изведен из појединачних финансијских извештаја чланица групе као самосталних подсистема.

Настанак и појава консолидованих финансијских извештаја историјски се везује за крај 19. и почетак 20. века, када долази до концентрације

капитала, односно повезивања пословних субјеката путем куповине власничких хартија од вредности других компанија, односно до формирања *концерна*. Целине повезане на тај начин представљају економске целине сачињене од једног доминантног привредног друштва и једног или више правно самосталних друштава повезаних финансијски са матичним друштвом. Новонастале економске целине, вођене јединственом управом поседују сопствене циљеве и интересе изнад појединачних циљева и интереса чланица целине.

Управи сложеног интереса за доношење управљачких одлука потребне су информације о функционисању целине, које чине садржај консолидованих финансијских извештава. Према томе, у изворном облику консолидовани финансијски извештаји нису производ законске принуде, већ потребе врховне управе сложеног интереса за реалним исказивањем имовине и резултата економске групе.

У оквиру развојног пута консолидованих финансијских извештаја чијим дефинисањем су се готово читав век бавили представници рачуноводствене професије, берзанских управа, адвокатских удружења и државних одбора за законодавство, јасно се издвајају два периода. Један период се односи на време до доношења Седме директиве ЕУ (13. јул 1983), а други на време после доношења наведеног акта.

### *2.1. Консолидовани финансијски извештаји до Седме директиве ЕУ*

Сматра се да је колевка консолидованих финансијских извештаја САД, где су се јавили први консолидовани извештаји 1886. године, а њиховим оснивачем се сматра А.Л.Дикинсон.<sup>5</sup> Иако је, као што видимо, веома рано уочена потреба за сачињавањем и објављивањем консолидованих финансијских извештаја, њихово нормативно регулисање није пратило наведене потребе. Нормативно регулисање консолидованих финансијских извештаја вршено је од земље до земље на различите начине и у различитим периодима.

У САД, обавеза консолидовања финансијских извештаја је установљена 1917. године на основу одредаба пореског закона (давањем могућности да се обавеза за порез на профит кор-

4) Др Јован М. Ранковић, Консолидовани годишњи закључак, Економски факултет у Београду, 1994.

5) А. Л. Dickinson је први пласирао идеју да биланси концерна почивају на "реалности концерна као једног предузећа".

порација плаћа на основу добити исказане у консолидованом извештају успеха).<sup>6</sup>

Обавеза састављања консолидованих финансијских извештаја у Енглеској је установљена 1939. године, када је Лондонска берза донела одлуку којом се котирање нових акција холдинг компанија условљава објављивањем консолидованих биланса.<sup>7</sup>

У Немачкој и у осталим земљама континенталне Европе литература и пракса у вези са консолидованим извештајима биле су под утицајем САД и Енглеске. У Немачкој, од двадесетих година двадесетог века па све до 1965. године, када је донет Закон о акцијама који прописује обавезу састављања консолидованог финансијског извештаја, консолидовани извештаји су састављани за интерну употребу, а објављивани су у ретким приликама.

У Француској је професија по угледу на Енглеску давала предлоге о консолидовању, али у пракси ти предлози нису примењивани у великој мери услед споријег темпа концентрације капитала у привреди и споријег развоја финансијског тржишта које условљава повезивање предузећа преко учешћа и јединствене управе. Законска обавеза састављања консолидованих извештаја утемељена је по први пут у Француској, 1967. године, *Декретом о трговачким друштвима* бр. 67-266.<sup>8</sup>

У Швајцарској, као и у Холандији, консолидовани биланс, као важан инструмент управљања концернима користи за интерне потребе без инсистирања законодавстава ових земаља на обавезности њиховог састављања и објављивања.

У Шведској је употреба, односно састављање консолидованих извештаја вршено на добровољ-

ној бази до 1948. године, када је донет Закон о акцијама којим се прописује обавеза састављања консолидованих извештаја.

На нашим просторима консолидовани извештаји су обрађивани само као наставне јединице на факултетима, до 1976. године, када је донет Закон о књиговодству ("Сл. лист СФРЈ", бр. 58/76), којим је прописана обавеза састављања тзв. збирних и консолидованих биланса<sup>9</sup>. Збирни консолидовани биланси су састављани преваходно за потребе надлежног државног органа.

## 2.2. Консолидовани извештаји после усвајања Седме директиве ЕУ

Посматрање европске привреде као јединственог тржишта озваничено је 1957, Римским уговором, који је условио потребу за уједначавањем националних законодавстава држава-чланица ЕУ, као и држава које географски и економски гравитирају ка ЕУ. Резултат активности уједначавања законодавстава европских земаља је појава директива које се односе на привређивање<sup>10</sup>, а које је донео Савет ЕУ.

Доношење Седме директиве која се односи на консолидоване финансијске извештаје, 1983. године (као наставак стандардизације финансијских извештаја, започете 1978. године доношењем Четврте директиве ЕУ), представља последицу све већег броја мултинационалних компанија у свету и настојања да се изврши хармонизација извештавања о пословању економских целина, односно извештавања о сложеним интересима. Законодавства европских земаља су по доношењу Седме директиве углавном до деведесетих година прошлог века усагласила своју регулативу са смерницама ове директиве.

- 6) У истом правцу су били усмерени и прописи ефектне берзе Њујорка из 1930. године и савезни прописи о хартијама од вредности и о берзанским трансакцијама из 1933. године.
- 7) Институт овлашћених рачуновођа Енглеске (Institute of Chartered Accountants) у својим Препорукама о рачуноводственим принципима из 1944. године усмерава концерне да акционарима презентују консолидовани биланс стања и биланс успеха. Закон о акцијама из 1948. садржи сличне одредбе.
- 8) Консолидовани извештаји су потврђени у Француској, одлуком министра финансија из 1968. године, а Комисија за берзанске операције од 1971. године захтева од свих друштава која имају знатнији портфељ учешћа и која упућују јавни позив на штедњу, да састављају и објављују консолидовани биланс стања и консолидовани биланс успеха.
- 9) Сложене економске целине код нас су у то време настајале у складу са Законом о удруженом раду (сложена радна организација, радна организација и организација удруженог рада). Консолидовани биланс успеха је састављан за сложену радну организацију и радну организацију, тако што су у њима приказивани збир и структура укупног прихода и дохотка који остварују основне организације удруженог рада у саставу радне организације и сложене организације удруженог рада, умањени за износе који се понављају обрачуном у интерном промету између основних организација удруженог рада у саставу СОУР, односно РО. Овакви извештаји нису служили управљању сложеним системима, већ потребама обраде државне статистике.
- 10) Оснивање акционарских друштава, одржавање и промена капитала друштва обрађени су у Другој директиви, донетој 1977; на фузију акционарских друштава се односи Трећа директива, донета 1970; годишњи финансијски извештаји привредних друштава су третирани Четвртом директивом, која је донета 1972; управљање и контрола акционарских друштава третирају се Петом директивом која је донета 1972; публицитет и финансијске информације друштава за добијање дозволе за котирање хартија од вредности на берзи третирају се Шестом директивом, донетом 1980; рачуни групе- консолидовани биланси су третирају Седмом директивом донетом 1983. и квалификације овлашћених ревизора (односно овлашћених јавних рачуновођа) који врше ревизију финансијских извештаја третирају се Осмом директивом која је донета 1978. године и мењана и допуњена 2005. године.

Слично је учињено и на подручју бивше Југославије. Одредбама члана 20. Закона о рачуноводству из 1989. године обавезују се “здружена и сложена правна лица која су удружила средства у друго правно лице у висини већој од 50% имовине тог правног лица, као и друга правна лица за која то пропише савезни закон”, на састављање консолидованог биланса. Консолидовани биланс је при том дефинисан као биланс стања и биланс успеха из којих су елиминисани износи који потичу из међусобног финансирања и интерног промета.<sup>11</sup> Начин састављања консолидованих извештаја није детаљније третиран самим законом<sup>12</sup> али се каснијим законом из 1996. године врши упућивање на одговарајући југословенски стандард, односно ЈРС 34 - *Консолидовани годишњи извештаји* који је донела професионална асоцијација, а објављен је у *Билтену Комитета за рачуноводствене и стандарде ревизије СРЈ*, бр. 1/98 (а у *Билтену Комитета за рачуноводствене и стандарде ревизије* бр. 2/98 објављена је Методологија за консолидовање годишњег рачуна у складу са ЈРС 34<sup>13</sup>).

Битан сегмент регулативе којом су регулисани консолидовани финансијски извештаји јесу и Међународни рачуноводствени стандарди, односно Међународни стандарди финансијског извештавања. Комитет за Међународне рачуноводствене стандарде<sup>14</sup>, који је основан 1975. године у Лондону, већ је 1976. објавио МРС 3 - *Консолидовани финансијски извештаји*, који је у доброј мери коришћен приликом одређивања садржаја Седме директиве. МРС 3 је 1988. године замењен са два нова стандарда МРС 27 - *Консолидовани финансијски извештаји и рачуноводство улагања у зависна предузећа* и МРС 28 - *Рачуноводство улагања у придружене компаније*. МРС 27 ревидиран је 2000. и 2004. године, при чему му је промењен назив у МРС 27 - *Консолидовани и појединачни извештаји*. Консолидовањем финансијских извештаја поред наведена два стандарда бави се и IFRS 3 - *Пословне комбинације*, МРС 31 - *Учешћа у заједничким улагањима* и МРС 24 - *Обелодањивање повезаних страна*.

Тренутна пракса по питању састављања консолидованих финансијских извештаја у земљама

у свету условљена је, поред потреба управе матичних правних лица, актуелном националном регулативом. Пословни субјекти у земљама које су прихватиле МРС као и земљама које примењују Седму Директиву ЕУ имају обавезу састављања и достављања консолидованих финансијских извештаја.

### 2.3. Циљеви консолидованих финансијских извештаја

Групу у смислу консолидовања чине *матично* правно лице, *зависна*, *заједничка* и *придружена* правна лица. Многе велике корпорације налазе економске, правне, пореске и друге разлоге да послују у околностима матично зависних односа, који врло често прелазе националне оквире. При томе свака од чланица групе је правно самостална, односно има обавезу да води пословне књиге и саставља појединачне финансијске извештаје. У наведеним околностима се са правом може наметнути питање сврсисходности консолидованих извештаја групе као економске целине. Разлози за састављање консолидованих извештаја групе могу се наћи у чињеници да појединачни извештаји правно независних лица која сачињавају групу, појединачно посматрани, обезбеђују мање поуздане податке о пословању групе (због синергије њених чланица) у односу на консолидовани извештај, као и у чињеници да група за коју се врши консолидовање не представља прост збир предузећа повезаних капиталом, односно уговорима, већ представља економску целину.

Према томе, консолидовани финансијски извештај има за циљ да обезбеди информације о имовинском, финансијском и приносном положају сложене економске целине, аналогно информацијама које садржи појединачни финансијски извештај правног лица. Сагласно наведеном, консолидовани финансијски извештај не замењује финансијске извештаје правних лица која чине економску целину (група: матично правно лице и правна лица која се укључују у круг консолидовања), нити искључује ове извештаје, већ је са њима комплементаран. Консолидовани финансијски извештај заснива се на концепту економског ен-

11) Такође, и касније доношени закони из области рачуноводства прописују обавезност састављања консолидованих финансијских извештаја: Закон о рачуноводству из 1993. (“Сл. лист СРЈ”, бр. 18/93), Закон о рачуноводству из 1996. (“Сл. лист СРЈ”, бр. 46/96) и Закон о рачуноводству и ревизији из 2002. (“Сл. лист СРЈ”, бр. 71/02).

12) Као подзаконски акт наведеног закона објављен је Правилник о начину састављања консолидованог обрачуна (“Сл. лист СРЈ”, бр. 5/94) који у свом кратком садржају (од укупно 5 чланова) упућује на то да се консолидовани обрачун саставља на обрасцима биланс стања и биланс успеха, из којих се искључују ефекти пословних трансакција унутар групе за коју се врши консолидовање

13) Билтен Комитета за рачуноводствене и стандарде ревизије бр. 1/98 објављен је у часопису Рачуноводство број 2/98, а Билтен Комитета за рачуноводствене и стандарде ревизије бр. 2/98 у броју 3/98 истог часописа.

14) од 2002. године Одбор за Међународне рачуноводствене стандарде

титета по коме сва имовина и обавезе групе правних лица припадају економском ентитету.

Дакле, основни циљ консолидованих финансијских извештаја јесте да потенцијалном инвеститору обезбеде увид у пословање матичног правног лица и зависних правних лица као финансијско пословање економске целине, ка да је реч о једном пословном субјекту.

#### *2.4. Корисници консолидованих финансијских извештаја*

Корисници консолидованих финансијских извештаја начелно се могу посматрати као интерни и екстерни (као и корисници појединачних финансијских извештаја).

Екстерни корисници су: надзорни органи правних лица обухваћених консолидовањем, постојећи и потенцијални акционари и власници удела матичног, зависних и придружених правних лица, потенцијални акционари и чланови свих правних лица која чине групу и њихови саветници за инвестирање, затим постојећи и потенцијални повериоци, купци и запослени матичног, зависних, заједничких и придружених правних лица, држава и њени органи и најшира јавност.

Интерни корисници консолидованих финансијских извештаја су сви нивои управе матичног правног лица и правних лица која припадају групи и јединствена управа групе, уколико ову функцију не обавља управа матичног правног лица.

Према наведеном, круг корисника консолидованих финансијских извештаја је доста широк, а чињеница да су интереси наведених корисника веома опречни указује на значај и слојевитост материје која се односи на консолидовање.

### **3. Квалитативна обележја консолидованих финансијских извештаја и претпоставке консолидовања**

Ради остваривања претходно наведених циљева консолидовања у поступку сачињавања консолидованих финансијских извештаја примењују се следећи кључни принципи: принцип економског јединства (односно принцип фикције правне целине), принцип потпуности консолидованог финансијског извештаја, принцип конзистентности, принцип сталности и принцип економичности.

Принцип економског јединства, односно фикције правне целине, који се примењује само и искључиво приликом састављања консолидова-

них финансијских извештаја, имплицира занемаривање правне самосталности правних лица чланова групе консолидовања и третирање групе не само као економске, већ и као правне целине. Да би консолидовани биланс задовољио захтев принципа економског јединства, у његовим позицијама не би требало да се појаве следеће позиције:

- учешћа матичног правног лица и позиције капитала зависног или придруженог правног лица; елиминисање ових позиција се врши консолидовањем капитала;
- потраживања и обавеза насталих поводом пословних трансакција у оквиру групе;
- добитака и губитака који су резултат интерних односа чланица групе;
- прихода и расхода који потичу из међусобних односа правних лица унутар групе.

Принцип потпуности подразумева да при сачињавању консолидованих финансијских извештаја треба да буду обухваћена сва правна лица која чине економску целину (матично правно лице, зависна правна лица, придружена правна лица и правна лица са заједничким улагањима).

Принцип конзистентности подразумева да се у дужем временском периоду у појединачним финансијским извештајима користи исти начин рекласификације, обележавања и вредновања појединих позиција биланса, ради обезбеђивања њихове упоредивости у низу сукцесивних обрачунских периода. Поред принципа конзистентности, односно доследности, упоредивост се обезбеђује и сталношћу састава групе.

Принцип економичности подразумева да се приликом консолидовања врши сучељавање трошкова консолидовања са користима по основу располагања информацијама садржаним у консолидованом билансу. Уколико су трошкови изазвани поштовањем неког од принципа консолидовања несразмерно високи, Седма директива ЕУ допушта одступања, која морају да буду обелодањена и образложена у посебном делу консолидованог биланса у напоменама.

Основне претпоставке консолидовања су безусловно формално и материјално јединство пословних субјеката који се укључују у круг консолидовања, које је условљено:

- јединственим датумом појединачних биланса,
- јединственим контним планом појединачних биланса и јединственим билансним схемама (у случају примене различитих контних планова, врши се рекласификација на контни план матичног правног лица),

- јединственим вредновањем (обезбеђује се применом истих рачуноводствених политика),
- јединственом рачунском јединицом (у случају различите валуте, свођење на исту валуту се врши у складу са МРС 21 - *Учинци промене курса валуте*).

Када се датуми извештавања матичног и правних лица која се укључују у круг консолидовања разликују (али само уколико разлика међу датумима није већа од три месеца), извештаји се могу користити за консолидовање, а уколико је разлика већа од три месеца, сагласно МРС 27, параграф 27, састављају се нови извештаји са идентичним датумима, врши се прилагођавање извештаја по основу трансакција и догађаја који су настали до датума извештаја матичног правног лица.

### 3.1. Одређивање круга консолидовања

Утврђивање круга консолидовања условљено је разликовањем типова повезивања правних лица, с једне стране, и утврђивањем критеријума за укључивање у консолидовани биланс са друге стране.

До доношења Седме директиве и МРС у пракси земаља са развијеном тржишном економијом била су присутна два концепта одређивања круга консолидовања. Један концепт је био да се у круг консолидовања укључује матично правно лице и сва његова зависна правна лица, односно лица над којима матично правно лице остварује контролу. Други концепт који полази од ширег појма групе упућује на то да се консолидовање врши за матично и зависна правна лица, као и правна лица која су им придружена и правна лица која представљају заједничка правна лица за више групација.

Повезивање правних лица може се посматрати са аспекта нивоа међусобних односа правних лица која се повезују. Наиме, групе правних лица која се економски повезују, односно сложени интерес настају повезивањем појединачних правних лица на основу уговора и повезивањем на основу капитала, при чему правна лица која се удружују задржавају своју правну и економску самосталност.

Економске целине могу да настају и на основу уговора којим се два или више правних лица повезују ради остваривања заједничких циљева, тако што формирају јединствену управу, при чему не долази до губљења правне самосталности, а економска самосталност је ограничена у мери у којој је то прихваћено закљученим уговором (концерн, холдинг компанија).

Група, у смислу повезивања правних лица може, такође, да настане и на основу капитала, при чему се подразумева да групу сачињавају матично правно лице и макар једно зависно правно лице. Матично правно лице задржава своју правну и економску самосталност, а зависно правно лице задржава правну самосталност, али губи економску самосталност, односно матично правно лице врши контролу управљања над зависним правним лицем.

Сагласно одредбама Седме директиве ЕУ<sup>15</sup>, као и смерницама МРС 27<sup>16</sup>, обавеза састављања консолидованих финансијских извештаја односи се искључиво на групе код којих постоје односи надређености, односно контроле од стране матичног правног лица, док се код повезивања на основу уговора, односно код група које обележава равноправност чланица, консолидовани финансијски извештаји могу сачињавати за потребе групе, али се не објављују, нити достављају надлежном органу. Према МРС 27 (параграф 3), консолидовани финансијски извештај саставља матично правно лице за зависна, придружена и заједнички контролисана правна лица када у складу са националном регулативом има обавезу за то, или када се определи за то.

Према томе, улагања у друга правна лица могу имати карактер улагања у:

- зависна правна лица, по основу којих се обезбеђује контрола пословања правних лица у које је извршено улагање – потпуна консолидација (МРС 27);
- придружено правна лица - власништво у износу 20-50% капитала – остварује се значајан утицај, али не и контрола, на пословање зависног предузећа (МРС 28<sup>17</sup>);
- остала правна лица – власништво у износу мањем од 20% капитала по основу кога се не

15) Од почетка праксе консолидовања до доношења Седме директиве ЕУ, критеријуми за укључивање у круг консолидовања били су: обим финансијске повезаности, пословно јединство, значај укључивања предузећа концерна у круг консолидовања за исказну моћ консолидованог закључка и седиште предузећа концерна – унутрашњост или иностранство.

16) Ревидирани садржај МРС 27 - Консолидовани и појединачни финансијски извештаји од 2004. године.

17) Вредновање улагања у придружена правна лица не врши се применом метода удела, већ по методу набавне вредности (МРС 28, параграф 13), осим када се очекује отуђење улагања у року од 12 месеци, као и осим у случају изузетака за састављање консолидованих извештаја (параграф 10 МРС 27), као и осим смерница датих у параграфу 13 МРС 28 под ц).



- обезбеђује нити значајан утицај, нити контрола (МРС 39<sup>18</sup>) и
- заједничко улагање по основу уговорног споразума при чему се врши контрола заједничког улагања заједно са осталим инвеститорима (МРС 31<sup>19</sup>).

Матично правно лице и правна лица укључена у круг консолидовања обављају одвојено своје пословне делатности и у вези са тим састављају своје појединачне извештаје који се укључују у консолидовани извештај, који сачињава матично правно лице, при чему матично правно лице у консолидоване финансијске извештаје укључује свој појединачни финансијски извештај и појединачне финансијске извештаје зависних, придружених и заједнички контролисаних правних лица.

Контрола се може дефинисати као моћ управљања финансијским и пословним политикама једног предузећа у циљу обезбеђења користи поводом те контроле. Контрола се обезбеђује улагањем које омогућава поседовање више од 50% капитала<sup>20</sup> у предузећа у која је извршено улагање или пак улагањем које омогућава поседовање мање од 50% капитала<sup>21</sup>, уколико ниједан од других улагача нема улагање које обезбеђује већи проценат капитала, односно ако је поред тога и уговором дефинисана контрола над правним лицем у које се врши улагање.

Матично предузеће, сагласно параграфу 10, МРС 27, не укључује извештаје зависног предузећа у консолидовани извештај када:

- је оно само зависно правно лице, а његово матично правно лице не захтева састављање консолидованих финансијских извештаја;
- се његове акције не котирају на тржишту (домаћа или страна берза или купопродаја акција изван берзе), нити се налази у поступку издавања хартија од вредности;

- крајње матично правно лице или неко од матичних правних лица у ланцу саставља консолидоване финансијске извештаје који ће бити расположиви за јавно коришћење у складу са МРС.

### 3.2. Поступци консолидовања

Консолидовани финансијски извештај саставља матично правно лице, у складу са МРС 27 - *Консолидовани и појединачни финансијски извештаји*<sup>22</sup> на основу појединачних извештаја правних лица која се укључују у круг консолидовања и на основу свог појединачног финансијског извештаја.

Податке потребне за консолидовање припрема у виду радних табела матично предузеће. На радним папирима и табелама врши се усклађивање евиденција у појединачним извештајима; наведено усклађивање се књиговодствено не евидентира ти код матичног нити код осталих правних лица која се укључују у круг консолидовања, већ искључиво служи за састављање обрасца консолидованог финансијског извештаја.

Основ за састављање консолидованих финансијских извештаја су појединачни извештаји чије позиције се не спајају простим сабирањем, већ се претходно врши елиминисање интерних трансакција унутар групе. Подразумева се да су појединачни финансијски извештаји састављени у складу са смерницама актуелне регулативе, што подразумева и примену МРС/МСФИ и обавезну примену МРС 24 - *Обелодањивања повезаних страна*, којим се захтева да се у појединачним финансијским извештајима правних лица која се укључују у круг консолидовања обелодане ефекти међугрупних трансакција, значајни за разумевање финансијског положаја и успешности пословања појединачних правних лица укључених у консолидовање.

18) Вредновање улагања у остала правна лица врши се у складу са МРС 39 - вреднује се у моменту прибављања по методу набавне вредности, а после почетног признавања по фер вредности или по амортизованој вредности уз коришћење ефективне каматне стопе (у случају када учешће неме котирану тржишну цену).

19) Вредновање улагања у заједнички контролисана правна лица врши се применом метода пропорционалне консолидације (параграф 30, МРС 31) или метода удела (параграф 38, МРС 31).

20) Опције куповине акција, варанти, затим дужнички или власнички инструменти који се могу конвертовати у капитал, могу да допринесу контроли правног лица, при чему се разматрају све чињенице (услови искоришћавања потенцијалних гласачких права, појединачно или у комбинацији).

21) Према параграфу 13 МРС 27, контрола постоји и када матично правно лице поседује:

- половину или више гласачких права на основу уговора,
- моћ управљања финансијским и пословним политикама на основу уговора,
- моћ именовања или опозива већине чланова управног одбора или другог управљачког тела које држи контролу правног лица

22) достављају се за претходну годину најкасније до истека три календарска месеца текуће године, односно до 31. марта текуће године за претходну годину надлежном органу (сагласно члану 34. Закона о рачуноводству и ревизији ("Сл. лист СРЈ", бр. 71/02).

Уколико су за вредновање билансних позиција примењене различите рачуноводствене политике унутар групе, ретроактивно се врши њихова корекција, а уколико је то неизводљиво, та чињеница се обелодањује у напоменама уз консолидовани финансијски извештај.

Припрема подразумева и контролу књиговодствених евиденција међусобних трансакција унутар групе, јер је то неопходан услов правилних евиденција за екстерне трансакције. Усаглашавање међусобних потраживања у оквиру чланица групе, као и усклађивање обавеза и потраживања на екстерном нивоу, такође представља обавезу и неопходан услов за консолидовање на реалној објективној основи.

У оквиру припреме за консолидовање, врши се и рекласификација појединачних биланса чланица групе, како би се омогућило консолидовање. То се подразумева такође ако су чланице групе банке и осигуравајућа друштва; њихови биланси се рекласификују према захтевима Контног оквира за предузећа. Излазак чланице из групе, или укључење у групу се посебно истиче у напоменама уз консолидоване финансијске извештаје.

Консолидовање се према МРС 27 врши применом метода потпуног консолидовања (пропорционални приступ приликом припреме консолидованих финансијских извештаја није допуштен) који подразумева претпоставку о јединственом субјекту за групу која се консолидује, а који се остварује:

- потпуним искључивањем стања пословно-финансијских трансакција из односа чланица из збирног биланса који представља радни документ, уз очување начела импаритета (начело најниже вредности имовине и највише вредности обавеза);
- издвајањем и посебним исказивањем мањинских интереса у добитку и губитку и у капиталу зависних предузећа укључених у групу.

Потпуно искључивање стања проистеклих из односа између чланица врши се:

- пребијањем учешћа у капиталу са капиталом из односа унутар групе;
- пребијањем дугорочних финансијских пласмана и обавеза из међусобних односа унутар групе,
- пребијањем краткорочних пласмана и обавеза из међусобних односа унутар групе;
- пребијањем потраживања и обавеза из пословних и других односа унутар групе предузећа за консолидовање.

Потпуно искључивање пословних операција из односа унутар групе и добитка из тих операција врши се:

- смањивањем прихода и расхода у консолидованом билансу успеха за износ прихода од продаје робе, производа и услуга другим чланицама групе;
- смањењем расхода насталих по основу набавне вредности продате робе и трошкова материјала, горива и енергије и трошкова услуга који потичу из набавки остварених унутар групе;
- смањењем вредности нематеријалних улагања, основних средстава, залиха материјала, робе и АВР, прибављених путем промета између чланица групе у току године за износе нереализованих добитака из односа унутар групе;
- повећањем прихода од активирања учинака и робе за износе разлика између прихода, односно за износ набавне вредности робе и цене коштања производа и услуга које се на дан биланса налазе на нематеријалним улагањима, основним средствима или залихама, а потичу из промета у оквиру групе предузећа, с тим што износ повећања прихода и активираних вредности не може бити већи од њихове продајне вредности.

Дакле, метод потпуног консолидовања финансијских извештаја подразумева потпуно спајање свих истоветних позиција по принципу ‘ред по ред’ уз искључивање вредности које потичу из унутаргрупних трансакција. За консолидовање неких од наведених појединачних позиција из рекласификованих појединачних биланса биће довољни подаци из појединачних биланса, док ће за неке позиције бити потребно састављање радних папира.

Консолидовани финансијски извештаји подразумевају потпун сет финансијских извештаја, дефинисан Оквиром за припрему и презентацију финансијских извештаја и смерницама МРС 1 - *Презентација финансијских извештаја*: биланс стања, биланс успеха, извештај о променама на капиталу, извештај о токовима готовине и напомене уз финансијске извештаје.

Напомене уз консолидоване финансијске извештаје се сачињавају на исти начин као и напомене уз појединачне финансијске извештаје, односно у складу са смерницама МРС 1. Треба да садрже опште информације о групи предузећа (о структури групе која се консолидује), информације о усклађености консолидованих финансиј-

ских извештаја са МРС, затим информације о примењеним рачуноводственим политикама и остала обелодањивања. Поред ових општих информација, МРС 27 поставља и посебне захтеве за информацијама о:

- природи и односу између матичног и зависних правних лица;
- образложење, када поседовање више од половине гласачких права не обезбеђује контролу над правним лицем у које је извршено улагање;
- извештајном датуму зависних правних лица и образложење за различите извештајне датуме;
- природи степена евентуалних значајних ограничења способности зависних правних лица да пренесу готовинске дивиденде, авансе или отплату кредита матичном правном лицу.

### 3.2.1. Консолидовани биланс стања

До консолидованог биланса стања долази се тако што се из збирног биланса стања искључују све позиције које су резултат међусобних пословних трансакција чланова групе по основу улагања капитала, кредитних односа и међусобних испорука производа и услуга. Према томе, елиминисање се односи на интерна учешћа, интерна потраживања и обавезе и интерне резултате.

#### 3.2.1.1. Консолидовање капитала

Стицање учешћа матичног правног лица у зависним правним лицима, као и између зависних правних лица, одражава се у њиховим појединачним билансима, као облик активе – учешће у правном лицу које врши улагање и као облик пасиве – капитал у правном лицу у које се улагање врши. У зависности од тога да ли улагање представља улагање у зависно или у придружено правно лице, врши се вредновање учешћа. Из збирног биланса схваћеног као прост збир билансних позиција правних лица која чине круг консолидовања, искључују се износи учешћа и капитала (по основу интерних учешћа), ради избегавања двоструког приказивања ових позиција и објективне слике финансијског стања у консолидованом билансу стања.

Када је трошак прибављања учешћа у капиталу другог пословног субјекта, који се укључује у

круг консолидовања, већи у односу на учешће стичатеља у нето имовини – капиталу правног лица у које је извршено улагање, разлика се евидентира као *goodwill*, али само у консолидованом билансу, а не и у појединачним извештајима. Дакле, врши се пребијање - консолидовање учешћа и капитала, а позитивна разлика се евидентира као *goodwill*<sup>23</sup>. Уколико је разлика пак негативна, односно када је трошак прибављања мањи у односу на стечену нето имовину – капитал, у консолидованом финансијском извештају врши се евиденција на рачуну прихода (рачун 659 - Остали непословни приходи, према актуелном Контном оквиру).

Сагласно смерницама МСФИ 3 и МРС 36, *goodwill* се вреднује по набавној вредности (већи трошак комбинације у односу на нето фер вредност средстава, обавеза и потенцијалних обавеза стеченог субјекта) у тренутку стицања, а након почетног признавања његово вредновање се врши по набавној вредности умањеној за акумулиране губитке по основу обезвређења. То практично значи да се након почетног признавања (по завршетку стицања) *goodwill* сагласно МРС 36 подвргава тесту обезвређења најмање једном у току обрачунског периода, а најкасније при изради консолидованих финансијских извештаја (обавеза тестирања обезвређења се односи и на наредне периоде). За сврхе тестирања по основу обезвређења, *goodwill* се алоцира на јединицу која генерише готовину (или групу таквих јединица), за коју се очекује да ће остварити корист од стицања у коме је настао *goodwill*. Јединица која генерише готовину, а на коју је алоциран *goodwill* тестира се за умањење вредности на годишњем нивоу, односно увек када постоје индиције да је дошло до умањења вредности јединице. Умањење вредности јединице која генерише готовину настаје када је њена књиговодствена вредност умањена за *goodwill* мања од надокнадиве вредности (дефинисане у складу са МРС 36 као употребна вредност или као нето продајна цена). Умањење вредности јединице која генерише готовину евидентира се тако што се смањују средства те јединице, а у оквиру средстава најпре се умањује *goodwill* (у целини), а затим остала средства те јединице према процентуалном учешћу њихове појединачне књиговодствене вредности у јединици која генерише готовину. Губитак од умањења вредности јединице која генерише готовину признаје се као умањење вредности средстава те јединице и као умањење ревалоризационих резерви, односно као расход настао услед обезвређења.

23) У складу са смерницама IFRS 3 - Пословне комбинације, не врши се амортизација *goodwill*-а, већ тест по основу умањења у смислу примене МРС 36, и на тај начин се *goodwill* постепено елиминира из консолидованих финансијских извештаја.

Пошто се за goodwill не врши формирање ревалоризационих резерви, његово умањење вредности по основу обезвређења се евидентира као расход по основу обезвређења.

На основу чињенице да укупан капитал пословног субјекта чине: основни капитал, резерве, ревалоризационе резерве, добитак (губитак) претходног периода и добитак (губитак) текућег периода, као и чињенице да је теорија економског јединства један од основних принципа консолидовања, може се закључити да консолидовању подлеже укупан капитал пословног субјекта који постоји у тренутку када се учешће стиче.

У смислу наведеног врши се искључивање интерних резултата текућег периода из збирног биланса стања. То практично значи да ће резултат текућег периода у консолидованом билансу стања бити различит у односу на резултат који се добија простим сабирањем резултата чланица групе.

Такође, интерни нереализовани добици и губици треба да буду искључени из вредности испоручених залиха и за исти износ треба да буде смањен резултат у консолидованом билансу стања, због тога што резултат у консолидованом билансу чине само добици и губици који су реализовани на екстерном тржишту.

### *3.2.1.2. Консолидовање потраживања, обавеза и резервисања*

Интерним потраживањима, обавезама и резервисањима сматрају се потраживања, обавезе и резервисања која настају по основу интерних: испорука производа и робе, кредитних веза, датих и примљених аванса, датих и примљених меница, емитованих и купљених, односно продатих обвезница, неуплаћених делова основног капитала, као и позиције временских разграничења, ако оне у суштини представљају потраживање.

Уз претпоставку да је извршено усаглашавање међусобних потраживања и обавеза, поступак консолидовања се спроводи једноставно, пребијањем интерних дугорочних пласмана и обавеза и интерних краткорочних пласмана и обавеза.

Консолидовање потраживања и обавеза је веома једноставно у случају када постоји једнакост (усаглашеност) потраживања и обавеза између повезаних правних лица. Међутим, када међусобна потраживања и обавезе унутар групе нису усаглашени, њихови износи су различити. Разлике настају по основу неусаглашености књиговодствених евиденција и различитог приступа признавању потраживања и обавеза. У таквим

околностима потребно је да се најпре изврши корекција потраживања и обавеза, као и корекција резултата у збирном извештају састављеном на основу појединачних финансијских извештаја пословних субјеката који се укључују у круг консолидовања.

### *3.2.1.3. Консолидовање међурезултата*

Међурезултати представљају добитке или губитке настале по основу испорука производа и услуга које међусобно врше правна лица укључена у круг консолидовања. Пословни субјекти, испоручиоци добара и услуга у својим билансима исказују резултате по основу продаје, независно од тога да ли су настали по основу испоруке која се односи на субјекат у оквиру круга консолидовања или на субјекат изван круга консолидовања.

Уколико би се реализација вршила по цени коштања, а пласирање финансијских средстава вршило без укамаћења унутар консолидоване групе, односно уколико на дан билансирања не би било залиха које потичу из интерних испорука, не би било интерних добитака ни губитака унутар групе. Међутим, пошто су чланице групе самостални правни субјекти, пракса упућује на присуство међурезултата у појединачним билансима чланица групе.

Примљени учинци код пословног субјекта примаоца могу да буду изражени у: залихама робе, залихама материјала, залихама недовршене производње и у залихама производа. Поред тога, примљени учинци могу да буду активирани као некретнине, постројења и опрема (на пример примљена опрема). Износ и вредност учинака у наведеним категоријама не може се лако и једноставно утврдити, па се због тога од искључивања међурезултата у консолидованим билансима одустаје када:

- међурезултати немају битан утицај на исказивање имовинског, финансијског и приносног положаја у консолидованом билансу;
- су учинци размењени између повезаних субјеката по уобичајеним тржишним ценама и
- када утврђивање међурезултата изазива несразмерно високе трошкове.

У случајевима када нису испуњени наведени услови, искључивање међурезултата у наведеним категоријама се врши за потребе консолидовања.

### 3.2.1.4. Утврђивање висине вредности залиха из интерних испорука у готовим производима и недовршеној производњи

Залихе готових производа и недовршене производње могу да садрже материјал или услуге који су интерно испоручени. Вредност интерно испорученог материјала садржаног у залихама недовршене производње и готових производа утврђује се на основу трошкова производње. У том циљу свако зависно правно лице мора да утврди производе и услуге који садрже сировине и услуге испоручене од стране правних лица која су чланице групе.

Дакле, да би се искључили међурезултати из залиха, потребно је да се:

- утврди вредност крајњих залиха које потичу из интерних испорука, обрачунатих по ценама по којима је размена извршена и
- утврди минимална и максимална цена коштања на нивоу економске целине за коју се врши консолидовање.

Начин утврђивања ових испорука у неким случајевима је једноставан – утврђивање на бази производних норматива. У одређеним случајевима у којима не могу да се примене нормативи, примењују се одређени интерно утврђени кључеви, као што је стопа учешћа датог материјала у тежини производа и слично. Ако је вредност залиха по основу размењених учинака између повезаних субјеката обрачуната по ценама размене виша од вредности тих залиха, обрачунатих по максималној цени коштања економске целине која се консолидује, разлика између њих као нереализовани добитак садржан у залихама треба да се искључи из консолидованог биланса. Насупрот томе, ако је вредност залиха по основу размењених учинака између повезаних субјеката, обрачуната по ценама размене, виша од вредности тих залиха обрачунатих по минималној цени коштања консолидоване економске целине, разлика између њих, као нереализовани међудобитак не искључује се из консолидованог биланса, под условом да вредност залиха по основу размењених залиха обрачуната по цени размене није виша од вредности тих залиха обрачунатих по максималној цени консолидоване економске целине.

Консолидовање се врши тако што се у консолидованом билансу за износ разлике између вредности залиха по основу размене учинака обрачунатих по цени размене и вредности тих залиха,

обрачунате по максималној цени коштања консолидоване економске целине, умањују залихе и нераспоредени добитак.

### 3.2.1.5. Искључивање нереализованих међурезултата у добрима која нису намењена продаји

Нереализовани међурезултати у добрима која нису намењена продаји односе се на испоруку производа једног повезаног субјекта другом повезаном субјекту, који се код примаоца добара активирају као основно средство (на пример, опрема) или на извршене услуге на реконструкцији основних средстава која се код примаоца услуге активирају као повећање вредности основних средстава. У оваквим околностима нереализовани међурезултати су садржани у вредности основних средстава и они се путем амортизације постепено реализују, а на крају амортизационог периода нереализовани међурезултати се свде на нулу, јер практично бивају у потпуности реализовани, односно тржишно потврђени, продајом носиоца амортизације, односно носиоца међурезултата.

У околностима када је испорука добара за основна средства и учињене услуге извршена по уобичајеним тржишним условима, није обавезно консолидовање, односно није обавезно искључење нереализованих међудобитака из вредности основних средстава и добитка у консолидованом билансу.<sup>24</sup>

### 3.2.2. Консолидовање биланса успеха

Из збирног биланса успеха потребно је искључити интерне приходе и расходе који су настали у међусобним пословним трансакцијама чланица групе, ради састављања консолидованог биланса успеха. Том приликом потребно је поштовати следећа правила:

- обавеза искључивања и рекласификације интерних прихода заснована је на принципу економског јединства и принципу фикције правне целине;
- предмет искључивања су интерни приходи и расходи настали по основу интерних испорука, интерних кредитних веза и интерних капитал односа;
- у целини се искључују приходи и расходи остварени између матичног и зависних

24) Заузимање оваквог става оправдава се чињеницом да нереализовани међурезултати у основним средствима нису високи, као и сложеном процедуром консолидовања и њеним трајањем током целог амортизационог периода.

правних лица, као и између самих зависних правних лица, односно придружених правних лица и лица са заједничким улагањима;

- искључивањем интерних прихода и расхода мења се и висина годишње добити која се јавља као разлика између прихода и расхода у билансу успеха;
- у консолидованом билансу успеха могу бити исказани само приходи, расходи и резултат који је група која чини круг консолидовања остварила из испорука, кредитних веза и капитал односа са правним лицима која делују ван оквира сложеног интереса.

#### **4. Анализа информација садржаних у консолидованим финансијским извештајима**

На основу анализе финансијских извештаја појединачних правних лица, интерни и екстерни корисници могу да добију информације о имовинском и приносном положају, као и о развоју правног лица. За разлику од анализе финансијских извештаја појединачних правних лица, за коју постоји добра теоријска основа и развијена пракса, анализа финансијских извештаја је и у области теорије, као и у области праксе новијег датума. Овакво стање вероватно је последица чињенице да је у дугом временском периоду већи значај придаван чињеници да чланице групе за консолидовање имају правну самосталност, у односу на чињеницу да оне чине економску целину. После доношења Седме директиве ЕУ (1983) и после објављивања МРС, повећао се број обвезника састављања консолидованих финансијских извештаја, а истовремено хармонизацијом форме консолидованих финансијских извештаја створени су услови за поређење консолидованих финансијских извештаја између различитих група.

##### **4.1. Анализа финансијског и приносног положаја групе**

Консолидовани финансијски извештаји за групу треба да укажу на перформансе групе и средства под контролом матичног правног лица, без обзира на степен власничког учешћа. Дакле, циљ анализе финансијских извештаја групе јесте сагледавање имовинског и финансијског положаја групе и могућности стварања готовине, као и назнака у вези са будућим развојем групе. Тај циљ не би могао да се постигне анализом финансијских извештаја матичног правног лица из следећих разлога: у извештају матичног правног

лица обухваћене су све његове пословне трансакције, укључујући и трансакције са осталим чланицама групе (које се искључују из консолидованих финансијских извештаја); као и због чињенице да је у извештају матичног предузећа исказано учешће у добитку зависних правних лица који је остварен претходне године, што може да угрози оцену приносног положаја.

Анализа консолидованих финансијских извештаја садржи одређене специфичности које се огледају у

- подручју припреме за анализу,
- избору показатеља за оцену финансијског положаја и успешности пословања,
- потреби за анализом односа финансијског положаја и успешности пословања матичног правног лица и правних лица која се укључују у круг консолидовања.

Припрема анализе консолидованих финансијских извештаја подразумева сагледавање квантитативних података из консолидованих финансијских извештаја, као и квалитативних података датих у виду напомена уз ове извештаје. Анализа финансијског стања и успешности групе врши се на основу консолидованог биланса стања, консолидованог биланса успеха, консолидованог извештаја о токовима готовине и напомена уз консолидовани финансијски извештај.

Квалитативне информације дате у напоменама уз консолидоване финансијске извештаје пре свега се односе на круг консолидовања (информације о придруженим и осталим повезаним лицима, затим о заједничким улагањима, о учешћима, о променама круга консолидовања у односу на претходни период); затим на законске основе укључења у круг консолидовања, делатност, на методе билансирања и процењивања; као и методе консолидовања и технике консолидовања.

Наведеним подацима треба да се обезбеди јасан увид у састав групе и међусобну повезаност чланица групе по основу капитала или уговорних односа, као и њихова пословна повезаност.

Анализа консолидованих финансијских извештаја врши се поређењем информација о пословању економске целине за коју се саставља консолидовани извештај у различитим временским периодима, затим поређењем планираних и остварених резултата и поређењем у односу на друге економске целине које своју делатност обављају у оквиру исте делатности, као поређење са појединачним субјектима одговарајуће величине. Квалитет података до којих се долази анализом консолидованих финансијских извештаја је већи уколико је при њиховом састављању поштовано

начело сталности, као и примена истих метода билансирања у извештајима свих чланица групе обухваћених консолидовањем, односно начело еквиваленције. Одступања у односу на начело еквиваленције треба да буду обелодањена у напоменама уз консолидовани финансијски извештај уз одговарајуће образложење и квантификовање.

Анализа финансијског и приносног положаја при анализи консолидованих извештаја врши се на основу истих показатеља као и код појединачних финансијских извештаја, у околностима када у групи не постоје мањински акционари, односно матично правно лице поседује 100% капитала зависног правног лица. У таквим околностима због саме чињенице да су при изради консолидованог биланса искључени ефекти интерних трансакција у оквиру групе, консолидовани финансијски извештај у потпуности може да представља имовински, финансијски и приносни положај групе.

Међутим, код великог броја група за које се састављају консолидовани финансијски извештаји нису присутне такве околности, већ матично правно лице поседује већинско учешће у зависном правном лицу, што значи да постоје и мањинска учешћа у капиталу зависних правних лица, што доводи до различитог исказивања показатеља који се утврђују стављањем у однос резултата и капитала, као и показатеља структуре капитала. Да би показатељи који се добијају из односа добити и капитала били сврсисходни у наведеним околностима, потребно је да се основни капитал који се односи на матично правно лице ставља у однос само са делом добити који припада матичном правном лицу (врши се умањивање добити за износ који припада мањинским акционарима). На сличне тешкоће се наилази приликом утврђивања готовинског тока по акцији који представља показатељ ликвидног положаја групе, при чему тешкоћу представља утврђивање висине нето готовинског тока који се односи на матично правно лице.

Према томе, приликом анализе финансијског и приносног положаја групе, поред стандардизованих показатеља који се користе при анализи финансијских извештаја појединачних правних

лица, користе се и показатељи који су специфични за анализу групе, а то су:

- показатељи који узимају у обзир величине које се односе на део групе који припада матичном правном лицу (стопа приноса на сопствени капитал, билансни курс акција и сл.) и
- показатељи на основу којих се добија јаснији увид у учешћа мањинских акционара (стопа учешћа мањинских акционара у укупном капиталу групе<sup>25</sup>, стопа умањања капитала мањинских акционара<sup>26</sup>).

Приликом анализе финансијског и приносног положаја групе на бази консолидованих финансијских извештаја, врло често се врши поређење показатеља који се односе на групу са показатељима који се односе на матично правно лице. Циљ такве анализе је увид у расподелу активности<sup>27</sup>, капитала<sup>28</sup>, нераспоређене добити<sup>29</sup> (између матичног правног лица и преосталог дела групе.

У околностима у којима је присутна географска дисперзија групе или пословна диверзификација, упутна је анализа групе са аспекта географских и пословних сегмената у складу са смерницама МРС 14 - *Извештавање по сегментима*.

#### 4.2. Анализа токова готовине групе

Анализом консолидованог извештаја о токовима готовине добија се информација пре свега о томе колико је новца остварено из редовних активности групе у току обрачунског периода, као и колико је новчаних средстава употребљено и обезбеђено из активности инвестирања или активности финансирања. Наведене информације употпуњују слику о успешности пословања која се добија анализом биланса успеха. Један од најважнијих показатеља успешности пословања групе јесте способност стварања готовине. За постизање ликвидности и солвентности неопходно је генерисање јаког готовинског тока у обрачунском периоду. Ако готовински ток премаше износ потребан за редовне пословне активности, у наредном периоду проширење пословања ће бити финансирано из сопствених средстава. Вишак готовинског тока може да буде усмерен на побољшање финансијског положаја смањењем

25) Добија се стављањем у однос учешћа мањинских акционара групе са капиталом групе.

26) Добија се стављањем у однос добити која припада мањинским акционарима и капитала мањинских акционара.

27) Постиге се стављањем у однос прихода матичног правног лица са приходима групе.

28) Однос капитала матичног правног лица и капитала групе указује на степен концентрације капитала групе.

29) Однос нераспоређене добити у матичном правном лицу и нераспоређене добити групе представља основ за закључивање о политици расподеле добити у групи.

коэффициента задужености (израженог односом имовине и обавеза консолидоване групе).

На основу информација о токовима готовине и на бази предвиђања будућих токова готовине могу се извести закључци о способности групе да у року измирује доспеле обавезе, као и о профиту и поврату уложеног капитала. На основу истих података могу се објаснити разлике између нето добити исказане у билансу успеха и нето токова готовине из пословних активности. Приликом анализе успешности пословања, посебна пажња је усмерена на:

- способност генерисања готовине и на
- готовину која се не користи тзв. "слободни готовински ток" (*free cash flow*).

Код вредновања способности стварања готовине значајни показатељи су: коефицијент који показује однос између токова готовине из пословних активности и нето добити, затим коефицијент токова готовине у односу на продају и коефицијент токова готовине у односу на средства. Последња два показатеља уско су повезана са профитабилношћу, граничном добити и повраћајем средстава.

Готовина која се не користи или "слободни готовински ток" представља готовину која остаје након измирења преузетих обавеза (новчане обавезе које се односе на редовне активности, камата, порез на добит, дивиденде и сл.) које група мора да измири да би наставила активности. Слободан готовински ток се израчунава тако што се нето готовински токови из редовног пословања умање за дивиденде и износе поводом куповине постројења, а увећају за продају постројења.<sup>30</sup> Ако "слободни готовински ток" има позитивну вредност, значи да је група измирила све своје преузете обавезе и да на располагању има новчана средства која се могу употребити за будуће проширење пословања. Уколико пак "слободан готовински ток" има негативну вредност, то значи да консолидована група није у стању да измирује преузете обавезе.

Консолидовани извештај о токовима готовине треба корисницима финансијских извештаја да обезбеди податке који се не обезбеђују другим финансијским извештајима, као што су: однос између добити и готовине и еквиваленти готовине (дају бољу слику о ликвидности). Такође, поређењем токова готовине из пословне активности са токовима из финансијске активности, може се доћи до закључка о обиму зависности

групе од екстерног финансирања. Затим поређењем пореског одлива на нивоу групе, са токовима готовине из пословних активности умањеним за токове инвестирања добија се "готовинска пореска основица".

Наведени коефицијенти могу се посматрати у односу на монетарне услове или у условима процената.

#### 4.3. Ограничења консолидованих финансијских извештаја

Приликом коришћења консолидованих извештаја за сврхе анализе потребно је имати у виду ограничења консолидованих извештаја, од којих се у наставку истичу најкарактеристичнија:

- финансијски резултат и финансијски положај чланова групе нису дати у консолидованом извештају, па се из тих разлога лоши или добри резултати, као и финансијски положај, могу прикривати из резултата и финансијског положаја других чланова групе;
- консолидовани нераспоређени добитак није у потпуности расположив за расподелу дивиденди јер може представљати удео матичног правног лица у добицима осталих правних лица која се укључују у круг консолидовања;
- финансијски показатељи састављени на основу консолидованих извештаја представљају агрегатне показатеље који не представљају ни матично правно лице нити остала правна лица обухваћена консолидовањем;
- појединачне билансне позиције чланица групе које су обухваћене кругом консолидовања, не морају бити упоредиве (на пример различите дужине пословних циклуса могу утицати на упоредивост исказаних потраживања и сл.);
- консолидовани финансијски извештаји не садрже додатне информације неопходне за контролу појединих чланица групе, већ се те информације могу наћи само у појединачним извештајима тих чланица групе.

#### Закључак

Припремање и презентација консолидованих финансијских извештаја врши се са намером исказивања резултата пословне активности и фи-

30) Финансијско рачуноводство, S.J. Gray, B.E. Needles, превод, Савез рачуновођа и ревизора Републике Српске, Бања Лука, 2002. (стр. 461-463).



нансијског положаја једног економског субјекта (групе као економске целине) који се састоји од најмање два правна лица, од којих је једно матично, а друго (или друга) зависна правна лица. Уколико матично правно лице поред зависног правног лица има и придружена правна лица и лица са заједничким улагањем, круг консолидовања односи се и на њих. Значи, састављање консолидованих финансијских извештаја условљено је контролом учешћа у капиталу најмање једног правног лица у које је уложен капитал. Матично правно лице саставља консолидовани финансијски извештај на основу појединачних извештаја зависних, придружених и правних лица са заједничким улагањем и на основу свог појединачног финансијског извештаја.

Консолидовани финансијски извештаји (који подразумевају потпуни сет финансијских извештаја дефинисан смерницама МРС 1) треба да омогуће корисницима финансијског извештаја анализу и сагледавање развоја финансијског и приносног положаја групе. Према томе, анализа консолидованих финансијских извештаја има исте циљеве као и анализа појединачних финансијских извештаја, а њена специфичност се огледа у припреми података за анализу, избору показатеља и потреби за анализом односа између матичног правног лица и групе коју обележава синергија свих чланица.

Резултат анализе финансијских извештаја групе су информације које пословање групе као економске целине, као и односе између чланица групе чине јаснијим и квантитативно и квалитативно конкретнијим, а самим тиме и могућност

доношења повољних пословних одлука чине извеснијим.

### Литература

1. *Међународни стандарди финансијског извештавања (IFRS)*, Савез рачуновођа и ревизора Србије, 2004, Београд;
2. *Консолидовани закључак*, др Јован М. Ранковић, Економски факултет, Београд, 1994.
3. "Анализа консолидованог финансијског извештаја", др Ката Шкарић Јовановић, *Рачуноводство*, бр.9/2005, Савез рачуновођа и ревизора Србије, Београд, 2005.
4. *Професионална регулатива у рачуноводству*, група аутора, Савез рачуновођа и ревизора Србије, Београд, 2003.
5. *Теорија и анализа биланса*, др Јован Родић, *Беостар-Привредник*, Београд 1997;
6. *Gray/Needles, Финансијско рачуноводство општи приступ*, превод, Савез рачуновођа и ревизора Републике Српске, Бања Лука, 2001.
7. Група аутора, *АССА - Финансијско извештавање - Међународни стандарди*; предмет 2.5: Стручна литература за полагање АССА испита, Удружење рачуновођа и ревизора Ф БиХ, Сарајево 2001.
8. Група аутора, *Финансијско рачуноводство*, СРРС, Београд, 1998.

др Љубица  
ГАЛИЋ<sup>0</sup>  
мр Љиљана  
РАКИЋ<sup>1</sup>

# Консолидација финансијских извештаја буџетског рачуноводства

## Резиме

*Поступак консолидације омогућава приказивање, у форми консолидованих финансијских извештаја, финансијске ситуације и резултата економски повезаних целина. Консолидовани финансијски извештај треба да буде презентован као извештај групе, односно једне економске целине. Примењено на кориснике буџетских средстава, консолидација подразумева обједињавање прихода и примања, односно расхода и издатака садржаних у обрасцу 5 – Извештај о извршењу буџета, са циљем сагледавања обима, структуре и намене коришћења буџетских средстава. У раду је дат кратак осврт на консолидацију финансијских извештаја корисника буџетских средстава у образовању, као и на резултате који проистичу из анализе таквих извештаја.*

## Увод

Благовремене, адекватне и квалитетне информације услов су за релевантно и рационално одлучивање. У том погледу рачуноводство, иако није једини, представља један од значајнијих извора података и по том основу генерисања информација. Истиче се из тих разлога значај припреме и израде финансијских извештаја редовног и додатног карактера, истиче се значај реалности у њима садржаних података и информација усмерених ка задовољавању хетерогених потреба екстерног и интерног извештавања. Може се рећи да финансијски извештаји представљају завршну фазу рачуноводственог процесирања података и

појављују се као основни носиоци рачуноводствених информација.

Да би рачуноводство удовољило информативним потребама и задацима који се пред њега постављају, неопходно је извршити одговарајућу организацију рачуноводствене функције. У ту сврху, уз уважавање конкретних околности, односно фактора како екстерне тако и интерне природе, користе се рачуноводству примерена средства, инструментарији организације рачуноводствене функције. Истиче се, у том погледу, контни оквир као један од основних инструмената организације рачуноводствене функције. За потребе организације буџетског рачуноводства ко-

0) Редовни професор Економског факултета у Суботици, Универзитета у Новом Саду

1) Шеф рачуноводства у Гимназији „Јован Јовановић Змај“, Нови Сад

ристи се контни план<sup>2</sup> прилагођен праћењу активности карактеристичних за организације финансиране из буџета.

Рачуноводство буџетских организација, по основу података из књиговодствене евиденције, саставља одговарајуће финансијске извештаје специфичне за буџетске организације. У циљу извештавања о начину прибављања и трошења буџетских средстава од стране различитих корисника средстава из буџета (директних и индиректних), неопходно је обједињавање података, односно неопходно је финансијске извештаје буџетског рачуноводства консолидовати, односно објединити у целину.<sup>3</sup> Консолидовани финансијски извештај се дефинише као финансијски извештај целине система, изведен из података појединачних финансијских извештаја чланица групе као самосталних подсистема.

Поступак консолидације омогућава приказивање, у форми консолидованих финансијских извештаја, финансијске ситуације и резултате економски повезане целине, састављене из једног доминантног друштва (*друштво-мајка*), и правно независних друштава, која су са њим финансијски повезана и којима оно влада (*зависна и придружена друштва*). Разлози састављања консолидованих финансијских извештаја групе виде се у чињеници да појединачни финансијски извештаји по деловима целине, појединачно посматрају обезбеђују мање поуздане податке о пословању целине у односу на консолидовани извештај. Такође, делови целине за коју се врши консолидација не представљају прост збир делова, већ заједно чине заокружену економску целину.

У привреди прихваћен поступак консолидације подразумева постојање интерних односа између доминантног - матичног друштва и зависних друштава. Циљ консолидованих биланса је да искажу нето односе и ефекте пословања доминантног друштва, уз услов отклањања ефеката међусобних односа.

У функцији израде и квалитета консолидованих финансијских извештаја неопходне су одговарајуће претпоставке у вези са формалним и материјалним јединством субјеката који се укључују у консолидацију, а то су:<sup>4</sup>

- јединствени обрачунски период (дан биланса),
- јединствени контни план и јединствене билансне шеме,
- јединствена начела билансирања, односно јединствено вредновање и процењивање билансних позиција које се обезбеђује применом истих рачуноводствених политика,
- јединствена рачунска јединица.

Консолидација се спроводи са циљем утврђивања стања имовине, обавеза, капитала, расхода, прихода и финансијског резултата за све учеснике у поступку консолидације, као да чине једну целину. Дакле, врши се консолидација података из свих појединачних финансијских извештаја зависних друштава.

Имајући у виду начин прикупљања средстава за потребе буџета државе (јавни приходи) и начин распоређивања и трошења тих средстава (јавни расходи), финансијски извештаји и консолидација финансијских извештаја код корисника буџетских средстава одликује се извесним посебностима, што и јесте предмет разматрања овог рада, посматрано из угла образовне делатности.

### **1. Консолидација финансијских извештаја код организација које се финансирају из буџета**

Обавеза састављања и подношења завршних рачуна директних корисника буџетских средстава, организација обавезног социјалног осигурања, као и консолидованих завршних рачуна за индиректне кориснике у саставу директних корисника до 31. марта текуће године за претходну годину, нормативно је регулисана.<sup>5</sup> Према томе, задаци буџетског рачуноводства који омогућавају испуњење захтева највишег нивоа управљања (Министарство) су обезбеђивање одговарајућих података за израду финансијских извештаја, који ће омогућити консолидацију и тако створити услове за доношење стратешких одлука, које су од значаја за активности и делатности финансиране из буџета.

2) Правилник о стандардном класификационом оквиру и Контном плану за буџетски систем, Сл. гл. РС бр. 20/07, 37/07, 50/07 (исправка), 63/07, 25/08.

3) У фокусу посматрања овог рада налази се консолидација финансијских извештаја буџетског рачуноводства у области образовне делатности.

4) Према: Рада Стојановић, „Информациони домети консолидованих финансијских извештаја“, Зборник радова, СРПС, Златибор 2006. стр. 183.

5) Закон о буџетском систему, члан 64, („Сл. гл. РС: 9/2002,87/2002,61/2005,66/2005, 101/2005,62/2006,85/2006).

Сл. бр. 1. – Врсте финансијских извештаја према основи израде



Обвезници израде консолидованих завршних рачуна буџетског рачуноводства су:

- директни корисници буџетских средстава, који своје финансијско пословање обављају преко сопствених рачуна,
- директни корисници буџетских средстава који своје финансијско пословање не воде преко сопствених рачуна, већ воде само помоћне књиге и евиденције.<sup>6</sup>

Званични финансијски извештаји корисника буџетских средстава деле се на: извештаје на готовинској основи и извештаје састављене на основу усвојених рачуноводствених политика са образложењем.<sup>7</sup>

Оваква подела званичних финансијских извештаја проистекла је из утврђених основних смерница Уредбе о буџетском рачуноводству, у којој је наведено: „Припремање финансијских извештаја врши се на принципима готовинске основе, у складу са Међународним стандардима за јавни сектор“, тако да се са једне стране за потребе сагледавања готовинског тока буџетских средстава састављају финансијски извештаји на тој основи, а са друге стране се за потребе сагледавања финансијског положаја и успешности пословања корисника буџетских средстава, састављају финансијски извештаји засновани на рачуноводственим политикама (принципи, основе, конвенције, правила и праксе који се примењују при састављању и презентацији финансијских извештаја), са образложењима.

Према томе, у буџетском рачуноводству разликују се следеће две врсте извештаја:

- извештаји на готовинској основи, и
- извештаји састављени на основу усвојених рачуноводствених политика.

Извештаји на готовинској основи су:

1. Извештај о капиталним издацима и финансирању - Образац број 3,
2. Извештај о новчаним токовима – Образац број 4.

Извештаји састављени на основу усвојених рачуноводствених политика су:

3. Биланс стања – Образац број 1,
4. Биланс прихода и расхода – Образац број 2,
5. Извештај о извршењу буџета – Образац број 5,
6. Извештај о коришћењу средстава из текуће и сталне буџетске резерве,
7. Извештај о гаранцијама датим у току фискалне године.

Образложења извештаја су:

8. Објашњење великих одступања између одобрених средстава и извршења,
9. Преглед примљених донација и кредита домаћих и страних, као и извршених отплата кредита, усаглашених са информацијама садржаним у извештају о новчаним токовима, и
10. Извештај екстерне ревизије са мишљењем.

Са аспекта врсте корисника буџетских средстава, не састављају сви корисници свих десет наведених финансијских извештаја.

6) Уредба о буџетском рачуноводству, члан 12., „Сл.гласник РС“, бр. 125/2003,12/2006.

7) Уредба о буџетском рачуноводству, члан 7., „Сл.гласник РС“, бр. 125/2003,12/2006.

Инди­ректни корисници бу­джетских сред­става састављају:

- Биланс стања – образац број 1,
- Биланс прихода и расхода – образац број 2,
- Извештај о капиталним издацима и финансирању – образац број 3,
- Извештај о новчаним токовима – образац број 4,
- Извештај о извршењу бу­джета – образац број 5.

Директни корисници сред­става из бу­джета имају обавезу да састављају сет финансијских извештаја у целини.

Међутим, у условима актуелне нормативне регулативе бу­джетског рачу­новодства у вези са званичним финансијским извештавањем, консолидоване финансијске извештаје састављају само директни корисници бу­джетских сред­става који имају своје инди­ректне кориснике, и састављају и подносе:

- Консолидовани извештај о извршењу бу­джета – Образац 5,<sup>8</sup>
- Објашњење великих одступања између одобрених сред­става и извршења, и
- Извештај о примљеним донацијама и кредитима (домаћим и иностраним) и извршеним отплатама дугова.

## **2. Поступак консолидације код корисника бу­джетских сред­става у образовању**

Имајући у виду карактеристике бу­джетских организација и карактеристике активности којима се баве, разумљиве су посебности рачу­новодства бу­джетских организација, финансијских извештаја који по том основу произилазе, као и посебности њихове консолидације. За разлику од привредних друштава, у којима се консолидација спроводи са циљем сагледавања међусобних односа зависних друштава и свођења њиховог међусобног односа на скуп параметара садржаних у појединачним финансијским извештајима, код бу­джетских организација - обвезника консолидације, врши се консолидовање прихода и примања, односно расхода и издатака, у оквиру Извештаја о извршењу бу­джета – Образац 5. Код корисника бу­джетских сред­става не постоје међусобни односи као код привреде. Због тога консолидација у

бу­джетском рачу­новодству представља сумирање свих података из Извештаја о извршењу бу­джета инди­ректних корисника бу­джетских сред­става. Сам процес консолидације подразумева да директни корисници бу­джетских сред­става укључују податке из својих евиденција и податке из извештаја о извршењу бу­джета инди­ректних корисника бу­джетских сред­става, те на тај начин врше обједињавање података делова у целину.

Извештај о извршењу бу­джета по основу бу­джетског рачу­новодства представља најзначајнији финансијски извештај. С обзиром на његов значај, постоји законска обавеза састављања овог извештаја на годишњем нивоу, као код осталих финансијских извештаја, али и на периодичном (тримесечном, шестомесечном и деветомесечном) нивоу, како код директних, тако и код инди­ректних корисника бу­джетских сред­става.

Основна одлика Извештаја о извршењу бу­джета је да се сублимирани биланс прихода и расхода и извештај о капиталном финансирању, сагледавају са аспекта извора финансирања (република, покрајина, општина - град, организације обавезног социјалног осигурања – ООСО - у здравственој делатности, донације, остали извори). Управо због овакве детаљности обезбеђена је значајна информативна вредност Извештаја о извршењу бу­джета. Разврставањем прихода и примања, као и расхода и издатака по изворима финансирања, ствара се могућност сагледавања употребе бу­джетских и осталих сред­става, којима располаже корисник бу­джетских сред­става, у складу са финансијским планом и планом јавних набавки. По основу извршене консолидације Извештаја о извршењу бу­джета омогућен је увид у коришћење сред­става у складу са бу­джетским одобрењем, као и увид у преостала сред­ства на квотама.<sup>9</sup>

Уз извештај о извршењу бу­джета саставља се образложење, као неопходан елемент овог извештаја, јер се у образложењу приказује структура бу­джетских сред­става, како према извору финансирања, тако и према контима расхода, тј. намени за коју се сред­ства вишка прихода могу употребљавати у наредној бу­джетској години.

Предуслов за квалитетно, фер и истинито састављање извештаја о извршењу бу­джета је одговарајућа организација бу­джетског рачу­новодства, а нарочито аналитичког контног плана. На пример, уколико се посматра субаналитички конто

8) Образац број 5. – Извештај о извршењу бу­джета је изузетно обиман те због тога није приложен. Може се видети на сајту Министарства финансија: [www.mfin.gov.yu](http://www.mfin.gov.yu)

9) Квоте или апропријације су, одлуком о бу­джету од стране законодавне власти, дата овлашћења извршном органу власти за трошење бу­джетских сред­става до одређеног износа, за одређене намене, за период од годину дана. Висина преостале квоте зависи од прилива сред­става у бу­жете свих нивоа власти.

426611 – Материјал за образовање, неопходно је рашчланити овај конто на одговарајући број суб-субаналитичких конта, са циљем састављања исправног извештаја о извршењу буџета, на следећи начин:

- 426611-0001 – извор финансирања – буџет републике,
- 426611-0002 – извор финансирања – буџет покрајине,
- 426611-0003 – извор финансирања – буџет града-општине,
- 426611-0004 – извор финансирања – донације,
- 426611-0005 – извор финансирања – остали извори.

Осим тога, рашчлањавањем према извору финансирања стварају су предуслови за даљу анализу ради интерних потреба.

Образац број 5 - Извештај о извршењу буџета састоји се из следећа три дела:

- Први део – Приходи и примања,
- Други део – Расходи и издаци,
- Трећи део – Разлика између одобрених средстава и извршења, односно укупни суфицит или дефицит, посматрани с аспекта извора финансирања.

У условима домаће буџетске праксе информативну вредност Извештаја о извршењу буџета умањује чињеница да је овај извештај формулисан на начин који подразумева да је полазна основа за његову формулацију аутономност буџетске године, односно да је текућа буџетска година потпуно независна у односу на претходну, али и будућу буџетску годину. Наиме, у овом извештају није предвиђена позиција на којој би били евидентирани расходи који су финансирани из нераспоређеног вишка прихода ранијих година, односно наменски одређених средстава. Ова мањкавост извештаја о извршењу буџета посебно долази до изражаја код извештавања за краће временске периоде, јер се у ту сврху саставља само извештај о извршењу буџета. Тако кориснику финансијских извештаја, у тој ситуацији, не могу бити од помоћи остали финансијски извештаји, који се састављају приликом израде годишњег завршног рачуна.

У званичне финансијске извештаје буџетског рачуноводства, што је речено, спада и Извештај о извршењу буџета, који се саставља квартално. Рокови у којима се врши састављање и достављање извештаја о извршењу буџета су законом прописани, и односе се на следеће периоде:

1.	- 31.	-	10.	,
			20.	,
				.

1.	- 30.	-	10.	,
			20.	,
1.	- 30.	-	10.	,
			20.	,
1.	- 31.	-	10.	,
			20.	.

За боље разумевање консолидације извештаја о извршењу буџета, посебно имајући у виду његову израду по кварталима, али кумулативно, дакле за три, шест, девет и коначно дванаест месеци, дат је приказ консолидације финансијских извештаја на подручју образовне делатности.

### Пример консолидације у образовној делатности

На нивоу Министарства просвете, које има велики број индиректних корисника, консолидација извештаја о извршењу буџета врши се преузимањем података о приходима и примањима, као и расходима и издацима свих индиректних корисника у колони 6 – Извештаја о извршењу буџета - Република. На тај начин се добијају подаци на аналитичким контима класе 400000 – Расходи и класе 500000 – Издаци за набавку нефинансијске имовине, који указују на висину утрошених средстава из буџета Министарства просвете, за намене приказане на контима тих класа на свим нивоима образовне делатности. Овај податак се упоређује са износом из буџета Републике Србије, у одељку Министарства просвете који се односи на разделе за финансирање расхода и издатака образовних установа и констатују се евентуална одступања.

Поред консолидације Извештаја о извршењу буџета индиректних корисника буџетских сред-

Слика бр. 2. – Односи и консолидација између корисника буџетских средстава у области образовања



става које се спроводи на нивоу Министарства просвете, консолидација се спроводи и на нивоу осталих извора финансирања. Преглед извора финансирања образовне делатности у Републици Србији дат је у следећем приказу:

**Финансирање образовне делатности по нивоима образовања**

**Табела бр. 1. - Извори финансирања образовне делатности**

( )	<ul style="list-style-type: none"> <li>( , )</li> </ul>
( )	<ul style="list-style-type: none"> <li>( - , ' , - )</li> <li>( - , - )</li> <li>( )</li> <li>( - , - )</li> <li>( - , - )</li> <li>( - )</li> <li>( - )</li> <li>( - )</li> </ul>
( )	<ul style="list-style-type: none"> <li>( - )</li> <li>( - )</li> </ul>
( )	<ul style="list-style-type: none"> <li>( - )</li> <li>( - )</li> </ul>

Имајући у виду претходну табелу, на пример, подаци колоне 7. Извештаја о извршењу буџета –

Аутономна Покрајина Војводина, образовне институције на територији Војводине, достављањем Извештаја о извршењу буџета Покрајинском секретаријату за образовање омогућавају консолидацију прихода и примања, односно расхода и издатака из Покрајинског секретаријата за образовање, који су додељивани образовним установама у Војводини.

Такође, подаци колоне 8 – Градска управа за образовање – омогућавају консолидацију са циљем сагледавања обима и структуре употребе средстава из буџета Града Новог Сада.

Сви приходи и примања индиректних корисника буџетских средстава након консолидације се упоређују са одговарајућим контом расхода и издатака код директног корисника буџетских средстава, односно осталих извора финансирања. Основни циљ овог упоређивања је сагледавање наменског коришћења буџетских средстава на свим нивоима власти.

Након консолидације на нивоу Министарства просвете, спроводи се поступак консолидације на нивоу свих министарстава, па се поред извештаја о извршењу буџета састављају остала два обрасца, збирно посматрано, тј. састављају се:

- Објашњење великих одступања између одобрених средстава и извршења, и
- Извештај о примљеним донацијама и кредитима (домаћим и иностраним) и извршеним отплатама дугова,

и достављају Министарству финансија, које је надлежно за израду завршног рачуна буџета.

**3. Проблеми израде консолидованих финансијских извештаја корисника буџетских средстава у образовној делатности**

Директни корисници буџетских средстава се, у условима буџетске праксе, суочавају са одређеним проблемима, који доприносе томе да се консолидација не спроводи на начин који обезбеђује стварање услова за анализу и доношење одговарајућих одлука стратешког карактера на нивоу Министарства. Као основни и могући могу се навести следећи проблеми који проистичу из:

- неблаговременог достављања финансијских извештаја,
- евиденције на готовинској основи у буџетском рачуноводству,
- евиденције трансферисаних средстава намењених образовним институцијама у Аутономној Покрајини Војводини,

- исказивања финансирања индиректних корисника буџетских средстава из више извора.

У наставку је дат краћи осврт на претходно наведене проблеме.

### *3.1. Неблаговремено достављање финансијских извештаја*

Достављање финансијских извештаја од стране индиректних корисника буџетских средстава директним корисницима, периодично и на годишњем нивоу, нормативно је регулисано. Међутим, према подацима из Министарства просвете, „индиректни корисници буџетских средстава се понашају веома слободно, у смислу извршавања својих законских обавеза, тако да или уопште не достављају извештаје о извршењу буџета, или их достављају са великим закашњењем.“<sup>10</sup>

### *3.2. Евиденције на готовинској основи у буџетском рачуноводству*

Пословни догађај трансфера буџетских средстава, евидентиран на готовинској основи, код индиректног корисника подразумева евиденцију на приходној страни (приходи и примања). Директни корисник буџетских средстава трансфер средстава индиректном кориснику евидентира на расходној страни - трансферима (економска категорија 460000, синтетички конто 463000). У консолидованом извештају о извршењу буџета треба да постоји подударност између трансфера на страни директног корисника буџетских средстава и збира свих прихода и примања индиректних корисника буџетских средстава (на пример, колона 6 – Република – класа 700000, синтетички конто 791000 – Приходи из буџета за средње образовање, треба да буде идентичан салду на конту 463000 – Трансфери за финансирање делатности образовних установа). Уважавајући наведено, директни корисник нема увид у расходе и издатке индиректног корисника буџетских средстава, тј. наменску употребу буџетских средстава, али преко „кровних“ закона утиче на одговорност руководиоца образовних институција. У том погледу, могуће је одређеним модификацијама у погледу основе за вођење пословних књига створити услове за праћење извршења буџета на садржајнији начин (корекција Извештаја о извршењу буџета и пратеће документације).

### *3.3. Евиденције трансферисаних средстава намењених образовним институцијама у Аутономној Покрајини Војводини*

Средства намењена индиректним корисницима у Војводини не трансферишу се директно корисницима, већ Покрајинском секретаријату за образовање. Покрајински секретаријат та средства даље трансферише свакој појединачној образовној институцији (то су најчешће средства за зараде). Поред трансферних средстава из буџета Републике намењена зарадама, индиректни корисници буџетских средстава могу примати средства директно из покрајинског буџета, у складу са надлежностима Покрајинског секретаријата за образовање. Уколико образовне институције и једне и друге приходе и примања третирају као изворне приходе буџета Покрајине, тада долази до отежаног увида у средства из републичког и покрајинског буџета. У том погледу, исправно рачуноводствено обухватање је да се приходи из буџета намењени зарадама индиректних корисника на територији АП Војводине евидентирају у колони 6. Извештаја о извршењу буџета - Република, што би омогућило исправно евидентирање примљених средстава и олакшало поступак консолидације.

### *3.4. Исказивање финансирања индиректних корисника буџетских средстава из више извора*

Поред Министарства просвете индиректном кориснику могу бити трансферисана средства од различитих директних корисника Републичког буџета, по основу чега проистиче недоумица око износа средстава исказаних у Извештају о извршењу буџета. Овај проблем је могуће решити уколико би се изменио систем достављања документације и прилагодио поступку консолидације. У том погледу могу се очекивати побољшања, јер од 1. јануара 2009. и индиректни корисници буџетских средстава имају обавезу попуњавања Извештаја о великим одступањима (Образац број 6)<sup>11</sup>.

Наведени проблеми су карактеристични за директне кориснике који имају велики број индиректних корисника, као што је Министарство просвете. Према предлозима који потичу из Министарства просвете најбољи начин за разрешење ових проблеми се налази у стварању одговарајућег програмског решења (софтвера). Увођење

10) Према: Драган Ивковић, „Реформа финансијског система у образовању и пореске актуелности“, час. Економика трансформације, 11/2005, стр. 61.

11) Може се видети на сајту Министарства просвете, [www.mps.gov.yu](http://www.mps.gov.yu)



Јединственог информационог система (ЈИС-а) у све сегменте образовне делатности, од Министарства преко локалних секретаријата за образовање до образовних институција на свим нивоима образовања, обезбедило би одговарајућу основу за решавање претходно наведених проблема.

У садашњим околностима се, због наведених проблема у буџетској пракси, целокупна процедура консолидације финансијских извештаја корисника буџетских средстава у образовању препушта Министарству финансија – Управи за трезор, који тај посао спроводи у складу са одговарајућим законским и подзаконским решењима.

### *Завршне констатације*

Финансијски извештаји, као производ рачуноводствене функције, представљају најефикаснији начин да се разноврсним интересентима, екстерним и интерним, представе подаци и информације сакупљене и обрађене у рачуноводственом систему. Финансијски извештаји буџетског рачуноводства се, по основу активности корисника буџетских средстава одликују извесним посебностима. Имајући у виду начин прибављања и начин трошења буџетских средстава, неопходно је, посматрано у целини, објединити, консолидовати податке и информације на различитим нивоима прибављања и трошења средстава из буџета.

Поступак консолидовања код корисника буџетских средстава условљен је потребом за сагледавањем наменске употребе буџетских средстава. Због тога поступак консолидације треба да буде познат како индиректним корисницима буџетских средстава (од којих цео поступак и почиње), тако и директним корисницима буџетских средстава који спровode консолидацију. Такође, за све заинтересоване стране било би пожељно да постоји адекватна повратна информација о резултатима консолидације. Међутим, у условима домаће буџетске праксе индиректни корисници немају сазнања о томе да ли су, посматрано у целини, буџетска средства коришћена по обиму и структури у складу са наменом, са једне стране, а с друге стране, како су и по којим критеријумима вршена додељивања из буџета за разноврсне потребе индиректних корисника буџетских средстава.

Дакле, поступак консолидације је потребан и пожељан, посматрано с аспекта учесника у бу-

џетском систему, али се у целокупном уређењу консолидације истиче чињеница непостојања квалитетног „feedbackа“ између корисника буџетских средстава. Могуће, да би извесне модификације у односу на наведене и, уопште у досадашњој буџетској пракси, уочене проблеме допринеле брзини и квалитету консолидације финансијских извештаја код буџетских организација.

### *Литература:*

1. Ромић др Лидија: "Теорија биланса", Економски факултет Суботица, Суботица, 2003. године
2. Ракић мр Љиљана: „Буџетско рачуноводство у функцији квалитета финансијског извештавања корисника буџетских средстава у образовању“, Економски факултет Суботица, 2007. година, маг. рад.
3. Стојановић Рада, Информациони донети консолидованих финансијских извештаја, Зборник радова, СРРС, Златибор 2006.
4. Sidney J. Gray, Belverd E. Needles, Jr. Financial accounting: a Global Approach, University of New South Wales, Sydney, Australia, Превод СРРС Републике Српске, Бања Лука 2001.
5. Гајић др Љубица, “Функције извештавања о остварењима добитних центара“, Анали Економског факултета у Суботици, бр. 14, Суботица 2005.
6. Драган Ивковић, “Реформа финансијског система у образовању и пореске актуелности“, часопис „Економика трансформације“ – број 11, Институт за економику и финансије, Београд, 2005. године.
7. Чанак мр Јован, “Завршни рачун за 2008. годину према прописима буџетског рачуноводства“, *Рачуноводствена пракса* 4/5 2009, СРРС Београд,
8. Закон о буџетском систему („Службени гласник РС“, бр. 9/2002, 87/2002, 61/2005, 66/2005, 101/2005, 62/2006, 85/2006),
9. Уредба о буџетском рачуноводству („Сл. гласник РС“, бр. 125/2003, 12/2006).

др Весна  
МИЛИЋЕВИЋ<sup>0</sup>

## Стратегијске мапе као оквир за мерење перформанси пословања

### Резиме

У раду се пошло од значаја повезаности формулисања стратегије и остварења пословних резултата кроз њену реализацију у условима брзих промена у окружењу. Анализиране су специфичности везане за нематеријалне ресурсе. Акцент је на дизајнирању и коришћењу стратешких мапа као оквира за успешно мерење перформанси савремених предузећа. Преиспитан је приступ стварању вредности у моделу стратешке мапе и изазови који се у вези са тим постављају пред менаџере.

**Кључне речи:** стратешка мапа, креирање вредности, мерење перформанси, стратешко фокусирање, вредност за акционаре, менаџмент перформанси

### Увод

Пословно окружење у савременим условима одликују брзе и честе промене, дисконтинуитети, изненађења, претње везане за светску економску кризу, али и нови изазови и шансе за предузећа. Све ово имплицира да менаџери више не могу доносити пословне одлуке базиране на претпоставци да ће оно што се догодило у прошлости бити настављено у будућем периоду. Менаџери би требало да континуирано процењују критичне факторе пословног успеха у условима када ни једна пословна функција појединачно не представља искључиву детерминанту повољних резултата пословања, односно када фактички не постоји универзална формула успеха. При томе је релевантно стално испитивање екстерног окружења да би се на време уочили знаци могућих неповољних економских трендова, сатурације тражње, супституције технологије, промена у структури

потрошње, социјалних дисконтинуитета. Уколико се назире да ће одређено тржиште бити непрофитабилно у будућем периоду, предузеће ће тражити шансу на новом тржишту или на ужем тржишном сегменту.

Да би било успешно, предузеће мора да креира вредност за своје купце/кориснике услуга и остале релевантне стејхолдере на неки дистинктиван начин кроз конкурентско позиционирање и интегралну услугу коју нуди. У новијем периоду се прихвата да је стратегија вештина креирања вредности која обезбеђује концептуални оквир на бази кога менаџери могу да идентификују шансе за пружање вредности купцима уз присвајање профита од стране предузећа. У овом смислу стратегија се схвата као начин на који фирма дефинише своје пословање и интегрише ресурсе, укључујући и оне који су нематеријални.

<sup>0)</sup> Редовни професор Факултета организационих наука у Београду

Посебно се истиче значај знања и екстерних повезаности, односно компетенција организације и купаца<sup>1</sup>. У складу са тиме, у стратешкој анализи је фокусиран систем креирања вредности у оквиру којег разни економски учесници: снабдевачи, пословни партнери и други чланови стратешких алијанси, делују тако да заједнички стварају вредност у новим формама, што имплицира нову логику вредности. При томе се компетенције организације односе првенствено на специфична експертска знања, пословне процесе и технике које је она акумулирала током времена и који су инкорпорирани у “пакет” њене понуде. Међутим, ово није довољно предузећу, уколико не постоји платежна способност купаца. Стога је друго значајно преимућство сваког предузећа у постављена база купаца.

У вези са тим су актуелни концепти “компаније која креира знање” (*knowledge - creating company*) и “организације која учи” (*learning organization*). По Р. Сеуге-у “организација која учи подстиче континуирано учење и генерисање знања на свим нивоима, има процесе који могу лако да пренесу знање широм организације тамо где је оно потребно и брзо да трансферишу то знање у промене начина на који организација делује, и интерно, и екстерно”<sup>2</sup>. Значајно је учење које утиче на побољшање конкурентских варијабла као што су квалитет, испорука и увођење новог производа или услуге.

Битно је истаћи улогу карте избалансираних мерила перформанси (Balanced Scorecard - BSC) као оригиналног модела мерења перформанси предузећа<sup>3</sup>. Примена BSC је посебно актуелна са аспекта повећања важности знања као неопипљивог ресурса који често доводи до битних иновација и у том смислу BSC омогућава успешно сагледавање резултата из перспективе иновативности и учења.

Са становишта постизања конкурентске предности, пожељно је да запослени буду подстакнути на креативност и иновативност, у смислу нових и бољих начина производње, односно пружања услуга купцима. Иновације могу допринети нижим трошковима, диференцијацији или бржем одговору на шансе и претње из екстерног

окужења, при чему мора доћи до изражаја језгро компетентности и способности организације. Предузеће може да учи и од снабдевача, дистрибутера, купаца, од других чланова групације којој припада и од конкурентских фирми. Са овог аспекта потребно је указати и на растућу улогу финансијског и менаџмент консалтинга. То подразумева и развој нових концепата, оквира и метода мерења пословног успеха предузећа.

### **1. Мерење перформанси и нематеријални ресурси**

Новији приступ стратегији са аспекта остварења пословног успеха је да она представља јединствен и одржив пут којим предузеће креира вредност. Шансе за стварање вредности се премештају од управљања материјалним ресурсима ка менаџменту у сфери стратегија базираних на знању које афирмишу неопипљиве ресурсе, као што су: односи са купцима, иновације, висококвалитетни и респонзивни оперативни процеси, информационе технологије и базе података, способности, вештине и мотивација запослених. Ово је довело до потребе развоја нових „алата“ који у XXI веку описују активу базирану на знању и стратегије креирања вредности чију реализацију она омогућава<sup>4</sup>.

У овом контексту се мерење перформанси и управљање перформансама може представити као точак са три елемента или „лука“: стратешко фокусирање, комуницирање са повратном спрегом и сарадња (Слика 1)<sup>5</sup>. Слика показује и како подаци које даје управљачко рачуноводство и оперативни подаци представљају базичне инпуте у менаџмент перформанси, који у крајњој инстанци преводи план предузећа у пословне резултате. Претпоставка од које се полази је да запослени могу ефективно да имплементирају стратегију када је потпуно разумеју и када схвате начин на који могу да допринесу пословном успеху. При томе је од посебног значаја комуникација менаџера и запослених и сарадња. У овом контексту је релевантан новији приступ који преко „организације вођене перформансама“ интегрише перформансе запослених и перформансе организације<sup>6</sup>.

1) R.Norman, R Ramirez, “From Value Chain to Value Constellation: Designing Interactive Strategy“, Harvard Business Review, July-August, 1993

2) P.Seuge, “The Fifth Discipline: The Art and Practice of Learning organization“, Century Business, European Edition, 1992

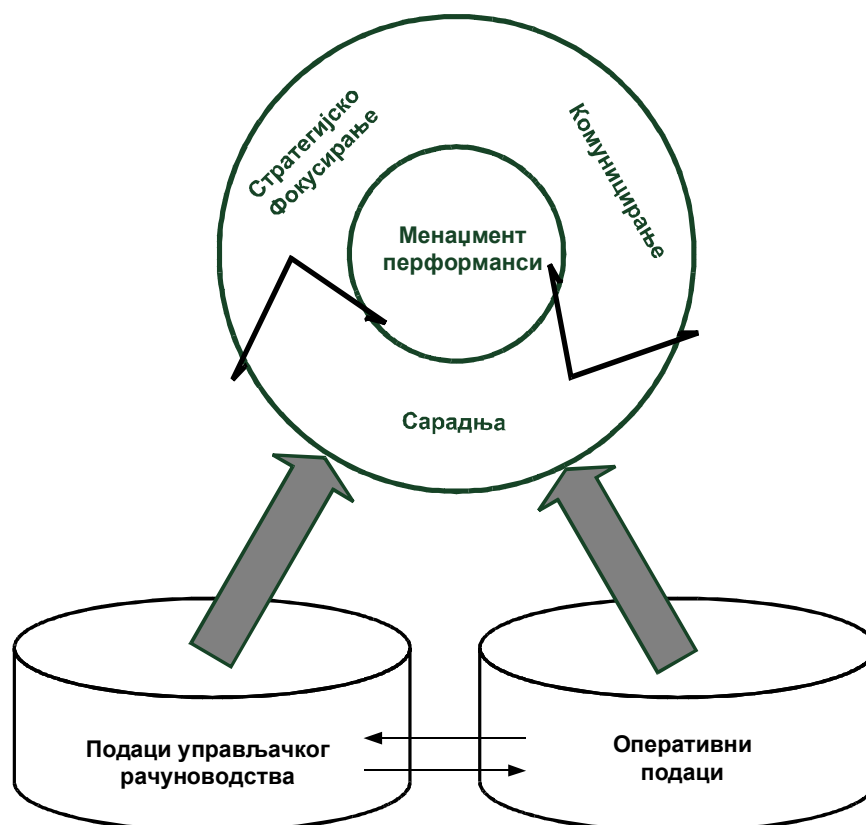
3) R.Kaplan, D.Norton, “The Balanced Scorecard“, Harvard Business School Press, Boston, 1996

4) R.Kaplan, D.Norton, “The Strategy-Focused Organization: How Balanced Scorecard Companies Thrive in the New Business Environment“, Harvard Business School Press, 2000

5) G. Cokins, “Performance Management – Finding the Missing Pieces (to Close the Intelligence Gap)“, John Wiley & Sons, Inc., 2004, str. 22.

6) M.A.Stiffler, “Performance: Creating the Performance-Driven Organization“, John Wiley & Sons, Inc., 2006

Слика 1. – Модел точка менаџмента перформанси



Извор: G. Cokins, "Performance Management – Finding the Missing Pieces (to Close the Intelligence Gap)", John Njiley & Sons, Inc., 2004, стр.22.

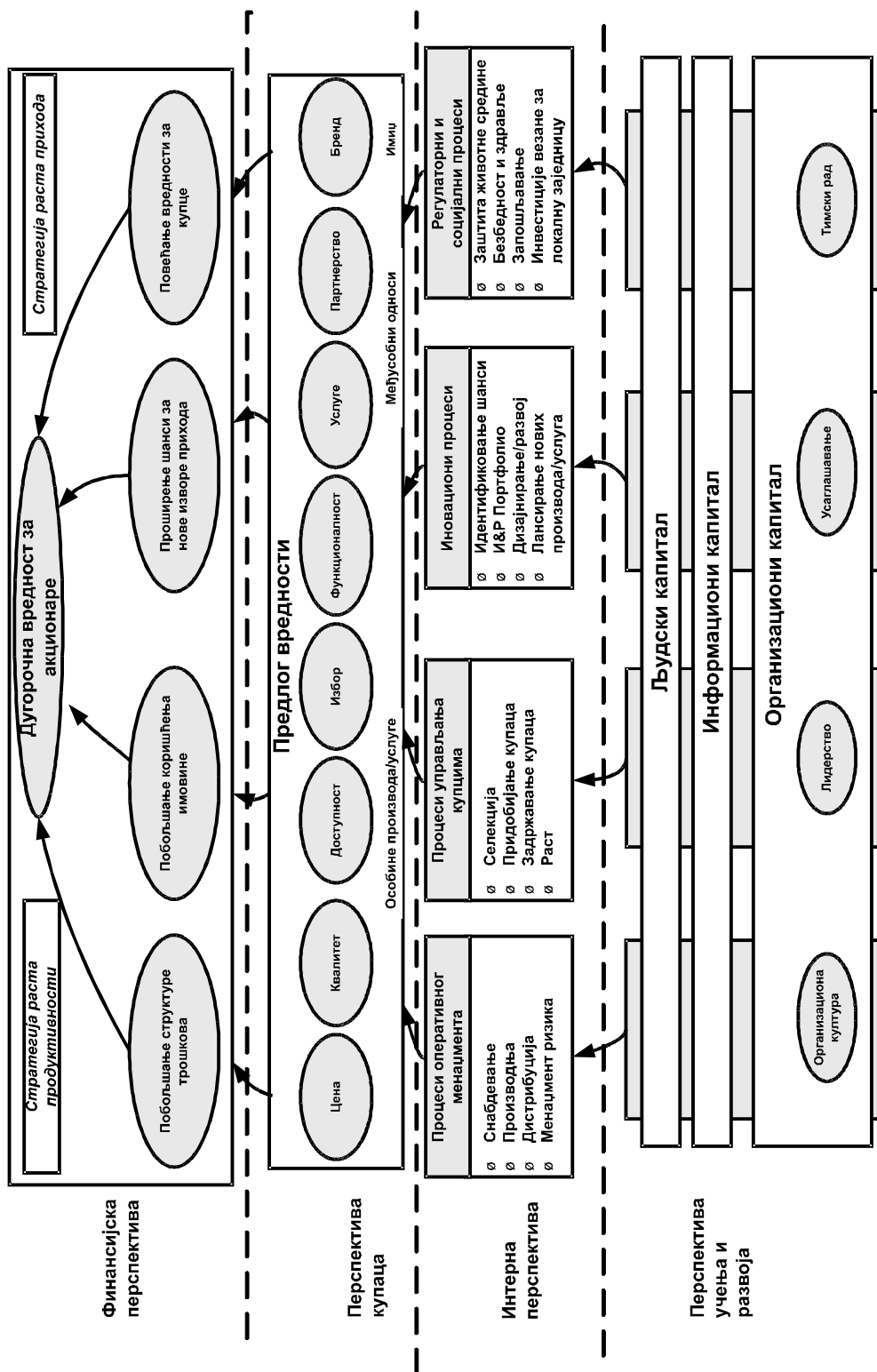
Менаџмент перформанси је концепт који „као кишобран“ покрива методологије предвиђања потреба за ресурсима, стратешког планирања, буџетирања, рачуноводства трошкова, менаџмента базираног на активностима, мерења помоћу карти резултата, управљања односима са купцима. Даље менаџмент перформанси инкорпорира методологије, метрику, процесе, софтверске алате и системе. Фактички се он распростире кроз читав процес менаџерског планирања и контроле. Битно је имати у виду да у пракси он обезбеђује експлицитну везу између стратешких, оперативних и финансијских циљева. Он мери утицај планираног трошења, користећи кључне индикаторе перформанси из стратешких мапа и карте избалансираних мерила перформанси (BSC). Менаџмент перформанси доприноси томе да приноси на инвестиције буду прихватљиви (*return on investments* - ROIs) и у већој мери предвидљиви.

У основи тога је разумевање креирања вредности. То може бити вредност за купце/кориснике услуга или вредност за акционаре/власнике, која подразумева монетарни израз. Извор креирања вредности према концепту стратешких мапа

лежи у знању и посвећености запослених да постижу пословне резултате. Привреда у којој су неопипљиви ресурси примарни извор стварања економске вредности захтева нове форме стратешког усмерења, мерења, анализе менаџерских одлука.

Уз уважавање квантитативног приступа, концепт стратешких мапа узима у обзир и бихејвиористички приступ који сагледава организацију као својеврстан живи организам који се стално мења и респонзиван је у односу на окружење. Вишедимензионалност стратешких мапа подразумева и ефективно моделирање пословања, посебно као начина за сагледавање креирања вредности. Оно помаже да се избалансира остварење пословних резултата на кратак и дужи рок. Свакако су присутни и услови неизвесности који ће утицати на реализацију планиране стратегије и на остварење вредности у будућности. Предузећа морају разумети структуру и динамику својих трошкова и начин на који се они понашају у односу на промене обима производње/пругања услуга, затим однос трошкова и промена везаних за купце/кориснике услуга, као и промена које се тичу утицаја са тржишта.

Слика 2. – Генеричка стратешка мапа на којој је представљено како предузеће креира вредност



Извор: R. Kaplan, D. Norton, "Strategy Maps – Converting Intangible Assets into Tangible Outcomes", Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts, 2004, сmp. 11.

Усавршавање система мерења перформанси конкретног предузећа је неопходно пошто је само предузеће као систем променљиво и сложено, уз очигледну динамику и сложеност екстерног

општег и оперативног окружења. Са овог аспекта управо стратешке мапе одговарају на менаџерске захтеве за системом мерења који подржава изабрану стратегију и повезује је са пословним опера-

цијама. У великим компанијама ово је посебно корисно, с обзиром на могућности да се боље сагледају перформансе појединих организационих делова и њихов допринос остварењу пословних резултата компаније као целине.

## 2. Изазови креирања и коришћења стратешке мапе

Након консултантског рада са преко 300 организација у свету везаног за примену карте избалансираних мерила перформанси – *Balanced Scorecard* као успешног система мерења, али и као оригиналног система стратешког менаџмента, R. Kaplan и D. Norton су креирали стратешке мапе као нови „алаг“ за мерење перформанси пословања савремених компанија. Поред искуства и креативности, за овакав иновативни приступ је било значајно и мултидисциплинарно знање из различитих подручја као што су корпоративна и пословна стратегија, инвестирање, вредност за власнике, управљање купцима, развој и иновирање производа/услуга, оперативни менаџмент, организациона култура, менаџмент људских ресурса, управљање информационим технологијама и лидерство. Предност стратешких мапа је у томе што омогућавају менаџерима да сагледају стратешка мерила, односно индикаторе перформанси са становишта њихове повезаности преко низа узрочно-последичних веза, полазећи од четири перспективе дате у моделу BSC. У овом смислу стратешка мапа представља свеобухватну, интегралну визуелизацију узрочно-последичних повезаности компоненти организационе стратегије, што би по овом концепту требало да буде први неопходни корак ка еволуирању у стратешки фокусирану организацију која остварује дугорочни пословни успех. Стратешке мапе би могле да се упореде са географским картама које у визуелном смислу помажу да се схвати како да се стигне из тачке А која би симболизовала садашњу позицију предузећа у дестинацију Б која би симболизовала жељено стање на основу остварења стратегије у будућности, али не у линеарном смислу. Заједно стратешка мапа и карта избалансираних мерила перформанси чине целину која обједињује планиране циљеве и кључна мерила успеха да би се они остварили у будућем периоду. То значи да оне афирмишу проактивни приступ. Битна предност у њиховој примени везана је за аналитичке могућности са једне

стране и за могућности које пружају у смислу комуникације и координације напора већег броја менаџера и запослених у реализацији стратегије, са друге стране.

Општа стратешка мапа је у основи еволуирала из система BSC (Слика 2)<sup>7</sup>. У њој је на финансијску процену, на перспективу купаца, на интерну процену и на перспективу иновативности и учења, из модела BSC, додат други „слој“ детаља који илуструје временску динамику стратегије, али и ниво спецификованости, који побољшава јасноћу и фокусираност. У процесу примене стратешке мапе овај генерални образац се прилагођава посебној стратегији конкретне предузећа. Битна предност стратешке мапе је у томе што обезбеђује преглед на једној страни, на који начин се циљеви у све четири перспективе интегришу и комбинују да опишу стратегију. Стратешка мапа показује како многоструке мере обезбеђују инструментацију за јединствену стратегију. Посебно је корисно да се у стратешкој мапи идентификују узрочно-последични односи између критичних варијабли који описују трајекторију стратегије (Слика 2). Циљеви четири перспективе у стратешкој мапи даље се преводе у специфична мерила и задатке.

*Менаџери морају узети у обзир могуће контрадикторности које се јављају по природи пословања и развоја предузећа. Они би пре свега требало да изврше усаглашавање између инвестирања у неопипљиве ресурсе ради остварења дугорочног раста прихода и снижења трошкова везаног за краткорочне финансијске перформансе, односно за побољшавање резултата у кратком року. Ово специфично артикулисање, као и спровођење ране и правовремене корективне акције, уколико је потребно, постаје сложеније у условима светске економске кризе и њених импликација на понашање предузећа.*

Концепт мапирања стратегије се из угла конкурентности надовезује на истраживања и приступ М. Porter-а који се односи на алтернативне конкурентске стратегије<sup>8</sup>. Овај новији концепт велику пажњу посвећује задовољењу купаца, као извору креирања постојане вредности. Приликом израде стратешких мапа једно од полазишта је диференцирање тзв. „предлога вредности“ за купце и прилагођавање стратешке мапе, у складу са конкретном ситуацијом у предузећу. Истичу се четири типа „предлога вредности“ које најчешће предузећа узимају у обзир: (1) ниски укупни

7) R.Kaplan, D.Norton, "Strategy Maps – Converting Intangible Assets into Tangible Outcomes", Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts, 2004, стр.11.

8) M.Porter, "Competitive Advantage, Creating and Sustaining Superior Performance", The Free Press, New York, 1985

трошкови, (2) лидерство у производу/услугу, (3) потпуна решења за купце и (4) систем „заробљавања“ купаца (*system lock-in*) због високих трошкова преласка на куповину алтернативних производа, односно креирање вредности са предузећима комплементорима сагледавајући целину ланца вредности. Суштина је да сваки од њих дефинише атрибуте које је неопходно да предузеће пружи купцу да би он био задовољан.

Са економског аспекта је јасно да се вредност ствара кроз интерне пословне процесе. Финансијска перспектива и перспектива купаца у стратешкој мапи описују исходе у смислу онога што предузеће планира да постигне – повећање вредности за акционаре кроз раст прихода и побољшање продуктивности свих ресурса, као и пораст удела предузећа у структури трошења купаца. Ефективни и усаглашени интерни процеси одређују како се вредност ствара и одржава. Од менаџера се очекује да код креирања стратешке мапе идентификују неколико критичних процеса полазећи од планираних будућих резултата.

Креирање вредности на бази нематеријалних ресурса у више аспеката се разликује од стварања вредности из материјалних ресурса. Карактеристично је да је у случају неопипљивих ресурса само стварање вредности посредно. То се може показати на примеру знања или технологије који обично имају индиректан утицај кроз ланац узрочно-последичних односа на повећање прихода, на снижење трошкова или на остварење растућег профита.

Може се констатовати да стратешке мапе афирмишу финансијску перспективу из карте избалансираних мерила перформанси као „крајњи циљ“ за профитне производне и услужне организације, што ставља у први план мере финансијских перформанси. Са становишта коришћења стратешке мапе као „алата“, промишљање финансијске стратегије резултира у томе да се она посматра преко повећања продаје или преко мањег трошења. Истиче се да, из угла менаџера који дизајнирају стратешку мапу, оно што би за њих могло да се схвати као одређени „програм“ као што је на пример изражена оријентација на купце, „шест сигма“ (*six sigma*) у области управљања тоталним квалитетом (TQM), менаџмент знања, „just-in-time“ би створило више вредности за предузеће само уколико би довело до тога да се повећа продаја, или да се смањи трошење.

Конкретно, у оквиру финансијске перспективе у концепту BSC и стратешке мапе, повећање дугорочне вредности за акционаре се везује за реализа-

цију финансијске стратегије која овде има две димензије: (1) стратегију раста прихода и (2) стратегију повећања продуктивности свих ресурса. Раст прихода се може генерисати повећањем шанси за његову експанзију преко нових извора прихода као што су нови производи, услуге, тржишта, партнери или путем пораста профитабилности по постојећим купцима. Побољшање ефикасности се може остварити снижењем трошкова или ефикаснијим коришћењем финансијске и физичке имовине, смањењем капитала потребног да подржи дати ниво пословања. Овде је битна и стратешка одлука везана за балансирање између често контрадикторних захтева везаних за остварење раста и профитабилности на кратак рок.

Основна сврха дизајнирања и коришћења стратешке мапе је трансферисање неопипљивих ресурса у опипљиве исходе. У примени стратешких мапа важно је да се изврши стратешко поравнање неопипљивих ресурса према раније одређеним критичним процесима, што детерминише вредност нематеријалних ресурса. Полази се од тога да ниједан неопипљиви ресурс нема вредност која би се мерила одвојено или независно, пошто вредност ове категорије ресурса потиче од њихове способности да помогну да организација реализује изабрану стратегију. Ово се посебно односи на генерисање позитивног приноса на инвестиције у људске ресурсе и у информационе технологије. У вези са тиме се формира стратешки портфолио информационих технологија. Требало би да компоненте перспективе учења и развоја - људска, информациона и организациона буду усаглашене са стратегијом, да би се покренули и извршили процеси промене неопходни за спровођење стратегије. У мултикултурним компанијама требало би обратити посебну пажњу на успостављање јасних стандарда који се односе на људске ресурсе, укључујући тренинг и награђивање повезано са доприносом резултатима пословања<sup>9</sup>.

Коришћење стратешке мапе подразумева да менаџери морају да донесу важне одлуке, што у основи значи да врше избор између алтернатива. Најпре, они би требало да се одреде за неколико интерних процеса критичних за остварење стратегије. Поред тога, они одлучују о инвестицијама у људске ресурсе, информационе технологије и о евентуалним улагањима везаним за промене организационе културе.

Успешно спровођење стратегије према концепту стратешких мапа захтева у пракси три компоненте: (1) опис стратегије, (2) мерење стратегије и (3) управљање стратегијом. Из овога прозила-

9) М. Armstrong, "Performance Management: Key Strategies and Practical Guidelines", Kogan Page, London, 2006

зи сликовита једначина која обједињује три иновативна приступа R. Kaplan-а и D. Norton-а [према 7, стр. XIII]:

$$\text{Изузетни резултати} = (\text{стратешке мапе}) + (\text{карта избалансираних мерила перформанси}) + (\text{стратешки фокусирана организација})$$

Систем стратешке мапе и карте избалансираних мерила перформанси оптимизира организациону ефикасност, подржава континуирано побољшање квалитета и максимизира вредност људске и капиталне активне<sup>10</sup>. Чињеница је да многи фактори представљају препреке за остварење пословних резултата. Оне могу бити отклоњене уколико запослени разумеју стратегију предузећа и кључне иницијативе да би се она остварила, али и ако се изаберу одговарајућа мерила перформанси. То је и разлог зашто су многа предузећа широм света прихватила ове нове моделе, а очекује се и повећано интересовање наших менаџера, нарочито оних који су свесни значаја примене нових метода и техника менаџмента.

У савременој економији и менаџменту велика пажња се у оквиру стратешке оријентације поклања остварењу синергијских ефеката, посебно у функцији постизања пословног успеха. У том смислу је релевантан приступ када се корпоративне стратешке мапе и карте избалансираних мерила перформанси користе ради остваривања корпоративне синергије, посебно код великих организација које имају више филијала и територијално су дисперзирани<sup>11</sup>. При томе се преиспитују усаглашавање финансијске стратегије и стратешке оријентације ка купцима, као и однос са екстерним партнерима. Неопходна је координација активности појединих пословних јединица да би се остварили бољи резултати за корпорацију као целину.

### Закључак

У раду је показано да су се стратешке мапе развиле као новији „алат“ који обезбеђује визуелни оквир за интегрисање циљева предузећа у четири перспективе карте избалансираних мерила перформанси. Њима се идентификују посебне способности предузећа, везане за нематеријалне ресурсе. Са економског аспекта, стратешке мапе представљају оквир за успешно мерење перформанси савременог пословања. Оне помажу менаџерима у процесу реализације стратегије пред-

узећа, у процени пословног успеха, али су важне и са становишта побољшања резултата пословања.

Битно је нагласити да је у основи третирања вредности у моделу стратешке мапе контекстуализација вредности одређеног неопипљивог ресурса у смислу њене зависности од усаглашавања са стратегијом предузећа. Осим тога, вредност је потенцијална у смислу да се, уколико интерни процеси у фази имплементације стратегије нису усмерени на „предлог вредности“ за купце или на финансијска побољшања, потенцијална вредност неопипљивог ресурса неће реализовати. Мора се имати у виду да вредност из неопипљивих ресурса настаје када су они ефективно комбиновани са финансијским ресурсима, опипљивим физичким ресурсима и са одређеним нематеријалним ресурсима. Погодност стратешке мапе је и у томе што илуструје како стратегија повезује неопипљиве ресурсе са процесима креирања вредности.

На основу интегралног концепта стратешких мапа, може се закључити да су опипљиви исходи остварења стратегије који се исказују у финансијском изразу од великог значаја за предузеће и поред других показатеља, а може се констатовати да се њихова улога истиче у условима светске економске кризе. Показатељи као што су просечни трошкови, раст прихода, вредност за акционаре, профитабилност и стопа приноса на инвестиције представљају индикаторе успеха (или неуспеха) у остваривању стратегије предузећа.

Карактеристично је да се у новијем периоду стратешке мапе користе и у јавном сектору и у непрофитним организацијама, где су стратегије развијене тако да креирају одрживу вредност за њихове стејхолдере. При томе су у складу са овим извршене одређене модификације у дизајнирању стратешких мапа.

У целини посматрано, креирање и коришћење стратешких мапа у савременим предузећима може значајно допринети побољшању мерења перформанси и постизању планираних пословних резултата у будућем периоду. Оно поставља значајне изазове менаџерима везане за њихово дизајнирање и примену. Претпоставља се стицање нових знања и коришћење одговарајуће софтверске подршке.

10) G. Cokins, "Performance Management – Finding the Missing Pieces (to Close the Intelligence Gap)", John Wiley & Sons, Inc., 2004

11) R. Kaplan, D. Norton, "Alignment: Using the Balanced Scorecard to Create Corporate Synergies", Harvard Business School Publishing Corporation, Boston, Massachusetts, 2006



*Литература*

1. M.Armstrong, "Performance Management: Key Strategies and Practical Guidelines", Kogan Page, London, 2006.
2. G. Cokins, "Performance Management – Finding the Missing Pieces (to Close the Intelligence Gap)", John Wiley & Sons, Inc., 2004.
3. I.J.Guerra-Lopez, "Proven Approaches for Improving Program and Organizational Performance", John Wiley & Sons, Inc., 2008.
4. R.Kaplan, D.Norton, "Alignment: Using the Balanced Scorecard to Create Corporate Synergies", Harvard Business School Publishing Corporation, Boston, Massachusetts, 2006.
5. R.Kaplan, D.Norton, "The Balanced Scorecard", Harvard Business School Press, Boston, 1996.
6. R.Kaplan, D.Norton, "The Strategy-Focused Organization: How Balanced Scorecard Companies Thrive in the New Business Environment", Harvard Business School Press, 2000.
7. R.Kaplan, D.Norton, "Strategy Maps – Converting Intangible Assets into Tangible Outcomes", Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts, 2004.
8. др Весна Милићевић: „Нови приступи и модели мерења перформанси предузећа“, часопис *Рачуноводство*, број 5-6, Савез РР Србије, Београд, 2005.
9. др Благоје Новићевић, др Љиља Антић, мр Татјана Стевановић: *Управљање перформансама предузећа*, Економски факултет Ниш, 2006.
10. R.Norman, R Ramirez, "From Value Chain to Value Constellation: Designing Interactive Strategy", *Harvard Business Review*, July-August, 1993
11. M.Porter, "Competitive Advantage, Creating and Sustaining Superior Performance", The Free Press, New York, 1985
12. P.Seuge, "The Fifth Discipline: The Art and Practice of Learning Organization", Century Business, European Edition, 1992
13. M.A.Stiffler, "Performance: Creating the Performance-Driven Organization", John Wiley&Sons, Inc., 2006

др Славиша М.  
БОРЂЕВИЋ<sup>0</sup>

## Компаративна анализа регулативе у области преузимања корпоративних предузећа у САД и Србији

### Резиме

У овом чланку учињен је покушај детаљнијег образлагања најзначајнијих карактеристика два законска прописа, Вилијамсовог закона у САД-у и Закона о преузимању акционарских друштава у Републици Србији, којима се регулишу поступци преузимања корпоративних предузећа. Поред тога, истакнуте су и неке значајније разлике између наведених аката, које су, по мишљењу аутора, последица непостојања или дисконтинуитета у организовању како корпоративних облика организовања предузећа, тако и тржишта хартијама од вредности у Републици Србији.

### Увод

Процес приватизације друштвених предузећа у Републици Србији који се, уз доста потешкоћа, приводи крају, имао је за последицу стварање и корпоративних облика организовања привредних друштава. Стварање акционарских друштава захтевало је успостављање организованог тржишта хартијама од вредности, као и регулисање поступака преузимања (*acquisition*) контроле над другим акционарским друштвима, што је постигнуто усвајањем Закона о преузимању акционарских друштава<sup>1</sup> и Закона о хартијама од вредности и других финансијских инструмената<sup>2</sup>.

Преузимање акционарских друштава у земљама са развијеном тржишном привредом последица је конфликта интереса, односно парцијалних циљних функција двају примарних конститу-

ената корпоративног предузећа, власника капитала (акционара) и менаџмента, који често представљају препреку за реализовање мерџера, односно процеса реструктурирања корпоративних предузећа путем преговарања заинтересованих страна. Менаџмент циљне корпорације, руководећи се сопственим циљевима, може да буде против преузимања њихове корпорације чак и када је она у најбољем интересу његових акционара. Аквизиционим тимовима стицатељских корпорација тада преостаје или да одустану од намере за преузимање или интегрисање, или да процес преузимања реализују применом одређених тактика, без обзира на отпор менаџмента корпорације чије преузимање или аквизиција су планирани.

Уколико менаџмент циљне корпорације не пристаје на предложени споразум о аквизицији,

0) Доцент Универзитета Сингидунум у Београду

1) "Сл. гласник РС," бр. 46/06.

2) "Сл. гласник РС," бр. 46/06.

стицатељској корпорацији стоје на располагању следеће две основне тактике за преузимање такве корпорације:

- понуда за директну куповину акција од акционара циљне корпорације, односно понуда на тендеру (*Tender offers*) или
- заступничка борба<sup>3</sup> (*Proxy fights*).

Атрактивност сваке од наведених тактика преузимања била је различита у одређеним временским периодима и зависила је, пре свега, од законске регулативе, могућности за финансирање наведених тактика за преузимање и мера за одбрану од преузимања примењених од стране нападнуте циљне корпорације. Чињеница је да свака тактика има своје добре и лоше стране и може се имплементирати на различите начине, како би се повећала вероватноћа успеха.

У наставку излагања образложићемо детаљније суштину, карактеристике и модалитете понуда за директну куповину акција, прописе који их регулишу у САД-у и Републици Србији, као и неке од разлика које смо уочили упоређивањем наведене регулативе.

### **Карактеристике поступака за преузимање у САД-у**

Почетком шездесетих година двадесетог века понуде за директну куповину акција, односно понуде на тендеру биле су најпопуларнија тактика за преузимање контроле над циљном корпорацијом.<sup>4</sup> И поред тога, у том периоду није постојала адекватна законска регулатива којом би на одговарајући начин био успостављен ред у овој области. Та празнина у регулативи попуњена је Вилијамсовим законом који представља кључни део Савезне законске регулативе у овој области у Сједињеним Америчким Државама. Овај закон изгласан је у америчком Конгресу јула 1968. године на предлог сенатора *Harrison Williams*-а, који је у то време био председавајући Банкарског комитета америчког Сената.

Циљеви доношења овог закона били су следећи:<sup>5</sup>

- регулисање понуда на тендеру – пре доношења овог закона акционари циљних кор-

порација су били прилично неорганизовани у нуђењу својих акција, тако да су често остваривали мање повољне услове њихове продаје;

- регулисање поступака и захтева за обелодањивање аквизиције – које је омогућавало акционарима циљних корпорација да сазнају више о потенцијалним стицатељским корпорацијама прикупљањем и анализом детаљних финансијских информација;
- остављање довољно времена акционарима за доношење одлуке у вези са понудом на тендеру – без обзира на квантитет и квалитет прикупљених информација о стицатељским корпорацијама потребно је време да би се оне анализирале и донела исправна одлука у вези са понудом и
- враћање поверења у тржишта хартијама од вредности – што значи могућност прикупљања више капитала на берзама, јер је вероватноћа остваривања губитака на улагањима мања него у случајевима у којима се одлуке доносе на основу лимитираних информација.

Иако је примарни циљ доношења Вилијамсовог закона био регулисање понуда на тендеру, ни у једном члану овог закона не даје се њихова прецизна дефиниција. Међутим, аутори који се баве истраживањем феномена преузимања покушавају да дефинишу ову тактику за преузимање. Навешћемо само један покушај дефинисања понуда на тендеру који, по нашем мишљењу, одражава у потпуности њихову суштину. Наиме, *Bittlingmayer* сматра да је понуда на тендеру понуда упућена директно акционарима циљне корпорације и значи “обећање да ће се платити (готовином, акцијама или другим хартијама од вредности – С. Ђ.) унапред одређени износ за акције које нуде акционари циљне корпорације, под одређеним условима”<sup>6</sup>.

Недостатак прецизне дефиниције представљао је проблем и за судије које су требале да пресуђују да ли је учињена понуда представљала понуду за директну куповину акција или не, у разним споровима између корпорација. Овај недостатак надомештен је утврђивањем листе од осам

3) Опширније о заступничкој борби, као једној од тактика за преузимање видети у: Ђорђевић, С. М., „Тактике за преузимање проспективних циљних корпорација“, Рачуноводство 10/02, Савез рачуновођа и ревизора Србије, Београд.

4) “Основни циљ понуда на тендеру је стицање контроле, а не власништва над целокупном циљном корпорацијом.” Shapiro, A. C., *Modern Corporate Finance*, Macmillan Publishing Company, New York, 1990, стр. 952.

5) Gaughan, P. A., *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, John Wiley & Sons, Inc., New York, 1996, стр. 56.

6) Bittlingmayer, G., *The Market for Corporate Control (Including Takeovers)*, I Encyclopedia of Law & Economics, 1998, стр. 5-6. (Пад презет са Интернета).

фактора који карактеришу понуде на тендеру. Куповина акција сматра се за директну куповину акција ако задовољава следеће услове:<sup>7</sup>

- активно и распрострањено тражење акција од издаваоца,
- тражење суштинског процента акција од издаваоца,
- понуда за куповину је по цени вишој од преовлађујуће тржишне цене,
- услови понуде су наметнути од стране понуђача и нису резултат преговора,
- понуђач утврђује фиксни број акција, а може одредити и максималан број акција које жели да купи,
- понуда важи за одређени временски период,
- врши се притисак на имаоце акција да их понуде на продају, и
- јавно обелодањивање програма куповине, које претходи или се подудара са брзим нагомилавањем већих количина хартија од вредности циљне корпорације.

Обавезе стицатељске корпорације у вези са јавним обелодањивањем програма директне куповине акција од акционара изабране циљне корпорације по Вилијамсовом закону су следеће:

- стицатељска корпорација мора да изврши обелодањивање најкасније у року од 10 дана након што је стекла акције у вредности од 5% изабране циљне корпорације. У том периоду стицатељска корпорација мора да испуни Образац 13Д (*Schedule 13D*), у којем се обелодањују следеће информације: име и адреса издаваоца хартија од вредности и врсте хартија од вредности које су стечене, детаљне информације у вези са изворима из којих су информације прибављене, као и подаци о евентуалним кривичним делима у прошлости, број акција које заиста поседује стицатељска корпорација, сврху трансакције, односно да ли је у питању само облик инвестирања куповином хартија од вредности или је намера преузимање контроле над корпорацијом, и начин финансирања аквизиције акција циљне корпорације<sup>8</sup>;
- понуда на тендеру учињена након њеног обелодањивања остаје отворена 20 радних дана. У овом периоду акционари циљне кор-

порације могу да понуде своје акције стицатељској корпорацији под условима наведеним у понуди. Вилијамсов закон “дозвољава акционарима да повуку акције које су понудили у првих 15 радних дана након што је понуда иницирана, како би се обезбедило да акционари који су већ понудили своје акције могу да имају користи од евентуалног побољшања у условима понуде.”<sup>9</sup> Овом одредбом се штите акционари циљне корпорације тако што им се даје довољно времена и информација како би на одговарајући начин проценили понуду на тендеру и одговорили на њу;

- уколико стицатељска корпорација тражи одређени број акција, а акционари циљне корпорације понуде више акција него што се тражи, куповина ће се обавити на тај начин што ће се од сваког акционара откупити одређени број акција на пропорционалној основи. На овај начин, сви акционари циљне корпорације се третирају једнако и добијају исту цену по акцији, а стицатељска корпорација добија тражени број акција;
- у случајевима у којима у законом предвиђеном року акционари циљне корпорације нису понудили довољан број акција, стицатељска корпорација може да огласи продужење времена трајања понуде и то не касније од девет сати пре подне оног радног дана који следи дан у којем је претходна понуда истекла. Истовремено са обелодањивањем продужења времена трајања понуде понуђач има обавезу да обелодани број акција које ће купити у том периоду;
- евентуално повећање цене по којој ће се купити тражене акције циљне корпорације представља материјалну промену у условима понуде и свако такво повећање у ствари представља нову понуду која дозвољава акционарима додатних 20 радних дана за њено разматрање. У случају повећања цене, понуђач има обавезу да вишу цену плати и акционарима који су већ понудили акције по претходној нижој цени;
- атрактивна циљна корпорација може привући више понуђача за своје акције. У случајевима у којима се јави нови понуђач са новом пону-

7) Soderquist, L. D., *Understanding Securities Laws*, Practicing Law Institute, New York, July 1987, стр. 236, (Према: Gaughan, P. A., *op. cit.*, стр. 216).

8) Fox, B. E. and Fox, E. M., *Corporate Acquisitions and Mergers*, Matthew Publishing Co., New York, 1994, Vol. 2, стр. 27.

9) Shapiro, A. C., *op. cit.*, стр. 952.

дом, акционарима се дозвољава додатних 10 радних дана за разматрање нове понуде, и

- најзад, стицатељској корпорацији која је упутила понуду за директну куповину акција, за време трајања понуде није дозвољено да купује акције циљне корпорације на други начин, осим према условима из понуде на тендеру.

Минималан број акција неопходних за упућивање понуде на тендеру у вредности од 5% циљне корпорације проспективна стицатељска корпорација најчешће купује на отвореном тржишту хартијама од вредности. Након прикупљеног минималног броја акција, потребног за упућивање понуде за директну куповину акција, стицатељска корпорација може, у временском периоду од 10 радних дана који је допуштен за попуњавање Обрасца 13Д, покушати агресивним наступом да потребан број акција за стицање контроле прибави преко посредника на берзама. Овакав покушај стицања контроле куповином акција на отвореном тржишту је изузетно ризичан, јер је врло тешко прибавити потребан број акција за стицање контроле и истовремено држати у тајности намеру за преузимање контроле, тако да се често дешава да се прикупи недовољан број акција. У том случају, стицатељска корпорација је принуђена да, након неуспелог стицања контроле, знатан број купљених акција прода, али сада по нижој цени од оне по којој су акције набављене, тако да се најчешће остварује значајан губитак на трансакцијама ове врсте. Губитак настаје због тога што се након неуспелог прикупљања довољног броја акција проспективне циљне корпорације на отвореном тржишту смањује потражња за тим акцијама и, самим тим, смањује се и њихова цена. За разлику од куповине на отвореном тржишту, код понуда на тендеру “понуђач нема обавезу да купи ниједну акцију циљне корпорације све док му се не понуди тражени број акција. Уколико се тражена количина акција не понуди до дана истека понуде, понуђач може повући понуду или је продужити”<sup>10</sup>.

Два основна правила којих се даваоци понуда на тендеру морају придржавати и која су прописана Вилијамсовим законом јесу правила “најбоље цене” и “сви акционари.” Ова правила “захтевају да давалац понуде купи понуђене акције по најбољој цени у току трајања понуде и да понуда треба да буде отворена за све акционаре”<sup>11</sup>.

Пре него што упутити понуду за директну куповину акција понуђач треба да размотри две алтернативе:

- или ће понуду упутити за неограничени број акција (*any-and-all tender offers*) – у ком случају ће прихватити и купити било који број понуђених акција од стране акционара циљне корпорације. Ова тактика за преузимање сматра се најефикаснијом и нападнутој циљној корпорацији је знатно теже да се адекватно одбрани од ње;
- или ће понуду упутити само за унапред одређени проценат акција циљне корпорације (*partial tender offers*) – која мање одговара акционарима циљне корпорације јер, уколико се понуди више акција него што давалац понуде на тендеру тражи, многим акционарима могу преостати акције које могу имати нижу вредност након што је делимично преузимање, односно стицање контроле реализовано, у зависности од процене вероватноће да ће понуђач упутити другу понуду која ће садржавати исту или нижу премију у односу на премију из прве понуде за унапред одређени проценат акција. Нижа цена по акцији може се остварити када дође до евентуалне нове понуде, и када понуђена цена по акцији не садржи премију за контролу коју је садржала првобитна делимична понуда на тендеру.

Доста сличности са другом алтернативом имају тзв. понуде на тендеру у два реда (*two-tiered tender offers*), које су биле популарна тактика за преузимање током раних деведесетих година. Примењиване су нарочито од стране стицатељских корпорација које нису располагале довољним изворима за финансирање готовином понуда за неограничени број акција. Због тога су такви понуђачи нудили вишу цену и боље услове, најчешће исплату у готовини за највише 51% капитала изабране циљне корпорације, а нижу цену и исплату хартијама од вредности, најчешће обвезницама за преостале акције у другом низу (реду). С обзиром на то да се на овај начин крши одредба Вилијамсовог закона о правилу “најбоље цене” што доводи до различитог третмана акционара циљне корпорације, многе корпорације су у своје статуте унеле одредбе о “правичној цени” (*fair price*), којом се захтева да као надокнаду за своје акције сви акционари остваре правичну (исту) цену, чак и они који нису своје акције понудили у првом низу.

Чињеница да су понуде на тендеру релативно скупа тактика за преузимање, јер се акционарима

10) Gaughan, P. A., op. cit., стр. 237.

11) Sudarsanam, P. S., *The Essence of Mergers and Acquisitions*, Prentice-Hall, London, 1995, стр. 95.

циљне корпорације плаћа контролна премија чији проценат варира најчешће између 30 и 50%, а у неким случајевима чак и 100% изнад преовлађујуће тржишне цене, приморала је стицатељске корпорације да прибегну и другим тактикама за преузимање, које се делимично ослањају на понуде на тендеру. Једна од њих је тактика “загрљај медведа” (*bear hugs*), која је била изузетно популарна у деведесетим годинама двадесетог века.

Суштина ове тактике за преузимање је да се у контактима са управним одбором циљне корпорације изврши притисак на менаџмент да прихвати споразумно преузимање, уз истовремено јавно обелодањивање намере да се акционарима упуту понуда за директну куповину акција. На тај начин се менаџмент циљне корпорације приморава да заузме одређени став према предлогу за споразумно преузимање. Понуђач мора да буде у стању да адекватно процени вероватноћу пристанка менаџмента циљне корпорације, јер у случајевима јаког отпора преузимању корист од ове тактике може да буде врло мала. Уколико, пак, менаџмент пристане на споразумно преузимање овом тактиком се, не само брже и јефтиније реализује намера за стицање контроле, већ се смањују и “неповољне консеквенце које настају са непријатељским аквизицијама, као што су губитак кључних запослених или погоршавање морала запослених након аквизиције”<sup>12</sup>.

Успех понуда на тендеру као тактика за преузимање у највећој могућој мери детерминисан је, дакле, спремношћу акционара циљне корпорације на њено прихватање. Ма колико, на први поглед, изгледало нелогично, применом ове тактике од стране стицатељске корпорације више се уважава мишљење акционара нападнуте циљне корпорације него код споразумне интеграције путем мерџера. Овакав закључак намеће чињеница да о мерџеру одлуку доноси најпре менаџмент циљне корпорације, који затим тражи потврђивање те одлуке од својих акционара, док о понудама на тендеру акционари одлучују самостално, најчешће без знања и утицаја њиховог менаџмента.

Напоменимо на крају да успешна понуда на тендеру може да доведе и до потпуне интеграције две корпорације кроз мерџер. Међутим, све док било који акционар циљне корпорације одбија да прода своје акције под условима из понуде на тендеру интеграција две корпорације није могућа. Даље, све док понуђач не стекне најмање 80% ак-

ција циљне корпорације у власништво, има обавезу да плаћа порез у износу од 30% на све будуће дивиденде које ће примити на име учешћа у капиталу циљне корпорације<sup>13</sup>.

### **Карактеристике поступка за преузимање акционарских друштава у Републици Србији**

Поступак преузимања акционарских друштава путем понуда за директну куповину акција у нашим условима има доста сличности са напред описаним поступком, који је прописан Вилијамсовим законом. Ипак, сматрамо да није на одмет да детаљније укажемо на најзначајније одредбе Закона о преузимању акционарских друштава, који је усвојен 25.05.2006. године, као и на најзначајније разлике између поменутих закона.

Поступак преузимања акционарских друштава подразумева:

- Обавезу објављивања понуде за преузимање, према члану 6 став 1 закона, коју има акционарско друштво које “стекне акције циљног друштва, којима заједно са акцијама које већ има, прелази 25% од укупног броја гласова које дају акције са правом гласа циљног друштва...” и о томе треба да “одмах обавести организациони облик организованог тржишта на коме се тргује акцијама циљног друштва, Комисију (за хартије од вредности – С. Ђ.) и циљно друштво и објави понуду за преузимање, (скраћени текст – С. Ђ.)...” или сваку измену понуде за преузимање у једним дневним новинама које се редовно дистрибуирају на целој територији Републике Србије и чији је тираж најмање 100.000 примерака (члан 18 став 1)<sup>14</sup>;
- Обавезна садржина понуде за преузимање циљног акционарског друштва прописана је у члану 20 став 1 Закона о преузимању акционарских друштава, али је до детаља разрађена у Упутству о садржини и форми понуде за преузимање акција и скраћеног текста понуде за преузимање.<sup>15</sup> Понуда за преузимање (Образац ПП) треба да садржи следеће групе података: основне податке о понуди за преузимање акција; услове понуде за преузимање акција; податке о акцијама које су предмет понуде за преузимање; податке о

12) Gaughan, P. A., op. cit., стр. 234.

13) Shapiro, A. C., op. cit., стр. 952.

14) Изузети од објављивања понуде за преузимање наведени су у члану 8. став 1. Закона о преузимању акционарских друштава.

15) “Сл. гласник РС,” бр. 53/06.

циљном друштву; податке о понуђачу, однос понуђача и лица која с њим заједнички делују и циљног друштва; однос понуђача и лица која с њим заједнички делују и чланова управе циљног друштва; однос понуђача и лица која с њим заједнички делују и акционара циљног друштва; циљеве понуђача и лица која с њим заједнички делују и њихове наме-

ре у вези са циљним друштвом; друге битне чињенице; изјаву понуђача и имена и потписе лица одговорних за садржај понуде;

- С обзиром на обавезу понуђача да у једном дневном листу објави скраћени текст понуде за преузимање (Образац СТПП), презентоваћемо, кроз реалан пример<sup>16</sup>, све елементе које овај образац мора да садржи:

### Образац СТПП

1.	: " " , 1. : ,40/53. 38/8 " " , 1 " " , .1
2.	" " " - 1 . .
3.	11.728 <b>CFI</b> : ESRUFR, <b>ISIN</b> : RSMESDE42238
4.	a, a a
4.1.	: 11.728.000,00 : 1.000,00
4.2.	: 3.621,00
4.3.	
4.3.1.	28.08.2007. - 408,00
4.3.2.	) ( , - 28.08.2007. 408,00
4.3.3.	- 12 408,00 12
3604.3.4.	10% - 408,00
5.	
5.1.	( - ( , ) - 2.120 18,08%. 2.120

<sup>16)</sup> www.belex.rs.

5.2.	( )	-	
6.		-	9.608 81,92%
7.			408,00
8.			
8.1.			408,00
8.2.			
8.3.	( )		
9.	-		: 03.09.2007. : 24.09.2007.
10.	( )		
11.			:
-			
-			
-		-	
12.			89900-920-7634390-15 : " " , . - - 12 !!! - - - 12
13.		-	" " , . .1 : 30-98-184, 30-98-185, 30-98-198, 30-98-199, 30-96-920 30-96-930



14.	
15.	
16.	.4/0-32-6623/4-07 31.08.2007.

- Понуда за преузимање, која садржи претходно наведене елементе, према члану 21 став 1 закона остаје отворена најмање 21 дан, а најдуже 45 дана од дана њеног објављивања. У случају објављивања конкурентских понуда за преузимање, рок првобитне понуде се продужава до истека рока важења конкурентских понуда. Уколико се, пак, понуђач одлучи да измени постојећу понуду за преузимање, тада се рок важења такве понуде, према члану 21 став 2, “продужава за седам дана, с тим што укупан рок важења понуде не може бити дужи од 60 дана, осим у случају продужења рока због објављивања конкурентских понуда, када укупан рок важења свих понуда не може бити дужи од 70 дана”;
- Понуђач може да понуди безусловну или условну понуду за преузимање. За разлику од безусловне понуде, у којој није изричито и јасно означен услов, условна понуда, према члану 11 став 1 закона, подразумева такву понуду “којом понуђач тражи стицање означеног најмањег броја, односно процента акција с правом гласа циљног друштва као минимума који он жели да стекне, тако да она престаје да га обавезује ако се означени услов не испуни до истека рока за њено прихватање.” Другим речима, када понуђач није стекао до истека рока за прихватање понуде означени најмањи број акција циљног друштва, “не сме да купи ни акције које су му акционари циљног друштва положили на рачун, већ је дужан да им их врати о свом трошку најкасније у року од три радна дана пошто је од централног регистра добио потврду о таквом исходу понуде” (члан 11. став 3), али зато има обавезу да купи и све акције које су му понуђене преко означеног најмањег броја акција циљног друштва под истим условима;
- Понуђач има право на измену понуде, само у случајевима када нуди вишу цену од оне у првобитној понуди<sup>17</sup>, или када повлачи услове, ако је првобитна понуда била условна понуда (члан 14. став 1. и 2);
- Понуђач је дужан да акционарима циљног друштва понуди највишу цену по којој је стекао акције у последњих 12 месеци, или просечну цену по којој је у последње две године пре објављивања обавештења о намери преузимања стекао акције циљног друштва, ако је у том периоду стекао најмање 10% акција циљног друштва, под условом да је та цена виша од просечне пондерисане цене акција у последња три месеца пре објављивања обавештења о намери преузимања, а утврђена је на основу извештаја о трговању на организованом тржишту (члан 22. став 3);
- Циљно акционарско друштво може привући и више понуђача за своје акције. Такве понуде сматрају се конкурентским понудама. За конкурентске понуде је важно следеће: захтев за њихово одобрење подноси се најкасније један радни дан пре истека важења прве понуде (члан 23. став 3), не објављује се обавештење о намери за преузимање (члан 23. став 6) и ако је прва понуда за преузимање условљена најмањим бројем акција које понуђач треба да стекне, тада конкурентска понуда не сме да гласи на стицање већег броја акција (члан 23. став 8);
- Акционар циљног друштва прихвата понуду за преузимање тако што депонује акције које су предмет понуде код Централног регистра. Понуђач плаћа акције циљног друштва у року од три радна дана од последњег дана ва-

17) “Цена у понуди за преузимање се не може снижавати”, члан 14. став 3 Закона.

жења понуде. Плаћање акција циљног друштва није дозвољено пре истека рока важења понуде. Акционар циљног друштва може повући акције које је депоновао код Централног регистра у следећа два случаја: пре истека рока важења понуде за преузимање или и по истеку тога рока, уколико понуђач није платио акције у року предвиђеном за плаћање акција (члан 26.); и

- Најзад, понуђач, од тренутка настанка обавезе објављивања понуде за преузимање до истека њеног рока важења, “не сме стећи акције са правом гласа циљног друштва, нити се сме обавезати да ће их стећи на други начин, осим понудом за преузимање, као што не сме ни отуђивати нити се обавезивати да ће отуђити акције с правом гласа циљног друштва” (члан 36. став 1).

#### ***Најважније разлике у регулативи за преузимање корпоративних предузећа***

Упоређивањем одредаба Закона о преузимању акционарских друштава са одредбама Вилијамсовог закона, долазимо до следећих најзначајнијих разлика између ових прописа:

- Обавеза објављивања понуде за преузимање у нашим условима настаје када понуђач стекне у власништво више од 25% акција са правом гласа, односно више од 25% од укупног броја гласова које дају акције са правом гласа циљног друштва, док та обавеза према Вилијамсовом закону настаје након стицања акција у вредности од 5% изабране циљне корпорације. Оваква одредба у нашем закону, по нашем мишљењу, последица је непостојања дисперзије власништва, односно последица је чињенице да су нови власници приватизованих друштвених предузећа обично у процесу приватизације откупљивали уделе у власништву од преко 50%, што онемогућава постојање ситуација у којима се, примера ради, са уделима у власништву од само 20% може остварити контрола над перспективном циљном корпорацијом, какав је случај у земљама са развијеном тржишном привредом;
- Обавеза објављивања понуде за преузимање, у нашим условима, настаје одмах након стицања прописаног процента учешћа у укупном броју гласова које дају акције са правом гласа циљног друштва, док та обавеза, према Вилијамсовом закону, настаје у року који не може да буде дужи од 10 дана;
- Рок важења понуде за преузимање, у нашим условима, износи најмање 21 дан, а најдуже 45 дана, док је понуда на тендеру, према Вилијамсовом закону, отворена 20 радних дана;
- У нашим условима, у ситуацијама када је понуђач упутио условну понуду за преузимање у којој је прецизирао најмањи број акција које жели да стекне, и тај број стекао до истека рока за њено прихватање, дужан је да купи све акције које су му акционари циљног друштва положили на рачун преко минималног броја, а под условима из понуде. Према одредбама Вилијамсовог закона, пак, понуђач нема обавезу да купи нити једну акцију која је понуђена преко траженог минималног броја акција, већ куповину траженог броја акција обавља тако што од сваког акционара откупљује одређени број акција на пропорционалној основи. На тај начин сви акционари циљне корпорације се третирају једнако и добијају исту цену по акцији; и
- Не постоји, у нашим условима, одредба којом је дозвољено оглашавање продужења времена трајања понуде у случајевима када акционари циљног друштва нису понудили довољан број акција, у случајевима када је упућена условна понуда за преузимање. Насупрот томе, таква могућност је предвиђена Вилијамсовим законом, којим се дозвољава оглашавање продужења времена трајања понуде и то најкасније до девет сати пре подне радног дана након дана у којем је претходна понуда истекла.

Напоменимо на крају и да се суштина поступака преузимања преузимања у Републици Србији у значајној мери разликује од оне у САД-у. Док америчке стичатељске корпорације користе понуде за директну куповину акција како би “сломили отпор” менаџмента циљне корпорације, дотле се у нашој земљи понуде за преузимање најчешће користе као средство стицања потпуног власништва над “циљном” корпорацијом, над којом је, у процесу приватизације, стечено већинско власништво, какав је случај и у примеру који смо илустровали скраћени текст понуде за преузимање.

### Закључак

Законско регулисање трговања хартијама од вредности и начина преузимања акционарских друштава је, свакако, од изузетне важности за нашу земљу. Поједине одредбе регулативе које се, како смо видели, у значајној мери, разликују од оне која важи у развијеним привредама последица су чињенице да се поступци преузимања какви су карактеристични за наше услове у значајној мери другачији од оних у САД-у и другим развијенијим земљама. Очекујемо да ће се, у скоријој будућности, наши законски прописи прилагођавати, јер ће и само поступци преузимања добијати другачију форму, налик оној која ја карактеристична за акционарска друштва у којима постоји дисперзија власништва и где се са релативно малим учешћем у власништву (до 20% укупног власништва) може стећи контрола и право управљања таквим корпоративним предузећима.

### Литература

1. Bittlingmayer, George. 1998. "The Market for Corporate Control (Including Takeovers)," *Encyclopedia of Law & Economics* (рад преузет са *интернета*).
2. Ђорђевић, С. М., „Тактике за преузимање проспективних циљних корпорација“,

*Рачуноводство 10/02*, Савез рачуновођа и ревизора Србије, Београд.

3. Fox, Bryon E. and Eleanor M. Fox. 1994. *Corporate Acquisitions and Mergers*, Mathew Publishing Co., New York.
4. Gaughan, Patrick A., 1996. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, John Wiley & Sons, Inc. New York.
5. Shapiro, Alan C. 1990, *Modern Corporate Finance*, Macmillan Publishing Company, New York.
6. Sudarsanam, P. Sudi. 1995, *The Essence of Mergers and Acquisitions*. Prentice-Hall, London.
7. Упутство о садржини и форми понуде за преузимање акција и скраћеног текста понуде за преузимање, "Сл. гласник РС," бр. 53/06.
8. Закон о хартијама од вредности и другим финансијским инструментима, "Сл. гласник РС," бр. 46/06.
9. Закон о преузимању акционарских друштава, "Сл. гласник РС," бр. 46/06.
10. [www.belex.rs](http://www.belex.rs)

др Огњан С.  
АРЛОВ<sup>0</sup>  
др Синиша Г.  
РАНКОВ<sup>1</sup>

# Добитак пре камате, пореза и амортизације као показатељ финансијских перформанси

## Резиме

Добитак пре камате, пореза и амортизације (ЕБИТДА) један је од показатеља финансијских перформанси предузећа. Почео је да се примењује шездесетих година XX века, али од осамдесетих година се у великој мери користи у финансијским анализама и извештавању.

Будући да ни Одбор за стандарде финансијског рачуноводства (FASB), а ни Одбор за Међународне рачуноводствене стандарде (IASB) нису прописали начин калкулације ЕБИТДА нити га уврстили у постојеће финансијске извештаје, нестандартизовани показатељ често је основа за инвестиционо одлучивање, одлучивање приликом аквизиција и мерџера, те сматрамо да је добитак пре камате, пореза и амортизације битан показатељ који би требало све више примењивати у нашој рачуноводственој пракси. У домаћој привреди коју су значајним делом приватизовале иностране компаније, са циљем приближавања и прихватања европских стандарда, сматрамо да је корисно указати на употребу ЕБИТДА која и у домаћој привреди добија све већи значај. Тренутно се ЕБИТДА у Србији калкулише на семантички исправан, али суштински нетачан начин који не прати сврху и циљ њеног имплементирања. У тексту је указано на разлике у ЕБИТДА маржама у Србији и Америци (по секторима) и представљен начин процене домаћег предузећа од стране водеће светске компаније у области металургије, помоћу ЕБИТДА.

**Кључне речи:** финансијски извештаји, извештај о току готовине, биланс успеха, амортизација, пословни добитак

## Увод

Циљ финансијских извештаја, чије основе за презентацију су прописане у готово целом свету, је да на истинит и објективан начин прикажу финансијску позицију и финансијске резултате

предузећа. Финансијски извештаји су **биланс стања** и **биланс успеха**, **извештаји о променама на капиталу**, **извештаји о токовима готовине** и **напомене уз финансијске извештаје**. Међутим, док сва предузећа кроз биланс успеха извештавају о нето резултату пословања, многе

0) доцент на Факултету за пословне студије, Мегатренд Универзитет у Београду

1) доцент на Факултету за пословне студије, Мегатренд Универзитет у Београду

компаније се фокусирају на алтернативне, стандардима необухваћене финансијске показатеље као што су: слободни cash flow (FCF<sup>2</sup>), добитак пре камате, пореза и амортизације (ЕБИТДА<sup>3</sup>), раст прихода итд.

Аналитичари, инвеститори и остали адресати финансијских перформанси предузећа, прихватају алтернативне начине мерења успешности и ликвидности и на основу њих доносе економске одлуке. Како је употреба алтернативних финансијских показатеља неконзистентна и будући да добија све више на значају и у српској привреди (због значајног учешћа предузећа чији су власници иностране компаније), сматрамо да је корисно указати на предности и недостатке употребе овог сурогата извештаја о току готовине, показатеља успешности, инструмента за процену тржишне вредности предузећа и незаобилазног, али не-стандардизованог показатеља у годишњим финансијским извештајима скоро свих значајних домаћих и иностраних предузећа.

### **1. Добитак пре камате, пореза и амортизације - појам, предности и недостаци**

**ЕБИТДА** је акроним од **Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization** или добитак (зарада) пре камате, пореза и амортизације (нематеријалних улагања и материјалне имовине<sup>4</sup>). У почетку се овај финансијски показатељ користио за оцену токова готовине компанија које су пред банкротом, потом за мерење и упоређивање компанија које имају значајно учешће сталне укупној имовини, док се данас користи у свим гранама привреде, без обзира на структуру имовине.

Суштина, значај и предности ЕБИТДА, као аналитичког показатеља, је у поређењу профитабилности компанија без утицаја финансијских и рачуноводствених активности. ЕБИТДА се може калкулисати на основу података из биланса успеха (*income statement*). Начин обрачуна овог показатеља је наизглед веома упрошћен и може се дефинисати као пословни добитак (губитак), увећан (умањен) за амортизацију (нематеријалне и материјалне имовине). Сврха ЕБИТДА-е или предности у односу на остале показатеље успешности је у следећем:

1. искључује се утицај камата на упоредиви резултат пословања.
2. искључује се утицај пореске политике и националних пореских законодавстава које утичу, кроз различите пореске стопе, на упоредивост резултата пословања и
3. искључује се субјективност и арбитрарност рачуноводствених одлука које могу значајно утицати на профитабилност.

**1. Избор начина финансирања** је на управи и руководству компанија и њихов утицај је потребно искључити при оцени успешности пословног резултата (*core operating result*). Наиме, одлука менаџера да се предузеће финансира из дугорочних или краткорочних извора, зајмова, или на друге начине, требало би да остане изван домена успешности пословних операција. У том смислу се камата, као расход периода, искључује из калкулације профитабилности односно зарада или се нето добитак увећава за расходе камата на позајмљена средства, односно нето ефекат финансијских активности. Концепт ЕБИТДА се управо заснива на сегментирању основне делатности - *core business-a* од непословних трансакција у које се сврстава и начин финансирања пословања.

**2. Резултат пословања** који предузеће исказује у билансу успеха подложен је опорезивању које варира у зависности од националних прописа који се примењују на поједина предузећа. Пореске стопе пореза на добитак компанија (или код нас пореза на добит предузећа) варирају и крећу се од минималних 9 и 10% (као што је у Црној Гори и у Србији, респективно) до просечних 30% (колико износи у већини европских земаља). Концепт ЕБИТДА настоји да успешност пословања и то успешност основне, односно примарне делатности посматра засебно од пореских прописа, који су подложни изменама и значајно различити по земљама.

**3. Арбитрарност и субјективност рачуноводствених одлука** се може кретати у распону од избора алтернативних рачуноводствених политика и процена до такозваног “креативног рачуноводства”. Амортизација је можда најбољи пример арбитрарности рачуноводствених одлука. Могуће је, на пример, на основу пословних критеријума одредити методе амортизације (*временску или функционалну*), процењени ликвидациони остатак, као и корисни век употребе опреме.

2) FCF – Free Cash Flow (слободни новчани ток)

3) ЕБИТДА – Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization -добитак пре камате, пореза и амортизације.

4) У САД се амортизација материјалне имовине означава појмом “Depreciation”, а амортизација нематеријалне имовине појмом “Amortization”.

Физичко хабање, технолошки развој и потреба за обнављањем сталне имовине или имобилија је у искључивој надлежности сваке компаније, а процена трошкова амортизације се базира на личним емпиријским искуствима и може знатно да варира чак и међу предузећима које су сродне делатности. Добитак пре камате, пореза и амортизације настоји да елиминира самоволне рачуноводствене одлуке унутар компаније које су нарочито изражене кроз расходе амортизације и управо из тог разлога се пословни резултат (*који у себи садржи и трошкове амортизације*) “чисти” од ових трошкова, а са циљем, по мишљењу заговорника примене овог финансијског показатеља, упоредивости и реалности пословног резултата. Сматра се да су управо нископрофитне компаније са интензивним учешћем фиксне у укупној имовини промовисале овај концепт са циљем презентације атрактивнијих финансијских перформанси у односу на прописане, као што је нето добитак пре и после пореза.

Поред употребе *EBITDA*<sup>5</sup> као модела профитабилности овај показатељ се користи и као сурогат извештаја о токовима готовине (*cash flow-a*). Наиме, *cash flow* или токови готовине су релевантни управо због постојања и опште примене рачуноводственог принципа разграничења и признавања прихода на бази фактурисане реализације, односно такозваног рачуноводства разграничења - *accrual accounting* који је у примени и у домаћим рачуноводственим регулативама које се базирају на *IAS*<sup>6</sup>. Наиме, рачуноводствени метод који мери перформансе и стање предузећа препознајући економске догађаје независно од тренутка плаћања или наплате назива се *accrual accounting*. То практично значи да се елементи за обрачун успешности – приходи и расходи признају и евидентирају независно од тога када ће приходи бити наплаћени, а расходи исплаћени. *cash flow* надомешћује и употпуњава информације о стању ликвидности и приказује укупне приливе и одливе готовине предузећа у обрачунском периоду. Извештаји о току готовине су сегментирани на три дела:

1. токови готовине из пословних активности - *operating cash flow (CFO)*,

2. токови готовине из активности инвестирања- *investing cash flow (CFI)*,
3. токови готовине из активности финансирања – *financial cash flow (CFF)*.

Такозвани слободни токови готовине или *free cash flow (FCF)*<sup>7</sup> представљају оперативни *cash flow* умањен за обавезе за порезе и трошкове инвестиционог одржавања.

ЕБИТДА се сматра супститутом овог извештаја - *FCF*. Потребно је нагласити да ЕБИТДА није исто што и *cash flow*, будући да искључује плаћања по основу камата, пореза и промена нето обртних средстава (*working capital*). ЕБИТДА се разликује и од *FCF* јер не узима у обзир исплате по основу обнављања сталне имовине или *capex*<sup>8</sup> – *capital expenditure*.

Као и други показатељи финансијских перформанси и ЕБИТДА има поред својих заговорника и многобројне опоненте који сматрају да је овај инструмент мерења перформанси неадекватан, да доводи у заблуду адресате финансијских извештаја, а посебно инвеститоре, да је неконзистентан, подложен манипулацијама и заснован на неодрживим економским претпоставкама.

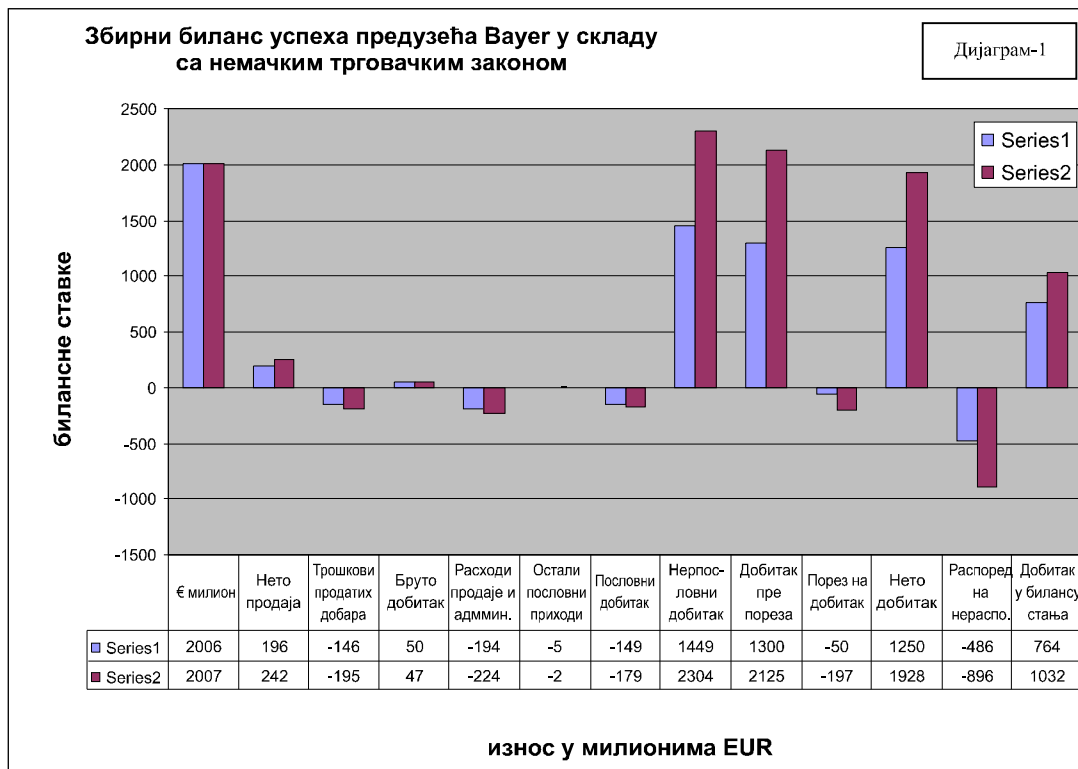
Основне замерке овом концепту су у следећем: варијације рачуноводствених метода; занемаривање готовина која је неопходна за нето обртна средства: исплата финансијских обавеза и осталих фиксних расхода и готовина неопходна за улагање у капиталне инвестиције односно обнављање фиксне имовине се такође занемарује. Сматрамо да није потребно детаљније образлагати значајне недостатке које смо навели уз констатацију да концепт који не узима у обзир одливе готовине по основу пореза, доспелих камата и замене постојеће и куповине нове опреме и остале сталне имовине није адекватан за аутономну употребу. Као и други финансијски показатељи ЕБИТДА је потребно комбиновати са осталим показатељима уколико се настоји стећи целивитаја и јасна слика успешности, солвентности и ликвидности предузећа.

5) Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (EBITDA) is a non-GAAP metric that can be used to evaluate a company's profitability (Wikipedia). ЕБИТДА је показатељ који није прописан GAAP-ом који се може користити за процену компанијске профитабилности.

6) IAS – International Accounting Standards, Међународни рачуноводствени стандарди

7) FCF= CFO – Tax payable – Capital maintenance charge, Lumbu S., Jones C.(2003), Corporate Finance, theory and practice, 7-th edition, Thomson, London, стр.583.

8) Capital expenditures (CAPEX or capex) are expenditures creating future benefits. The counterpart of capital expenditure is operational expenditure (“OpEx”). Капитални расходи настају у принципу када се врши куповина основних средстава (улагање у земљиште или опрему), врши повећање вредности постојећег основног средства са циљем технолошког и економског побољшања пословања.



## 2. Да ли правилно рачунамо успешност помоћу добитка пре камате, пореза и амортизације?

Утврђивање резултата пословања могуће је остварити помоћу **методе укупних трошкова и трошкова продатих учинака**. Није обавезно, али углавном је за методу укупних трошкова карактеристичан билансни контни оквир, биланс успеха у форми конта и издвојен погонски обрачун, док је методи продатих учинака својствен функционални контни оквир, штафелна форма биланса и интегрисан погонски обрачун.

Суштинска разлика између поменутих метода је, као што се из назива може закључити, да се у случају **метода укупних трошкова**, расходи евидентирају по врстама и врши се корекција прихода или расхода за вредност залиха недовршене производње и готових производа, док се у случају **методе продатих учинака** расходи разврставају по функцијама, а за продате производе се везују само трошкови који су настали у циљу њихове производње (*а не укупни трошкови*). У већини европских земаља и САД компаније приказују биланс успеха користећи метод продатих учинака у штафелној форми, на следећи начин<sup>9</sup>:

1. **Net sales** (нето продаја)
2. **Cost of goods sold** (трошкови продатих добара)

3. **Gross profit** (брuto добитак/зубитак)-(1-2)
4. **Selling and administration expenses** (Расходи продаје и администрације)
5. **Other operating income and expenses - net** (Остали пословни приходи и расходи – нето)
6. **Operating result** (пословни добитак/зубитак)-(3-4-5)
7. **Non-operating result** (непословни добитак/зубитак)
8. **Income before income Taxes** (добит пре пореза на добитак)-(6+7)
9. **Income Taxes** (порез на добитак)
10. **Net Income** (нето добитак/зубитак)-(8-9)
11. **Allocation to retained earnings** (пренос на нераспоређени добитак)
12. **Balance sheet profit** (добитак за биланс успеха)-(10-11)

Наведени **БУ - Биланс успеха (дијаграм-1)** који је у складу са Немачким трговачким законом смо приказали како бисмо могли указати на разлике у односу на домаће обрасце Биланса успеха који се базира на методи укупних трошкова са нето корекцијом вредности залиха на страни при-

9) Збирни Биланс успеха Bayer AG (Дијаграм-1) који је састављен у складу са немачким Трговачким законом за 2007. годину - Bayer AG Summary Income Statements according to the German Commercial Code for 2006 and 2007 (дијаграм-1)

**БИЛАНС УСПЕХА** компаније “JEEP Commerce” д.о.о.

Слика-1

47199897 Матични број	Послујева правно лице – предузетник 47330 Делова друштво Полуплова Народна Банка Србије	1.017.009.68 Г.Д.В.	
1 2 3 Врста погла	19	20 21 22 23 24 25 26	
НАЗИВ: <u>„JEEP Commerce“ Д.о.о.</u>			
СЕДИШТЕ: <u>Београд</u>			

**БИЛАНС УСПЕХА**  
у периоду од 01.01. до 31.12. 2007 године

у хиљадама динара

Група рачуна рачун	ПОЗИЦИЈА	АОП	Налог-Мо. из Број	Износ	
				Текућа година	Претходна година
1	2	3	4	5	6
	<b>A. ПРИХОДИ И РАСХОДИ ИЗ РЕДОВНОГ ПОСЛОВАЊА</b>				
	<b>I. ПОСЛОВНИ ПРИХОДИ (202 + 203 + 204 + 205 + 206)</b>	2.0.1		5864786	5866809
60 + 61	1. Приходи од продаје	2.0.2	1.	5023289	5520603
62	2. Приходи од анкетног рада, услуга и robe	2.0.3		15810	11258
63	3. Повећана вредности запиха у складу са	2.0.4		17475	119480
64	4. Смањена вредности запиха у складу са	2.0.5			
64 + 65	5. Остали пословни приходи	2.0.6		5210	15669
	<b>II. ПОСЛОВНИ РАСХОДИ (208 до 212)</b>	2.0.7		6435742	5384232
50	1. Набавно повратит продаје robe	2.0.8		2362342	2064228
51	2. Трошкови материјала	2.0.9	5.	3408860	2906233
52	3. Трошкови зареда, накнада зареда и др.	2.1.0	6.	764225	156048
54	4. Трошкови амортизације и резервација	2.1.1	7.	85289	57584
55 + 56	5. Остали пословни расходи	2.1.2	2.	312043	202972
	<b>III. ПОСЛОВНИ ДОБИТАК (207 – 207)</b>	2.1.3	8.	526064	249677
	<b>IV. ПОСЛОВНИ ГУБИТАК (207 – 207)</b>	2.1.4			
	<b>V. ФИНАНСИЈСКИ ПРИХОДИ</b>	2.1.5	8.	54836	24807
66	V. ФИНАНСИЈСКИ РАСХОДИ	2.1.6	9.	162048	197618
68	VI. ОСТАЛИ ПРИХОДИ	2.1.7	10.	11631	13420
69	VII. ОСТАЛИ РАСХОДИ	2.1.8	11.	155215	53673
	<b>IX. ДОБИТАК ИЗ РЕДОВНОГ ПОСЛОВАЊА ПРЕ ОПОРЕЗИВАЊА (210 – 214 – 215 – 216 + 217 – 218)</b>	2.1.9		275538	183345
	<b>X. ГУБИТАК ИЗ РЕДОВНОГ ПОСЛОВАЊА ПРЕ ОПОРЕЗИВАЊА (214 – 218 – 215 – 216 – 217 + 218)</b>	2.2.0			
69 + 69	<b>XI. НЕТО ДОБИТАК ПОСЛОВАЊА КОЈЕ СЕ ОБУСТАВЉА</b>	2.2.1			1028

хода у штафелној форми и има изглед<sup>10</sup> као на слици 1.

ЕБИТДА = износ пословног добитка (526.064,00) + трошкови амортизације и резервација (85.282,00)

ЕБИТДА = 526.064,00 (ред.бр. III) + 85.282,00 (ред.бр. тачка 4.) = 611.346,00 RSD

На основу презентираних форми биланса успеха у Немачкој и Србији настојаћемо да укажемо на различито тумачење и калкулацију **пословног добитка** који је један од два сабирка у једначини која резултира ЕБИТДА-ом. Наиме, **ЕБИТДА је једнака пословном добитку увећаном за амортизацију.**

**Амортизација** се према домаћем контном оквиру евидентира на рачуну 540-Трошкови

10) Биланс успеха JEEP Commerce за 2007. годину - званични образац



амортизације, а у оквиру тог рачуна могуће је правити аналитичке евиденције у складу са потребама предузећа. У презентованом обрасцу биланса успеха који се примењивао за извештавање у 2007. години под тачком 4. у делу Пословни расходи наводе се трошкови амортизације и резервизација (дугорочних резервизација свих врста).

Приликом калкулације ЕБИТДА у Србији, без претходне рекласификације и потребних преуредивања ЕБИТДА се рачуна сабирањем пословног добитка и трошкова амортизације и резервизација или износ са редног броја III и тачке 4. редног броја II из обрасца Биланса успеха и износи **611.346,00** хиљада RSD – на примеру “JEEP Commerce” д.о.о.

Као и у домаћој пракси и иностране компаније ЕБИТДА-у калкулишу по истом моделу с тим што се пословна добит или **ЕБИТ**<sup>11</sup> потпуно другачије схвата. Наиме, под пословном добити подразумева се бруто добитак, као разлика прихода од продаје и цене коштања продатих готових производа и набавне вредности продате робе или *costs of goods sold (COGS)* и оперативних расхода – *operating expenses (OPEX)*. Међутим, суштинске разлике су у опредељивању оперативних расхода. У домаћем контном оквиру у остале расходе и приходе се сврставају (делови VII и VIII званичног обрасца) следеће категорије: добици и губици од продаје сталне имовине и материјала, мањкови, отпис и исправка потраживања накнадни попусти дати купцима итд.

Као што се може видети, сви наведени расходи (група 57 – **Остали расходи** и група 58 – **Расходи по основу обезвређења имовине**) и њима кореспондентни приходи (група 67 – **Остали приходи** и група 68 – **Приходи од усклађивања вредности имовине**), третирају се као остали или непословни (*non core*) расходи и приходи и не представљају категорије које утичу на висину пословног добитка.

Можемо закључити да домаћи законодавац сматра да су све наведене категорије *необичне и ретке* па их не треба сматрати оперативним и редовним. Наиме, *необичан* значи да се не односи на уобичајене пословне активности, а пример је добитак на лутрији или штета због поплаве итд. *Ретки* су догађаји који се не могу предвидети<sup>12</sup>. По нашем мишљењу, продаја основних средстава или исправка потраживања (која се врши због

проблема са наплатом потраживања) нису ни необични нити ретки догађаји и представљају саставни део редовног пословног циклуса. Стална имовина се набавља са циљем да своју вредност, кроз амортизацију, преноси на нове производе или услуге у дужем временском периоду, али компаније сваке године продају застареле, техничке превазиђене, нерентабилне делове опреме и остале сталне имовине и тиме овакве пословне активности квалификују као пословне, редовне и уобичајене. *Наплативост потраживања која имплицира отписе и исправке потраживања које се третирају осталим односно не пословним је, такође, значајан пример, по нашем мишљењу, неадекватне форме обрасца биланса успеха.*

Наиме, ризик наплате потраживања је један од основних ризика сваког пословања посебно неликвидних привреда, у које се може сврстати и домаћа привреда. Тешко је замислити предузеће које нема ризичних потраживања, коме је наплата благовремена и обезбеђује сервисирање пословних обавеза. Због свега наведеног сматрамо да је како продају основних средстава и материјала, отпис и исправку потраживања као и мањкове имовине потребно, ако не у званичном обрасцу, онда облигаторно са циљем обрачуна ЕБИТДА третирају елементима пословног резултата, као што се то чини у свим ино-компанијама. Као што се може видети из годишњих извештаја предузећа **Бајер**<sup>13</sup>, исправка потраживања и отпис потраживања се сматрају расходима продаје док су губици/добици на продаји материјалне и нематеријалне имовине сматрају осталим пословним приходима и расходима. Накнадни попусти<sup>14</sup> који се у домаћој рачуноводственој пракси евидентирају као остали непословни расходи би требало представљати као категорију која умањује приходе од продаје, а тиме утиче на умањење пословног резултата.

Када су у питању финансијски приходи и расходи, познато је да нису ни у домаћој нити у светској пракси део пословног резултата, уз навод да се у домаћој привреди **факторинг** накнаде третирају као финансијски расходи, док се у европским и америчким предузећима они сврставају у расходе продаје, што по нашем мишљењу и јесу, будући да се ради о продаји имовине – потраживања.

11) EBIT is defined as earnings (loss) before interest expense and provisions for income taxes.

12) James C.,Feldman S.,Lerner J.,England B. (1996), Финансијско рачуноводство I, Фабер&Згомбић Плус, Загреб, стр. 79.

13) www.bayer.com - Bayer компанија

14) Количински рабати и остали попусти као модуси привлачења нових и задржавања старих купаца

Због свега наведеног, указујемо на чињеницу да предузећа у Србији, која исказују значајне износе отписа и исправке потраживања, губитке од продаје основних средстава и материјала, као и значајне износе факторинг накнада (које су све значајније због светске економске кризе и све сложеније процедуре добијања банкарских кредита) прецењују остварену ЕБИТДА, с обзиром на то да би сви наведени износи требало да представљају чиниоце пословних расхода. Уколико би се позиције **БУ** – биланса успеха “JEEP Commerce”, д.о.о. рекласификовале у складу са захтевом концепта ЕБИТДА, уместо **611.346,00** хиљада RSD<sup>15</sup>, ЕБИТДА за 2007. годину би износила **451.876** хиљада рсд.

У званичним изворима, часопис *Магазин 300*, даје преглед ЕБИТДА по компанијама, према методологији предузећа за ревизију - КПМГ, за потребе анализе домаћих и страних инвеститора, односно за подршку процесу одлучивања и евентуалном будућем купопродајном послу. Из званичног **БУ** – биланса успеха, поднетог и овереног од стране Бонитета НБ Србије, ЕБИТДА износи 611.346,00 хиљада RSD, а на основу рекласификованих позиција БУ (начин обрачуна ЕУ и САД)

износ ЕБИТДА износи 451.876 хиљада RSD, значи пословни резултат је за износ од око 160.000,00 хиљада RSD, у изабраном примеру, мањи за 26%. Најзначајнији део разлике од 160.000,00 хиљада RSD састоји се од око 10.000,00 хиљада RSD накнадних попушта (који је требало да умањи приход од продаје уместо што су евидентирани као остали непословни расходи), износа од око 110.000,00 хиљада RSD по основу исправке потраживања (узимајући у обзир и наплаћена исправљена потраживања) и око 38.000,00 хиљада RSD факторинг накнада које су уместо као пословни приказани као финансијски расходи.

Приказана разлика је настала због различитих приступа исказивању ЕБИТДА и суштински показује да је процес стандардизације и прихватања међународне праксе у оцени финансијских перформанси и процени тржишних вредности компанија, један од базних предуслова за даљи процес приватизације и будуће куповине домаћих компанија.

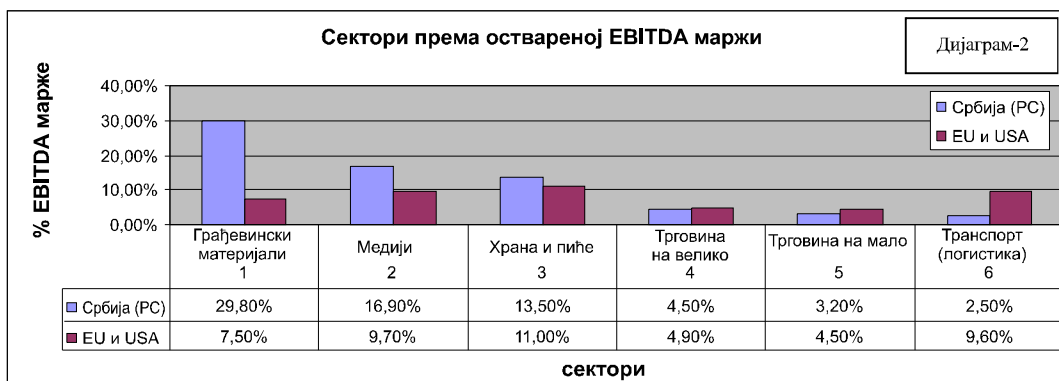
Ради лакшег разумевања дајемо упрошћен графички приказ потребне рекласификације позиција (**Табела-1**)

Табела - 1 приказ рекласификације позиција

СРБИЈА	СВЕТ (ЕУ И УСА)
Продаја	Продаја
Цена коштања продатих готових производа и набавна вредност продате робе (COGS)	COGS
Бруто маржа	Бруто маржа
Оперативни расходи (ОРЕХ)	ОРЕХ
<b>ОПЕРАТИВНИ ПРОФИТ-ДОБИТАК</b>	<b>ОПЕРАТИВНИ ПРОФИТ</b>
Остали расходи/приходи	Остали расходи/приходи
- накнадни попусти	
- остали (губици/добити)	- остали (губици/добити)
- финансијски (приходи расходи)	- финансијски
- факторинг	
- обезвређења и усклађивања	- обезвређења и усклађивања
Нето резултат пре пореза	Нето резултат

15) Магазин Топ 300, Economist media group, 2008, стр.25 (методологија КРМГ)

Дијаграм-2 : Сектори према оствареној ЕБИТДА маржи



Имајући у виду неусклађеност домаћег обрасца БУ - биланса успеха са формом биланса успеха у европским земљама и САД, сматрамо да би за потребе калкулације ЕБИТДА, **пословни резултат требало кориговати** свим осталим приходима и расходима који нису ни необични ни ретки. Семантички ЕБИТДА јесте збир пословног добитка и амортизације, али **шта суштински представља пословни добитак** питање је које смо имали за циљ да размотримо и у контексту разлика објаснимо.

### 3. Добитак пре камате, пореза и амортизације у рацио анализи

Рацио анализа је један од инструмената анализе финансијских извештаја. Често се користи и уколико се постигне синергетски ефекат комбинавања адекватних рацио бројева, може се добити реална слика ликвидности, профитабилности, солвентности, економичности и осталих перформанси предузећа. Рацио анализа се заснива на хоризонталним и вертикалним правилима финансирања, а бави се испитивањем односа између логички повезаних делова финансијских извештаја са циљем истицања кључних релација за оцену и пројекцију финансијског положаја и зарађивачке моћи предузећа<sup>16</sup>.

Најчешћи рацио бројеви у којима се користи ЕБИТДА су:

#### 3.1. ЕБИТДА маржа

3.2. *DEBT / EBITDA* – као показатељ задужености

3.3. *INTEREST COVERAGE* или покривеност камате - *EBITDA / расходи камата*

3.1. **ЕБИТДА маржа** је рацио број који доводи у однос пословни приход или приход од продаје или укупан приход (могу се наћи све три опције у примени) и ЕБИТДА. Изражен у облику процента:

**ЕБИТДА маржа (%) = ЕБИТДА / пословни приход**

У зависности од делатности ЕБИТДА маржа се креће од 0-10% код трговинских предузећа, 10-20% код производних и 20%+ код предузећа која се баве услужном делатношћу. На основу званичних података преузетих из поднетих финансијских извештаја за 300 највећих привредних друштава у Србији<sup>17</sup> као и финансијских показатеља по секторима у САД<sup>18</sup>, приказујемо табелу прегледа сектора према оствареној ЕБИТДА маржи у (Дијаграм-2).

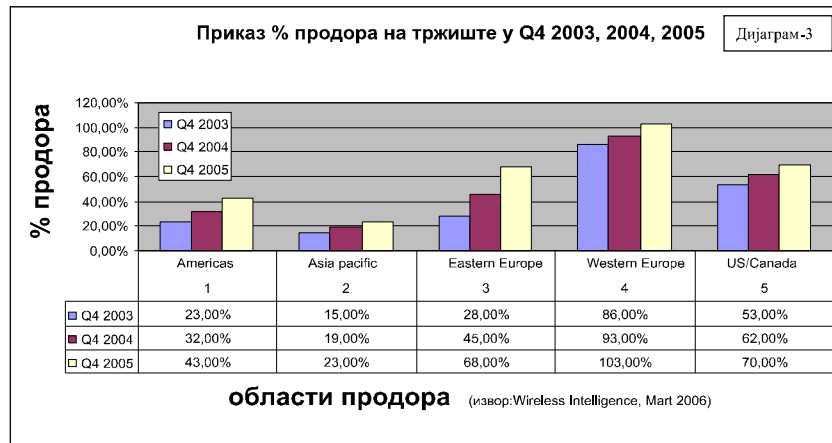
Као што је претходно наведено, а потврђено на примеру Србије и САД, најмање ЕБИТДА марже су у сектору трговине (позиције 4. и 5. дијаграм-2), док су у области производње и услуга знатно веће (позиције 1, 2, 3, 6 дијаграм-2).

Са циљем анализе ЕБИТДА и истицања разлике у класификацији позиција БУ, коришћена је табела са подацима за Србију и САД, али је примера ради, неупоредиво разматрати корелацију тржишног учешћа и ЕБИТДА марже у САД и Канади и Источној Европи (разлике у обрачуну и класификацији позиција БУ и начину исказивања пословног резултата, а на тај начин и ЕБИТДА). Када се разматрају сектори у односу на остварену ЕБИТДА маржу, требало би у анализу укључити и позиције сектора (комплексније сагледавање компанија и њихових пословних резултата), тржишни удео и брзину продора на одговарајуће тржиш-

16) Стевановић Н. (2000), Управљачко рачуноводство, Економски факултет, Београд, стр. 163.

17) Магазин Топ 300, Economist media group, 2008, стр.25 (методологија КППМГ), Београд, стр. 54.

18) www.inc.com/keyword/nov08



те, примера ради приказ % тржишних продора на доминантним тржиштима (Дијаграм-3).

У наставку ће бити илустровани однос EBITDA марже и тржишног удела (*EBITDA margin/market share*) за USA/Canada (Дијаграм-4) и Eastern Europe (Дијаграм-5)

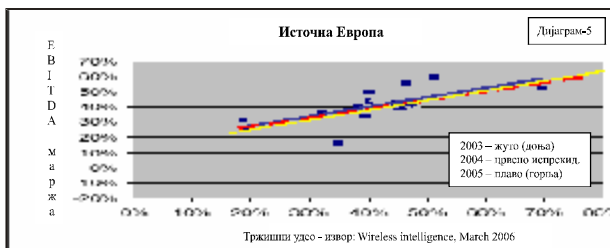
USA/Canada Дијаграм-4

E  
B  
I  
T  
D  
A  
  
м  
а  
р  
ж  
а

2003 – жуто (доња)  
2004 – првено испрекид.  
2005 – плаво (горња)

Market share (извор: Wireless Intelligence, Mart 06)

**Табела-2 и Табела-3 приказују однос тржишног учешћа / EBITDA марже ( *market share / EBITDA margin релатионшип* ) и тенденцију која показује да, очекивано, EBITDA маржа расте са тржишним учешћем, што је последица слободнијег формирања продајних цена и условљавања добављача монополским положајем.**



**3.2. DEBT / EBITDA** – као показатељ задужености представља динамички показатељ (*статички се базирају на пасиви биланса стања и вер-*

*тикалним правилима финансирања*). Препорука је да буде испод 3 пута. DEBT се користи као израз који означава обавезе предузећа.

**3.3. INTEREST COVERAGE** – исказује се као количник EBITDA и расхода камата. Овај ратио број настоји да укаже на способност плаћања камата и препорука је да буде преко 7 пута. Такође је динамички показатељ и као такав се препоручује и често користи при анализи солвентности.

**4. Добитак пре камате, пореза и амортизације у функцији процене тржишне вредности предузећа**

Утврђивање тржишне вредности предузећа је веома значајно за процесе аквизиције, мерџера и тржишне котизације компанија. До сада су познате четири основне технике процене тржишне вредности<sup>19</sup> (*са многим модификацијама*) и то су:

1. *на основу вредности имовине,*
2. *на основу зарађивачке способности,*
3. *на бази дивиденди,*
4. *на бази слободних токова готовине (FCF).*

Сматрамо да се техника слободних токова готовине најчешће користи у рачуноводственој пракси. Примена технике процене помоћу слободних новчаних токова базира на основним инструментима које ћемо у наставку приказати. У примеру који следи показана је методологија и концепт, који је користила и применила највећа светска компанија у области металургије при процени тржишне вредности компанија које купује, у конкретном случају српске водеће компаније у области металургије (*називе нећемо објављивати због обавезе чувања пословне тајне*).

19) Lumby S., Jones C.(2003), Corporate Finance, theory and practice, 7-th edition, Thomson, London, p. 577.

Процена вредности предузећа на бази слободних токова готовине заснива се на следећим основним елементима:

1. *готовина из пословних активности - CFO;*
2. *пројектовани раст тока готовине - g;*
3. пореска стопа пореза на добит;
4. *инвестиције које су неопходне за одржавање пословних активности (обично око 10% од CFO);*
5. *просечно пондерисана цена капитала (сопственог и позајмљеног) – WACC;*
6. *обавезе – DEBT.*

На основу датих елемената формула за израчунавање вредности предузећа (В) је:

$$\text{Вредност предузећа} = \frac{\text{Слободни токови готовине (I+g)}_{20}}{\text{Просечно пондерисана цена капитала-g}}$$

Када се од тржишне вредности предузећа одузму обавезе добија се вредност капитала који се продаје, односно:

$$\text{капитал предузећа} = \text{вредност предузећа} - \text{обавезе предузећа}$$

Сличан концепт, донекле упрошћен и својерсна мешавина концепта зарађивачке способности (који се базира на избору адекватног мултипликатора који се примењује на текући или просечни резултат пре одређених ставки) и концепта слободног новчаног тока је методологија коју је применила инострано предузеће приликом процене тржишне вредности домаћег предузећа, а са циљем куповине 70% власништва - капитала. Процедура утврђивања вредности је била наведена у МоУ<sup>21</sup> - Меморандуму о разумевању, а формула је гласила:

$$\text{вредност 70\% капитала} = (\text{просечна}^{22} \text{ EBITDA} \times 9,5 - \text{недостајућа нето обртна средства} - \text{обавезе}) \times 70\%$$

Први део формуле (просечна EBITDA x 9,5) је суштински идентичан моделу процене базиран на зарађивачкој способности који захтева два па-

раметра и то као базу **добитак** и тржишно уобичајени или специфично ентитету **модификовани мултипликатор**. Много интересантнији је други део формуле који обухвата недостајућа нето обртна средства, а она представљају разлику постојећих **нето обртних средстава (НОС)** и **нормализованих НОС** који су утврђени у износу од 13% од од прихода од продаје (у пракси се нормализована нето обртна средства крећу у распону од 7 до 20% прихода од продаје). У конкретном примеру је инострано предузеће применило проценат од 13%. Под појмом обавеза, у приказаном примеру, подразумевале су се само обавезе по основу којих се плаћа камата – дугорочни и краткорочни банкарски кредити и обавезе по основу лизинга.

Приказани начин **комбиновања више техника процене и алтернативних финансијских показатеља** даје јаснију слику разноврсности и недовршености постојећих показатеља финансијске анализе и процене вредности предузећа и отвара простор за разноврстан приступ анализи пословних резултата предузећа.

### Закључак

Добитак пре камате, пореза и амортизације има значајну улогу као један од кључних алтернативних показатеља за вршење финансијских анализа предузећа. Презентује се у готово свим годишњим извештајима иностраних предузећа без обзира што га ни **FASB**<sup>23</sup> и **IASB**<sup>24</sup> нису стандардизовали. Показатељ је релативно неконзистентан услед варијација у рачуноводственој регулативи и изабраним методама утврђивања резултата.

У Србији се предметни показатељ семантички правилно рачуна, али не и суштински. Циљ употребе показатеља добитак пре камате, пореза и амортизације (**EBITDA**) је да се резултат пословања, као последица редовних пословних активности, истакне у први план и ослободи свих утицаја проузрокованих одлукама руководства о начином финансирања или слободним проценама рачуноводства, трошковима пореза и необичних и ретких догађаја који

20) Lumby S., Jones C. (2003), Corporate Finance, theory and practice, 7-th edition, Thomson, London, str. 583. WACC - Weighted Average Cost of Capital, a calculation of a firm's cost of capital in which each category of capital is proportionately weighted.

21) МоУ – Memorandum of understanding

22) Просек је израчунат на бази последња три обрачунска периода

23) FASB - Одбор за стандарде финансијског рачуноводства

24) IASB - Одбор за Међународне рачуноводствене стандарде

нису суштина и примарна делатност ради које је предузеће основано и којом се бави.

У тексту је указано на неприхватљиву форму званичног **БУ** - биланса успеха и потребу за његовом рекласификацијом за калкулације добитка пре камате, пореза и амортизације. Изабраним примером је показано да постоје алтернативни начини за процену тржишне вредности предузећа применом **EBITDA**. Уверени смо да ће добитак пре камате, пореза и амортизације задржати своје место у домену финансијске анализе и процене тржишне вредности предузећа, без обзира на то што још увек не представља уведени рачуноводствени стандард.

### *Литература*

1. James C.,Feldman S.,Lerner J.,England B. (1996), *Финансијско рачуноводство I*, Фабер&Згомбић Плус, Загреб
2. Lumby S., Jones C.(2003), *Corporate Finance, theory and practice*, 7-th edition, Thomson, London
3. Стевановић Н.,(2000), *Управљачко рачуноводство*, Економски факултет, Београд.
4. *Магазин Top 300*, Ekonomist media group, 2008, стр. 25 (методологија КПМГ), Београд, стр.54.
5. <http://www.inc.com/keyword/nov08>
6. <http://www.jeepcommerce.co.yu>

мр Слађана  
САВОВИЋ<sup>0</sup>

## Значај due diligence-а за успех процеса преузимања предузећа

### Резиме

*Овај рад се бави анализом значаја due diligence-а за успех процеса преузимања предузећа. Често се дешава да предузећа ступе у процесе преузимања, без адекватне припреме за спровођење наведеног процеса. Једна од битних припремних активности је детаљно скемирање и истраживање тржишних, финансијских и осталих перформанси предузећа које се намерава преузети, његових снага и слабости, његове стратешке и конкурентске позиције унутар гране. Процењујући, у оквиру due diligence-а, како ће преузимање утицати на ефикасност интерног пословног процеса и креирање нових способности, обезбеђује се реализација преузимања која могу допринети остваривању стратешких циљева предузећа и повећању вредности за акционаре.*

**Кључне речи:** процес преузимања, due diligence, циљно предузеће, ефикасност.

### Увод

У савременим условима интензивирају се процеси преузимања предузећа којима се настоји постићи веће присуство на тржишту, проширење мреже канала дистрибуције, остваривање бројних ефикасности путем економије обима, економије ширине, економије учења и сл. Предузећа настоје да приступе новим тржиштима, да додају нове способности, побољшају конкурентску предност не само путем интерног раста, већ путем креирања нових екстерних односа. У неким гранама, способност да се успешно изврши процес преузимања предузећа, сама по себи постаје суштинска компетентност и извор конкурентских предности. Дакле, иако се са пуно оптимизма приступа овим процесима, истраживања показују високу стопу неуспеха, односно пред-

узећа након интегрисања не остварују очекиване резултате. Отуда је битно посветити пажњу припремним активностима, односно формирати тим за преузимање, спровести детаљан поступак *due diligence*-а и извршити интеграционо планирање. Формирањем аквизиционог тима врши се акумулирање искуства и вештина које се односе на преузимање, чиме се побољшава квалитет одлучивања и реално сагледавају могућности преузимања. Важност спровођења *due diligence*, односно детаљног скенирања и истраживања циљног предузећа огледа се у прикупљању и обради релевантних информација које могу бити од суштинског значаја за коначан избор одређеног предузећа. *Due diligence* је такође основни извор података за интеграционо планирање, будући да помаже у идентификовању кључних области које треба ин-

0) Асистент на Економском факултету, Универзитета у Крагујевцу

тегрисати и изазова које треба савладати. У раду се показује да *due diligence* може бити један од кључних фактора успеха процеса преузимања.

### 1. Припрема предузећа које врши преузимање

Један од главних разлога неуспеха великог броја намераваних преузимања јесте чињеница да предузећима недостају организациони ресурси и способности за обављање преузимања. Често процеси доношења одлука о преузимању ни изблиза не одговарају моделима економске рационалности, као што би се могло претпоставити. У одређеним условима ови недостаци процеса одлучивања могу умањити шансе за успешно преузимање. Припрема и организовање предузећа за ефикасно спровођење преузимања предуслов је за успешну реализацију датог процеса.

Истраживање спроведено од Boston Consulting Group показало је да велики број предузећа нису успешна у припремним активностима. Наиме, ово истраживање је показало да осам од десет предузећа која су извршила преузимања нису обављала адекватно планирање или анализу пословне праксе циљног предузећа, особља, вештина, структуре или организационог дизајна, извора главних конкурентских предности и његових материјалних и нематеријалних ресурса за раст. Највећи број предузећа након преузимања има лоше перформансе зато што су топ менаџери неуспешни у разматрању специфичних корака за интегрисање преузетог предузећа у оквиру њиховог или у анализирању на који начин ће оно максимирати њихов заједнички потенцијал.<sup>1</sup>

Процес доношења одлука о преузимању предузећа је комплексан процес, са растућим бројем проблема. Отуда је неопходно пажљиво управљање овим процесом и постојање адекватне организационе структуре за такво управљање. Карактеристике процеса доношења одлука о преузимању су:<sup>2</sup>

- фрагментирана перспектива различитих менаџера,
- ескалирање импулса приликом доношења одлука,

- двосмислена очекивања различитих менаџера о користима преузимања,
- различити мотиви менаџера у подржавању процеса преузимања.

Аналитички задаци које преузимање захтева су прилично различити и технички комплексни (на пример анализа гране и конкуренције, анализа производа и тржишта, финансијска процена циљног предузећа, усклађеност пензионих фондова, антимонополско законодавство). Понекад, када предузећу које врши преузимање недостају експерти за анализу кључних области, у тим се укључују стручњаци са стране и може се догодити да комуницирање између њих буде ограничено, а разлози могу бити (а) њихове анализе су секвенцијално или временски одвојене и (б) коришћење фундаментално различитих перспектива са суженим фокусом. Опасност од сужене перспективе је да се суптилнијим и софт питањима, која су релевантна за успех постаквизиционе интеграције, поклони мање пажње.

Приликом доношења одлука могу се јавити различити импулси који ће утицати на квалитет одлуке. Снаге које стимулишу и уносе импулсе у процес преузимања често су јаче од оних који тај процес успоравају. Нето ефекат ових снага је ескалирање жеље да се процес брзо оконча, што доводи до превременог решења, недовољног поклањања пажње интеграционим питањима и мањих шанси за успешан исход. Превремено окончање може редуковати могућност за пажљиво и непристрасно разматрање питања стратешке и организационе усклађености. Неколико видљивих карактеристика су интегрални део ескалације импулса: посвећеност учесника, тајност, изоловано доношење одлука, прекомерно самопоуздање, доношење одлука у условима неизвесности, лични интерес учесника, резистентност циљног предузећа на покушај преузимања.<sup>3</sup>

Различити менаџери могу имати различита очекивања о користима од преузимања. Представљајући идеју преузимања, менаџери који се залажу за преузимање и који ће можда остварити највећу корист од тога, могу наглашавати атрактивност преузимања менаџерима чија је сагласност неопходна, док потенцијалне проблеме могу занемаривати. Информациона асиметрија може довести до тога да различити менаџери развију различи-

1) Grubb, M.T., Lamb, B. R., (2000) Capitalize on Merger Chaos, Six Ways to Profit from Your Competitors' Consolidation Own (Review), Publishers Weekly, Jun 12  
 2) Sudarsanam, S., (2003) Creating Value from Mergers and Acquisitions, The Challenges, An Integrated and International Perspective, Prentice Hall, стр. 308-328  
 3) Jemison D.B., Sitkin B.S., (1986) Corporate Acquisitions: A Process Perspective, Academy of Management Review in book Risberg A., (2006) Mergers and Acquisitions A Critical Reader, Routledge Taylor & Francis Group, стр. 77-91



та очекивања од преузимања. Суштински политички процес наметања предлога аквизиције доводи до различитих циљева учесника у том процесу. У постаквиизиционој фази, ови циљеви довешће до конфликтних захтева у погледу приоритета и алокације ресурса, што може узроковати смањење ефикасности. Начин на који се приступа планирању алокације ресурса утиче на квалитет доношења одлука о преузимању. Предузећа која имају приступ алокацији ресурса заснован на стратешкој оријентацији, а не на политичком утицају, донеће квалитетније одлуке о преузимању.

Менаџери могу бити мотивисани различитим разлозима, залажући се за спровођење процеса преузимања. Примера ради, могу се упустити у дате процесе из личних разлога, што може бити њихов примарни мотив, а економске користи предузећа секундарне. Они могу проценити да предузеће више вреди у односу на његову објективну тржишну вредност. Њихова гордост може довести до тога да не сумњају у сопствену процену и у стању су да плате високу премију за преузимање.

Имајући у виду ове могуће проблеме, може се закључити да је адекватна припрема и организовање предузећа за процес преузимања веома значајна, јер се том приликом на стручан начин сагледава да ли постоји потенцијал за стварање додатне вредности. Успех или неуспех преузимања у основи зависи од тога да ли је довољно стручно извршено планирање у смислу стварања додатне вредности и, касније, како је спроведена постаквиизициона стратегија.

## 2. Поступак *due diligence*-а

Временски период између објављивања спајања или преузимања предузећа и њихове стварне реализације обично је повезан са процесом познатим као *due diligence* – у коме предузеће које врши преузимање опрезно анализира расположиве податке о циљном предузећу, одређујући да ли је његова финансијска ситуација заиста онаква каква је представљена.<sup>4</sup> Изазов за многе тимове је прикупљање и прегледање огромног броја података у циљу доношења разумних одлука о куповини, често у изузетно кратком временском периоду. Предузеће које врши преузимање има интереса да спроведе *due diligence* како би проверило

да ли су његови иницијални утисци о циљном предузећу и иницијалне финансијске пројекције биле потпуно тачне. У реалности, скоро увек постоје неке разлике и неочекивана дешавања. *Due diligence*, такође, има утицај на садржај законских докумената у вези са преговарањем, као и на интеграционо планирање. Пошто *due diligence* открива све детаље неког предузећа и како оно послује, пружиће информације адвокатима у циљу формулисања различитих елемената уговора, укључујући заступања и гаранције.<sup>5</sup>

*Due diligence* је исцрпна анализа пословања циљног предузећа, његових снага и слабости, његове стратешке и конкурентске позиције унутар гране. *Due diligence* треба да истражи следеће:<sup>6</sup>

- грану и како на циљно предузеће утичу макроекономски фактори;
- конкурентско окружење и како циљно предузеће конкурише садашњим и потенцијалним конкурентима;
- историјат и развој циљног предузећа;
- пословање у погледу производа и услуга и њихове позиције на тржишту;
- квалитет и способности менаџмента и осталих запослених;
- финансијске перформансе током времена;
- вредност имовине;
- билансе и политику билансирања;
- информационе системе.

У англоамеричком систему, приоритет *due diligence*-а је усмеравање на објективно истраживање финансијске стабилности циљног предузећа и његове новчане токове, производе и услуге, начин на који предузеће зарађује и губи новац, будућа тржишта, његову конкурентску предност, способност менаџмента да оствари стратешке циљеве.

Сврха таквог истраживања је дати потврду предузећу које врши преузимање и његовим саветницима и кредиторима да су у потпуности схватили вредност и ризике који се односе на циљно предузеће. Процена снага и слабости циљног предузећа помаже аквизиционом тиму да формулише погодну стратегију преговарања или покрене непријатељску понуду, уколико је то неопходно. Ефикасан *due diligence* треба да открије питања која могу зауставити преговарање или

4) M&A Due Diligence – More Than Just Financial, (2004), Right Management Consultants Inc, стр.1-2

5) Frankel, M., (2005) Mergers and Acquisitions Basics – The Key Steps of Acquisition Divestitures and Investments, John Wiley & Sons, Inc, стр. 160

6) Angwin, D.,(2001), Mergers and Acquisitions across European Borders: National Perspectives on Preacquisition Due Diligence and the Use of Professional Advisers, Journal of World Business, No. 36(1), стр. 32-57

могу водити неуспеху аквизиције током постакуизиционе фазе. Питања која могу бити откривена укључују нерешене парнице, нетачно инвентарисање, „надувени“ финансијски рачуни, слаб *cash flow*, лоша финансијска контрола, уздржавање од плаћања пореза, неоствариве инвестиције, потреба за значајним будућим инвестицијама, нетичке праксе. Поред тога, менаџмент циљног предузећа може имати недостатак битних способности и зависити од кључних фактора који су ван његове контроле. У табели 1. приказан је жељени профил циљног предузећа.

Табела 1 - Жељени профил циљног предузећа

<ul style="list-style-type: none"> <li>• ;</li> <li>• ;</li> <li>• ;</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• ;</li> <li>• ;</li> <li>• ;</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• ;</li> <li>• <i>due diligence</i> ;</li> <li>• ;</li> <li>• ;</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• ;</li> <li>• ;</li> <li>• ;</li> </ul>

Извор: Sudarsanam, S., (2003) *Creating Value from Mergers and Acquisitions, The Challenges*, Prentice Hall, cmp.321

Ефикасан *due diligence* није само прегледање сваког дела предузећа већ, пре свега, одређивање шта је заиста значајно и фокусирање на то. Док

купац може површно да разматра сва питања, ипак највећи део својих напора треба да фокусира на неколико питања најбитнијих за вредност аквизиције. Када купац једном одреди области кључне за вредност, треба да их дубље проучи и да их разуме, не само у контексту циљног предузећа, већ такође у контексту интегрисања са сопственим предузећем. У многим случајевима, постојаће неке опште замке који би требало да се избегну.

Три типа неуспеха која најчешће могу пореметити *due diligence* су: неуспех у фокусирању на кључна питања, неуспех у идентификовању нових могућности и ризика, као и неуспех у адекватној алокацији ресурса.<sup>7</sup> Иако стручњаци *due diligence* теже да дају перфектан преглед стања циљне компаније, постоји ограничење времена и новца. Отуда је неопходно проценити која су питања кључна и неопходна за разматрање. Дефинисањем кључних питања одређују се хипотезе које треба тестирати и избегава губитак времена у прикупљању ирелевантних података. Процес *due diligence*-а треба подржати са ресурсима предузећа, односно обезбедити место за обављање посла, опрему, софтвер, особље и приступ правим подацима и људима, ослободити их њихових дневних одговорности како би могли да се фокусирају на поверене задатке.

У савременом свету све је више у употреби коришћење *virtual data room* (VDR), односно омогућавање *on line* приступа свим подацима о предузећу који су неопходни потенцијалним понуђачима, како би добили јасну слику о конкретном предузећу. VDR је сигуран, шифриран начин приступања подацима од стране потенцијалних купаца, у циљу проучавања и оцене перспективе циљног предузећа<sup>8</sup>. Ово је замена за традиционални начин проучавања, који је захтевао да тимови сваког заинтересованог купца доста времена проводе долазећи у предузеће које намеравају да купе. Како подаци не могу бити истовремено расположиви различитим купцима, то значи да што је већи број заинтересованих купаца, то је и већи број месеци који се морају предвидети за проучавање података. Отуда је *on line due diligence* много бржи и јефтинији начин, јер омогућава да се већи број купаца улогује истовремено, уз уштеду времена и новца. Предност овог начина је и у томе што подацима могу приступити и старији стручњаци, који имају знатно више искуства, док се приликом физичке посете пред-

7) Adolph, G., Gillies, S. & Krings, J. (2006) Strategic Due Diligence: A Foundation for M&A Success, <http://www.strategy-business.com/press/enearticle/ene092806?pg0>

8) Business Booms in Virtual Deal Rooms, Merrill, Intralinks see growing acceptance and new uses in M&A world, Mergers & Acquisitions, February 6, 2006.

узећима углавном шаље млађи тим. Осим тога, оп line документа могу се претраживати коришћењем кључних речи, док физичко претраживање специфичних докумената и параграфа може бити монотono.

### 2.1. Кључне области истраживања током due diligence-a

Приликом процеса *due diligence* врши се анализа финансијских извештаја, технологије, запослених, купаца, производа и др. **Финансијски извештаји** циљног предузећа су један од најизазовнијих делова процеса *due diligence*-a будући да се у њима рефлектује укупно пословање и да представљају мапу за разумевање природе пословања и његове даље перспективе. Поред историјских података, садржаних у финансијским извештајима, битне су и финансијске пројекције будући да права вредност пословног положаја предузећа лежи у његовим будућим перформансама.

**Производња** је део пословања који се често занемарује или се кратко разматра приликом спровођења *due diligence*-a, што је погрешно јер је код неких послова производња кључна претпоставка за креирање вредности. Купац треба да разуме производне операције, како би сагледао да ли ће предузеће моћи да реализује производе или услуге на профитабилан начин. **Технологија** може имати велики значај за успех предузећа, а код неких представља саму срж пословања. Важно питање везано за технологију јесте изазов интегрисања. Чак и ако је технологија добро изграђена и дизајнирана, могу постојати тешкоће у успешном интегрисању јер различите технологије могу имати различите начине функционисања, стандарде, протоколе и сл. Када се преузима технологија, купац такође треба да сагледа интелектуалну својину. Уколико је у питању сопствена технологија, нужно је проверити да ли предузеће има адекватну заштиту права интелектуалне својине. Уколико је у питању лиценцирана технологија, купац треба да утврди не само да ли предузеће има значајна права да користи технологију, већ и да ли је у стању да осигура континуитет ових права, после аквизиције<sup>9</sup>.

За многа предузећа **запослени** су највреднија актива, тако да је разумевање снага и слабости базе запослених, исто као и њихово задржавање након интегрисања предузећа, један од најизазовнијих делова процеса *due diligence*-a. Анализа **купаца** предузећа које се намерава преузети представља битан део процеса *due diligence*-a. Чак и

када је предузеће које врши преузимање примарно оријентисано на преузимање технологије или производа, купци и приходи који они генеришу су од велике важности. Током *due diligence*-a важно је да предузеће сагледа не само приходе који су генерисали купци циљног предузећа, већ и квалитет успостављених односа са њима, као и да процени да ли они могу бити лако трансформисани током интеграције.

Област о којој предузеће које врши преузимање има највише информација пре отпочињања *due diligence*-a јесу **производи** циљног предузећа, будући да су они често предмет рекламирања. Поред тих информација које су му доступне, предузеће треба да сагледа јаке и слабе стране производа и услуга упоређивањем са другим производима и услугама на тржишту.

### 2.2. Типови due diligence-a

Преузимање страних предузећа ризичније је од преузимања домаћих, а проблеми могу настати услед различитих националних култура, различитих језика, политичких утицаја и законских препрека. Док се код преузимања домаћих предузећа пословање прилагођава истим правилима и културним нормама, код међународних преузимања трансакције се могу одвијати између различитих пословних система и националних култура. У таквим околностима, предузећа која врше преузимања уважаваће разлике у националним културама и прилагођавати поступке у предаквизиционој фази, у зависности од тога у којој земљи се налази предузеће које је мета преузимања. Вредности које представљају циљ у једној земљи, у другој могу да имају далеко мању важност. Ове разлике могу утицати на избор: врсте саветника у предаквизиционом периоду, вредности које они опажају током *due diligence*-a, тип *due diligence*-a.

Отуда, након стандардног *due diligence*-a, предузећа приступају спровођењу и **организационог due diligence**-a. Ово је мање позната форма *due diligence*-a, која је по мишљењу неких аутора једнако важна за успешно спровођење процеса преузимања. Организациони *due diligence* је истраживање циљног предузећа у шест кључних области: стратегија, култура, лидерство, компетенција, организациона структура и процеси. Питања на које треба добити одговор, а односе се на ове области су: какво је здравље циљног предузећа? Каква је организациона култура циљног предузећа и како ће бити усаглашена са културом предузећа које врши преузимање? Каква култура

9) Frankel, M., op.cit., стр. 168

ће бити потребна у новој организацији и да ли ће организација циљног предузећа бити компатибилна са том културом? Најјачи разлог за спровођење организационог *due diligence*-а јесте обезбеђење најбоље усклађености култура два предузећа, као и постављање најбоље стратегије за остваривање жељених пословних резултата.<sup>10</sup>

Саставни део организационог *due diligence*-а је *стратешки due diligence*, који има за циљ да утврди да ли је потенцијална вредност реално остварива. То је тестирање стратешког разлога који стоји иза предложене трансакције са два питања: да ли је дил комерцијално атрактиван и да ли је предузеће у стању да реализује циљну вредност? Тестирање комерцијалне атрактивности дила, укључује потврђивање финансијских пројекција циљног предузећа и идентификованих синергија. Предузећа могу остварити ово процењивањем укупне тржишне атрактивности и конкурентске позиције циљног предузећа и сагледавањем промена какве се у том погледу могу очекивати. За одговор на друго питање, предузеће мора да изврши захтевано интерно истраживање да ли се циљна вредност дила може реализовати од стране менаџмент тима комбинованог предузећа и, ако може, да ли је пројектовани временски оквир реалистичан.<sup>11</sup>

Стратешки *due diligence* додаје важан филтер за скенирање циљног предузећа. Менаџери морају бити уверени не само да потенцијална вредност интегрисаних ентитета оправдава значајну инвестицију, већ и да ли је пословање заиста у стању да реализује ову вредност. Рационална процена треба да помогне у одређивању цене по којој ће се купити предузеће, при чему треба водити рачуна да цена буде сразмерна нивоу ризика интегрисања. Фокус стратешког *due diligence*-а је одређивање тачних могућности за креирање вредности сваке трансакције. Идентификоване су две димензије које утичу на стратешку оправданост и усмереност на креирање вредности дила. На једној страни, степен интеграције између циљног и предузећа које врши преузимање одређује величину и број потенцијалних синергија. На другој страни, релативна величина ових предузећа утиче на то да ли је за предузеће које врши преузимање најбољи избор адаптација, или пак апсорпција циљног предузећа.

Могу се идентификовати предности и недостаци обављања стратешког *due diligence*-а. Пре свега, стратешки *due diligence* захтева директно инвестирање новца и времена најспособнијих менаџера предузећа пре него што је дил уопште изван. Поред тога, тим треба да буде опрезан у одређивању правих сета вештина и утицаја и да рано прекине са трансакцијом уколико установи да стратешко оправдање и жељене синергије једноставно нису достижне. Међутим, уколико дил напредује, укупне користи стратешког *due diligence*-а манифестоваће се саме по себи. Прво, стратешки *due diligence* може помоћи у одређивању вредности и цене по којој ће се купити предузеће. Друго, то може помоћи артикулисању и учвршћивању стратешке оправданости дила, уливајући веће поверење акционарима. Коначно, стратешки *due diligence* обезбеђује озбиљну платформу за стварну интеграцију.<sup>12</sup>

### 3. Кључни фактори успеха процеса преузимања

Велики број студија је обављен у циљу проучавања успешности спајања и преузимања предузећа. Истраживања и анализе су коришћене како би се истражила следећа питања: да ли су ове трансакције оствариле циљеве менаџера, да ли су ове трансакције повећале вредност за акционаре, односно каква је њихова финансијска успешност и шта је то што карактерише успешне трансакције, односно који су то кључни фактори успеха.

#### 3.1. Емпиријски подаци о успешности процеса преузимања

Према истраживању КРМГ-а, једне од водећих рачуноводствених фирми, само је 17% анализираних компанија повећало вредност након интегрисања, код 30% није уочена битнија промена вредности, а код више од 53% је остварена деструкција вредности.<sup>13</sup> У студији коју је спровео *Booz Allen & Hamilton* анализирани су трансакције обављене у 1997. и 1998. години и дошло се до закључка да је 53% ових трансакција било неуспешно у остваривању очекиваних резултата.<sup>14</sup> Истражујући стотинак трансакција из прве половине

10) M&A Due Diligence – More Than Just Financial, (2004), Right Management Consultants Inc, стр.1-2

11) Adolph, G., Gillies, S. & Krings, J. (2006) Strategic Due Diligence: A Foundation for M&A Success, <http://www.strategy-business.com/press/newsarticle/enews092806?pg=0>

12) Ibid.

13) Kelly J., Cook C. and Spitzer D., Mergers & Acquisitions: Global Research Report, KPMG, 1999, стр. 1-21

14) Adolph G., Buchanan I., Hornery J., Jackson B., Jones J., Kihlstedt T., Neilson G., Quarls H., (2001) Merger Integration: Delivering on the Promise, Booz Allen & Hamilton

90-тих година, Zweig је упоређивао приносе акционара 3 месеца пре трансакције и приносе 3 године након трансакције и открио да су перформансе биле далеко испод предвиђених. Од 150 трансакција, вредности од преко 500 милиона \$, око половине је редуковало вредност за акционаре у поређењу са S&P 500<sup>15</sup>. У ексклузивној анализи *Business Week*-а, спроведеној на основу студије *Mark Sirower-a* из VCG, посматрана је гигантска фаза мерџера и аквизиција у периоду од средине 1995. до августа 2002. године и дошло се “до открића можда највеће деструкције вредности за акционаре у националној историји”. Према налазима студије, 61% трансакција редуковало је вредност за акционаре годину дана након трансакције<sup>16</sup>. Генерално посматрано, може се рећи да, како у истраживањима консултантских фирми, тако и у научним истраживањима, доминира закључак да се стопа неуспеха трансакција креће у просеку од око 50%, односно да се једно од два преузимања може сматрати успешним.

Са друге стране, поједини истраживачи наглашавају да се овако поражавајући резултати делом могу објаснити тиме што неке студије имају краткорочни, углавном једногодишњи поглед на резултате и да то није довољно дуг период за сагледавање комплетног процеса преузимања. Наиме, имајући у виду проблеме који се могу јавити током интеграције, ови истраживачи истичу да се могу остварити бољи резултати у дужем временском периоду. Осим тога, постоји мали број предузећа, тзв. успешна мањина која прави више аквизиција и која је у стању да пронађе боље трансакције и изврше их ефикасно. Ово указује на то да су преузимања предузећа “игра вештине, а не шансе”<sup>17</sup>.

### 3.2. *Due diligence* – један од кључних фактора успеха процеса преузимања

Велики број научних радника, консултантских фирми, стручњака који проучавају област преузимања покушава да одговори на питање зашто постоји висока стопа неуспеха преузимања.

Јер, чињеница је да нико ко улази у ове процесе не намерава да изгуби вредност за акционаре, већ има оптимистичка очекивања у погледу резултата и конкурентске предности, што се у реалности често не остварује. Према Schuler и Jackson-у, кључни фактори успеха процеса преузимања предузећа су: добро формулисани циљеви и задаци, *due diligence*, добро управљање од стране аквизиционог тима, успешно учење на бази претходног искуства, интеграционо планирање, задржавање кључних талената, широко распрострањено и правовремено комуницирање са свим стејкхолдерима.<sup>18</sup>

Duncan и остали, наводе следеће кључне факторе: претходно аквизиционо искуство предузећа које намерава да изврши преузимање, стратешку усклађеност, фокус на кључну активност пословања, усклађеност у погледу културе и интеграциони процес. Како се организациони *due diligence* између осталог бави и питањима стаетшке и организационе усклађености предузећа, несумњиво да су и ови аутори указали на значај *due diligence*-а за успех процеса преузимања предузећа. Jemison и Sitkin, такође, наглашавају значај стратешке и организационе усклађености за успех процеса преузимања.<sup>19</sup> Datta посебно указује на важност организационе усклађености, која утиче на лакоћу са којом две организације могу да се изједначе на разним димензијама након процеса преузимања.<sup>20</sup>

У извештају *Making Acquisitions Work: Capturing Value After the Deal* консултантске фирме Booz Allen & Hamilton истакнуте су две кључне ствари за успех процеса преузимања предузећа. Прва је темељно познавање механизма интегрисања – бити способан интегрисати два предузећа са циљем остваривања формулисаних циљева, планирајући детаље од почетка, идентификујући изворе вредности и како их освојити, управљајући неизбежним изазовима културних промена и обезбеђујући експертско лидерство. Друга је способност предузећа да схвати значај стратешког лидерства у пост-мерџер интегрисању – идентификовати, увећати и покренути способности новог ентитета ка остваривању макси-

- 15) Zweig, P., (1995), “The Case Against Mergers”, *Business Week*, октобар 30, <http://www.businessweek.com/archives/1995/b3448107.arc.htm>
- 16) Henri, D., (2002), Ther’s no Magic in Mergers, *Business Week*, October 14, [http://www.businessweek.com/magazine/content/02\\_41/b3803160.htm](http://www.businessweek.com/magazine/content/02_41/b3803160.htm)
- 17) Kapur V., Ferris J., Juliano J. and Berman S.J., How successful companies challenge conventional wisdom about the limits to growth, *Strategy and Leadership*, Vol.33, No. 6, 2005, стр. 8
- 18) Randall Schuler, Susan Jackson, HR Issues and Activities in Mergers and Acquisition, *European Management Journal* Vol.19, No. 3, стр. 239-253, 2001
- 19) Jemison D.B., Sitkin B.S., op.cit. , pp.77-91
- 20) Datta K. D., (1991) Organizational Fit and Acquisition Performance-Effects of Post-acquisition Integration, *Strategic Management Journal*, in book *Mergers and Acquisitions – A Critical Reader*, op.cit. стр.53-69

малног профита и раста, креирајући нову визију за нову компанију, како би била водећа у грани или конкурисала на нов начин.<sup>21</sup>

Сумирајући резултате емпиријских истраживања и релевантне литературе, уочава се несумњив значај *due diligence*-а за успех процеса преузимања предузећа. *Due diligence* треба да се односи не само на финансијска, законска, оперативна питања, већ и на питања која се тичу организационих вредности, аспирација и култура.

### Закључак

Приступање процесима преузимања мотивисано је жељом предузећа да очувају и ојачају своју конкурентску позицију у савременом турбулентном окружењу. На основу анализе података о ефикасности процеса преузимања, може се закључити да се стопа успеха креће око 50%, односно да је тек свако друго преузимање успешно. У мноштву фактора које су бројни аутори препознали као битне за успех преузимања, значајно место припада и процесу *due diligence*-а. Предуслов успешног пословања предузећа након интегрисања са преузетим предузећем јесте адекватна припрема за спровођење процеса преузимања. Саставни део припремних активности односи се на процес *due diligence*-а који обухвата исцрпно и објективно истраживање циљног предузећа са различитих аспекта: финансија, пореских питања, вредности имовине, производње, вредновања укупног пословања. Такво истраживање пружа одређену сигурност за кредиторе и саветнике у трансакцији исто као и за менаџмент-тим предузећа које врши преузимање. *Due diligence* идентификује, потврђује или оспорава пословне разлоге за предложене трансакције спајања или преузимања. Важност спровођења детаљног *due diligence*-а огледа се у минимизовању ризика и смањењу опасности од евентуалних изненађења која би се могла појавити након окончања преузимања.

### Литература

1. Angwin, D., (2001), "Mergers and Acquisitions across European Borders: National Perspectives on Preacquisition Due Diligence and the Use of Professional Advisers", *Journal of World Business*, No. 36 (1)
2. Adolph, G., Gillies, S. & Krings, J. (2006) *Strategic Due Diligence: A Foundation for M&A*

*Success*, <http://www.strategy-business.com/press/enewsarticle/enews092806?pg0>

3. Adolph G., Buchanan I., Hornery J., Jackson B., Jones J., Kihlstedt T., Neilson G., Quarls H., (2001) *Merger Integration: Delivering on the Promise*, Booz Allen & Hamilton
4. "Business Booms in Virtual Deal Rooms, Merrill, Intralinks see growing acceptance and new uses in M&A world", *Mergers & Acquisitions*, February 6, 2006.
5. Datta K. D., (1991), Organizational Fit and Acquisition Performance - Effects of Post-acquisition Integration, *Strategic Management Journal*, in book *Mergers and Acquisitions – A Critical Reader*, Routledge Taylor & Francis Group
6. Frankel, M., (2005), "Mergers and Acquisitions Basics – The Key Steps of Acquisition Divestitures and Investments", John Wiley & Sons, Inc
7. Grubb, M.T., Lamb, B. R., (2000) "Capitalize on Merger Chaos, Six Ways to Profit from Your Competitors' Consolidation Own (Review)", *Publishers Weekly*, Jun 12
8. Harbison R.J, Viscio J.A., Asin T.A., (1999), *Making Acquisitions Work: Capturing Value After the Deal*, Fourth in a Series of Viewpoints on Alliances, Booz Allen & Hamilton Inc
9. Henri, D., (2002), "There's no Magic in Mergers", *Business Week*, October 14, [http://www.businessweek.com/magazine/content/02\\_41/b3803160.htm](http://www.businessweek.com/magazine/content/02_41/b3803160.htm)
10. Jemison D.B., Sitkin B.S., (1986) Corporate Acquisitions: A Process Perspective, *Academy of Management Review* in book *Risberg A., (2006) Mergers and Acquisitions A Critical Reader*, Routledge Taylor & Francis Group
11. Kapur V., Ferris J., Juliano J. and Berman S.J., (2005), "How successful companies challenge conventional wisdom about the limits to growth", *Strategy and Leadership*, Vol.33, No 6
12. Kelly J., Cook C. and Spitzer D., (1999), "Mergers & Acquisitions: Global Research Report", KPMG

21) Harbison R.J, Viscio J.A., Asin T.A., *Making Acquisitions Work: Capturing Value After the Deal*, Fourth in a Series of Viewpoints on Alliances, 1999, Booz Allen & Hamilton Inc., стр.1-20

13. *M&A Due Diligence – More Than Just Financial*, (2004), Right Management Consultants Inc.
14. *M&A Due Diligence – More Than Just Financial*, (2004), Right Management Consultants Inc.
15. Schuler, R., Jackson, S., (2001), “HR Issues and Activities in Mergers and Acquisition“, *European Management Journal* Vol.19, No.3
16. Sudarsanam, S., (2003) *Creating Value from Mergers and Acquisitions, The Challenges, An Integrated and International Perspective*, Prentice Hall
17. Zweig, P.,(1995), “The Case Against Mergers“, *Business Week*, oktobar 30, <http://www.businessweek.com/archives/1995/b3448107.arc.htm>

др Милена  
ЈАКШИЋ<sup>0</sup>  
мр Виолета  
ТОДОРОВИЋ<sup>1</sup>

## Актуелна кретања у глобалним финансијским токовима

### Резиме

Присуство глобалне повезаности узроковало је да актуелна финансијска криза има дале-  
косежне последице на светску економију и финансије. С обзиром на то да светске финан-  
сије функционишу по принципу спојених судова, негативни трендови, који су се најпре ис-  
пољили у банкарском сектору и на тржишту некретнина, прелили су се и на привреду  
других континената. То је изазвало рецесију праћену падом животног стандарда,  
повећањем незапослености, растом инфлације и све већим буџетским и спољнотрговин-  
ским дефицитом.

### Увод

Живимо у свету промена, где је конкуренци-  
ја између финансијских институција створила  
и омогућила развој нових финансијских произ-  
вода и тржишта. Глобална конкуренција је  
принудила владе земаља да изврше дерегулаци-  
ју и либерализацију својих тржишта. Током пе-  
риода јаког глобалног раста и растућих токова  
капитала, без довољног уважавања ризика, ис-  
пољило се и низ негативних појава глобализације  
које се приписују, пре свега, финансијској глоба-  
лизацији. Као најчешћи примери наводе се ва-  
лутне и финансијске кризе.

Повећање неизвесности и неповерења на  
финансијском тржишту, услед рецесије у при-

вреди, политичке нестабилности или колапса  
неке водеће финансијске институције, допри-  
носи финансијској нестабилности. Било који од  
наведених фактора може довести до финансиј-  
ске кризе која, по правилу, долази изненада, на  
врхунцу развоја тржишта. Последице су високи  
губици инвеститора чије хартије од вредности,  
у тренутку слома берзе, постају безвредни па-  
пири.

У раду ће пажња бити усмерена на актуелну  
финансијску кризу. Детаљно ће бити приказани  
узроци настанка кризе, и њене последице на  
глобални финансијски систем. Такође, биће на-  
ведене и објашњене мере које државе примењу-  
ју како би ублажиле негативне ефекте кризе.

0) Доцент на Економском факултету Универзитета у Крагујевцу

1) Асистент на Економском факултету Универзитета у Крагујевцу



## 1. Узроци настанка финансијске кризе у САД

Економисти се споре око узрока настанка кредитне кризе. Једни тврде да је до кризе дошло услед претераног регулисања финансијских тржишта, док други сматрају супротно, да је одсуство контроле и регулативе главни узрок актуелних, неповољних кретања на финансијским тржиштима. Наиме, уколико апстрахујемо спорења, може се истаћи да криза није узрокована недовољном или претераном регулативом у некој појединачној земљи, већ је последица развоја глобалног финансијског система, без присуства адекватне структуре, која би креирала висококвалитетне стандарде.

Нема спорења око тога да је у питању највећа криза после 1929. године, која ће оставити дубоке последице по глобални економски систем. У вези са узроцима кризе нужно је истаћи да учесници на тржишту, у тежњи да учине принос што већим, нису узели у обзир ризик на одговарајући начин. Истовремено, неодговарајућа пракса управљања ризиком, све комплекснији и нетранспарентнији финансијски производи, као и превисок леверидж, довели су до краха финансијског система.<sup>2</sup> Уз то, неконзистентне и недовољно координиране макроекономске политике, као и неадекватне структурне реформе допринеле су озбиљним поремећајима тржишта.

Либерална политика пласмана америчких банака довела је до незапамћене експанзије у промету некретнина, која је пружила прилику банкама и инвеститорима да на тржиште изађу са новом врстом стамбених кредита (*subprime loans*). Одобравање кредита дужницима са лошим кредитним рејтингом директно је утицало на раст тражње и индиректно на раст цена некретнина.<sup>3</sup> Пратећи тражњу, узроковану ниским каматним стопама, цене некретнина су расле, тако да многи некретнине почињу да купују из шпекулативних намера. То је додатно утицало на раст цена некретнина, што је довело до стварања тзв. "америчког балона цена некретнина" (*US housing bubble*).

Након овакве експанзије кредита уследио је корак где су банке своје другоразредне кредите секјуритизовале, односно на подлози одобрених зајмова емитовале су високоризичне хипотекарне

обвезнице и на тај начин продале своја потраживања на тржишту. Банке су неликвидну активу претвориле у ликвидну. Међутим, проблем је створен посебним начином паковања секјуритизованих кредита у облику структурираних производа кредитног ризика кроз више фаза.<sup>4</sup> Овакав начин паковања активе имао је за циљ да задовољи инвеститоре са различитим склоностима ризику, како би се добио жељени рејтинг, који би их привукао да инвестирају. Наравно, потраживање је продато не само банкама у САД, већ и банкама ван САД, као и осигуравајућим компанијама, инвестиционим и пензионим фондовима, тако да је доведен у опасност глобални финансијски систем.

Балон цена некретнина у једном тренутку морао је да пукне. Цене некретнина почеле су нагло да падају, тако да су дужници дошли у ситуацију да дугују више него што њихова некретнина реално вреди. Многи који су некретнине купили, превасходно из шпекулативних намера, више нису били у могућности да узете кредите отплате.

Редослед дешавања на финансијском тржишту могао би се представити на следећи начин: *Стамбени мехур од сапунице пуца и изазива хипотекарну кризу > Финансијске институције на Волстриту не могу да исплате хартије од вредности које су покриће за хипотеке > Финансијске институције морају да вуку готовину или да продају хартије од вредности, што даље обара њихову цену > Компаније које се баве осигурањем ризика кредитирања су пренапрегнуте > Суочене са растућим дугом и падом ефикасности, банке поопштавају или замрзавају кредитирање > Инвеститори се ослобађају акција, а банке су у зачараном кругу опадања вредности > Колас финансијског сектора.*

"*Subprime mortgage*" криза из темеља је потресла банкарски систем једне од привредно најмоћнијих земаља света. Од фебруара 2007. године водеће банке у САД бележе незапамћене губитке. Успешно су пословале углавном компаније које нису имале никаквих додирних тачака са стамбеним кредитима и хипотекарним зајмовима.<sup>5</sup> Оне су своје пословање више фокусирале на банкарски сервис, текуће рачуне, кредитне картице, држећи се по страни када је реч о хипотекарним кредитима.

2) G-20 декларација о финансијској кризи, часопис Банкарство, број 11-12, 2008, стр. 8.

3) Четвртина стамбених кредита је дата дужницима који нису способни да дуг отплате.

4) Vibogen Manfred (2008), "Subprime" криза променила финансијски свет, часопис Банкарство, број 9-10, Београд, стр. 72

5) Међу банкама у САД које су у 2007. години забележиле минималне губитке налазе се Wells Fargo, US bank, Regions, La Salle и Wachovis.

Још један важан фактор који је утицао на стварање кризе је морални хазард од стране америчке владе, опсесивном регулативом која приватизује профит, а омогућава компанијама да користе владу, уколико су довољно велике, да социјализују губитке. *Freddie Mac* и *Fannie Mae* су само пример приватних компанија које имају гаранцију депозита од стране федералне владе. То ствара морални хазард, јер оне деле кредите по екстремно повољним условима, верујући да ће влада покрити трошкове тих инвестиција уколико не крене на добро. Док је хипотекарно тржиште било у успону, то је функционисало без проблема, али пре или касније се показало да су улагања хазардна. Влада је практично национализовала ове две компаније, претварањем њихових дугова у власничке улоге.<sup>6</sup>

Кредитна криза изазвана другоразредним хипотекарним кредитима покренула је бројне критике на рачун великих агенција за оцену кредитног рејтинга, које нису на време уочиле ризике и снизиле рејтинге хипотекарних обвезница, што је резултирало губицима који се мере милијардама долара.<sup>7</sup> У извештају ММФ о финансијској стабилности у свету указује се да је слом америчког хипотекарног тржишта изазвао незапамћену финансијску кризу. Банке и друге финансијске организације ће проћи кроз период реструктурирања у настојању да поправе своје билансе и повећају властити капитал. Приватна подршка за раст капитала неће бити довољна и ММФ је затражио од владе, пре свега САД и Европе, да делују заједнички како би се избегло даље погоршање ситуације и одржала тржишна стабилност.

## 2. Еволуција финансијске кризе током 2008. године

У марту 2008. године прва је пропала банка *Bear Sterns*, а онда је следила серија банкарских стечаја. Поверење као база за одобравање банкарских кредита је нестало. Тржиште САД је губило транспарентност, појединци су се бојали да улажу, а банке, у циљу очувања ликвидности, престале су да одобравају кредите.

Светска финансијска криза је прешла на виши ниво објављивањем вести да банка *Lehman Brothers* намерава да покрене стечајни поступак. На вест да је четврта по величини, али најстарија инвестициона банка на *Wall Street*, стара 158 година, препуштена сопственој судбини, а у страху од домино ефекта, инвеститори су нагло почели да продају хартије од вредности.<sup>8</sup> Трошкови ликвидације инвестиционе банке, истичу аналитичари, премаше досадашњи рекорд који је држала ликвидација концерна “*Enron*” и биће најскупља ликвидација у историји САД.<sup>9</sup> Такође, у проблеме је ушла и највећа брокерска кућа света *Merrill Lynch* и највећа осигуравајућа компанија на свету *American International Group - AIG*.<sup>10</sup>

Намера америчке администрације била је да се у финансијски систем убаци 700 милијарди долара буџетских средстава и на тај начин ублажи нагли пад цена хартија од вредности и серија банкротстава, доскора, моћних банкарских конгломерата. Планирана помоћ требало је да послужи да се из биланса елиминише лоша актива. У суштини, ради се о отпису ненаплативих потраживања по основу куповине ризичних хипотекарних кредита, који су иницирали кризу. С обзиром да предлог није наишао на одобрење Представничког дома америчког Конгреса ДЈА је забележио рекордни пад вредности од скоро 8 процената, *Standard&Poors* је изгубио 8,8 процената, а *Nasdaq* композитни индекс је пао за 9,1 проценат. Вест из САД имала је јак одјек на европске берзе, пре свих у Великој Британији, Немачкој и Француској, као и на азијске берзе.<sup>11</sup>

Након тога, у предложеном плану извршене су одређене измене, попут пореских олакшица за средњу класу и предузећа, и повећања износа гарантованог штедног улога појединаца са 100.000 на 250.000 долара, које су омогућиле да Представнички дом америчког Конгреса усвоји пакет мера вредан 700 милијарди долара, намењених изласку из финансијске кризе.

Једна од последњих здравијих финансијских институција финансијског тржишта САД, *Bank of America Corporation* је саопштила крајем септембра 2008. године да је услед рецесионих тенденција смањила износ дивиденди за 50 процената.

6) Финансијска инјекција вредна 29 милијарди долара представљала је озбиљан буџетски ударац, али и неопходност спасавања тржишта САД.

7) [www.djiindexes.com](http://www.djiindexes.com)

8) Као последица те вести, 12. септембра 2008. године *Dow Jones* и *Nasdaq* бележе најнижу вредност од 11. септембра 2001. године.

9) Миленковић, Ф., (2008), Брзо успоравање, часопис Банкар, октобар, бр. 22, Београд, стр. 25.

10) Вредност акција *AIG* само је у једном дану пала за 60 процената. Из буџета је издвојено 85 милијарди долара у циљу спасавања осигуравајуће компаније, а *Bank of America* је одлучила да купи *Merrill Lynch* по цени од 50 милијарди долара.

11) На пример, индекс на Токијској берзи *Nikei* је пао за 4,1 проценат, а у Хонгконгу за 6 процената.

Истовремено је и наговестила да ће ускоро емитовати сток обичних акција, како би прибавила 10 милијарди долара свежег капитала потребног за покривање губитака у сегменту нарастајућих зајмовних трошкова.<sup>12</sup>

Лоша финансијска ситуација настављена је и у октобру 2008. године. Dow Jones је пао 7. октобра испод десет хиљада поена што је био најнижи ниво за последње четири године. Током октобра берзански трговци и инвеститори и даље су били на раскршћу између позитивних и негативних емоција, док су светске берзе, услед смене оптимистичких и песимистичких очекивања, наизменично расле и падале.

У новембру и децембру је настављен тренд пада цена акција на светским берзама. С обзиром на то да су цене акција на берзи показатељ вредности компанија, долази и до пада вредности истих, што се даље одражава на реални сектор економије. Ни тренутна економска ситуација, нажалост, није охрабрујућа. Изградња нових стамбених објеката је стала, стопа незапослености је у порасту, а друштвени производ је на најнижем нивоу. О мерама и начинима изласка из кризе биће речи у даљем делу текста.

### 3. Утицај финансијске кризе на Европу

Глобална финансијска криза, која је започела у Америци, проширила се како на финансијски, тако и на реални сектор европских земаља. Као одговор на смањену агрегатну тражњу, водеће европске привреде су ушле у процес оштре редукције трошкова, и смањења броја запослених.

Пословно поверење у Европи, као и у САД, нагло пада. Европска комисија предвиђа рецесију не на глобалном, већ на националном нивоу. Једна од рецесионих економија је и Немачка, која је према извештају Брисела остварила смањење БДП за 0,25 процената у трећем кварталу 2008. године, после негативне стопе од 0,5 процента у другом кварталу исте године. То је био већ други квартални пад привредне активности што је, технички посматрано, рецесија. Према истом извештају, економски раст у Немачкој је био 1,3 процента у 2008. години.<sup>13</sup> Немачки извоз би у 2009. години, како се прогнозира, требало да падне за 8,9 процената, док би увоз ослабио за 5 процената.

Према институту ZEW, поверење у немачку привреду је подигла влада својим фискалним стимулансом, одобреним половином јануара 2009. године, као и нижим каматним стопама. Инвеститори се надају да ће немачка привреда изаћи из рецесије већ током лета 2009. године. Међутим, овај раст поверења у привреду треба узимати опрезно, јер су околности које тренутно владају лоше. На основу привредних кретања у 2008. години, Колегијум саветника немачке владе закључио је да се у Немачкој 2009. године очекује нулти раст БДП.

Рецесија је погодила и Шпанију, која је скоро деценију била пример успешне економије са високом стопом економског раста. Производња је у новембру 2008. године, у односу на исти месец 2007. године, пала за 15,1 проценат. Поред унутрашњих проблема, као што су нестабилност на тржишту и недовољна конкуренција, на успоравање привредног раста утицала је и сама Европска унија (ЕУ), која је смањила субвенције овој чланици. Предвиђања су да ће стопа незапослености у Шпанији на крају 2009. године износити 19 процената.

Криза у Ирској се, пре свега, огледа у драстичном порасту незапослености. Ирску очекује смањење стопе економског раста за 4 процента, чиме је значајно погоршана ранија прогноза од 0,75 процената. Као главни разлози неповољне економске ситуације наводе се крах тржишта некретнина и значајан пад потрошачког поверења у земљи. Најновија прогноза примораће ирско министарство финансија да смањи издатке и предузме одговарајуће мере у области пореске политике. Предвиђања су да ће буџетски дефицит у 2009. години износити 10 процената, што је троструко више од дозвољеног лимита у ЕУ.

У оквиру еврозоне најбоље резултате постигла је Холандија. У предлогу буџета за 2009. годину холандска влада истиче суфицит од 1,2 процента, раст БДП од 1,25 процената (2,25 процената за 2008. годину) и инфлацију од 3,25 процената.<sup>14</sup>

Када је реч о осталим земљама ЕУ, ван еврозоне, рецесија се догодила и у Великој Британији након пада БДП од 0,2 процента у трећем и четвртом тромесечју 2008. године. У настојању да ублажи рецесију, Енглеска централна банка је 8. јануара 2009. године смањила каматну стопу на рекордно ниских 1,5 процената. Основна каматна стопа у Великој Британији није била нижа чак ни

12) Истовремено је саопштено да је нето приход у трећем тромесечју пао на 15 центи по акцији. Поређења ради, у истом тромесечју, годину дана раније, износио је 82 цента по акцији.

13) <http://www.biznisnovine.com/cms/item/stories/sr.html?view=story&id=29182&sectionId=8>

14) Миленковић, Ф., исто, стр. 25-26.

у време Велике депресије. Многи стручњаци су мишљења да ће *Bank of England* ускоро бити принуђена да смањи ниво каматне стопе, у циљу подизања волумена кредитирања реалног сектора, на висину близу нула, као што су учинили *FED* и *Bank of Japan*.

Европска унија је суочена са рецесијом. Поверење је на најнижем нивоу од 1985. године. Државна потрошња представља једини извор економског раста у 2009. години. Међутим, и тај извор има високу цену, а то је буџетски дефицит, који ће достићи највећу вредност у последњих 15 година. Процењује се да ће се буџетски дефицит у земљама ЕУ удвостручити, са 2 процента БДП у 2008. години на 5,5 процената у 2009. години, а у еврозони с прошлогодишњих 1,75 процената на 4 процента.<sup>15</sup>

Сходно наведеном, Европска комисија истиче да ће 2009. године, као последица пада потрошње компанија и становништва и тежег приступа банкарским кредитима, бити угашено 3,5 милиона радних места. Предвиђања су да ће стопа незапослености у 2009. години достићи 8,75 процената у ЕУ, односно 9,25 процената у еврозони. Уколико наведеном додамо и предвиђања на глобалном нивоу и то стопу незапослености од 7 процената и стопу економског раста од симболичних 0,5 процената можемо сагледати средњорочне перспективе глобалне економије.

Европска комисија је посебно забринута због пада извоза, који ће најтеже погодити Немачку, која је и највећи светски извозник. Еврозона је у новембру прошле године у спољнотрговинској размени с остатком света забележила мањак у висини од 7 милијарди евра. Извоз из еврозоне у новембру 2008. године пао је за 10 процената, док је увоз смањен за 4 процента. Само месец раније еврозона је имала суфицит у спољнотрговинској размени од 500 милиона евра. Најновији показатељи указују на значајан заокрет у односу на новембар 2007. године, када је вишак еврозоне у трговинској размени с иностранством достигао 2,3 милијарде евра. Велики раст спољнотрговинског дефицита бележи и ЕУ која је у новембру прошле године била у минусу 23,8 милијарди евра.

Глобална финансијска криза озбиљно је угрозила и највеће европске банке. Највећи пад вредности забележиле су акције банака. Европски индекси на берзама снажно су ослабили, након што је највећа немачка банка, *Deutsche Bank* известила о кварталном губитку од 4,8 милијарди евра.<sup>16</sup> Банка је саопштила да, услед светске финансијске кризе, у 2008. години очекује нето губитак од 3,9 милијарди евра, што значи да ће бити у минусу први пут од краја Другог светског рата<sup>17</sup>. Поређења ради, 2007. године је забележила нето добит од 6,5 милијарди евра. У саопштењу банке као главни узроци лошег пословања наводе се губици у трговању акцијама и дериватима и лоши резултати инвестирања у некретнине. Компанија *Deutsche Post*, у којој немачка влада има више од 30 процената акција, привремено ће преузети 8 процената акција банке, чиме ће влади бити омогућено да индиректно учествује у опоравку највеће немачке банке.

Акције многих европских банака претрпеле су, у септембру 2008. године, двоцифрене падове.<sup>18</sup> У другој половини октобра ситуација на европским берзама почиње да се поправља. Након предузетих мера за побољшање кредитне ликвидности и превазилажење глобалне финансијске кризе, цене акција су биле у значајном успону, Након тога, уз повремене успоне, ипак је настављен тренд пада цена акција. Индекси су у јануару 2009. године пали на свим западноевропским берзама.<sup>19</sup>

#### 4. Мере и начини за решавање финансијске кризе

За решавање проблема до којих је довела светска криза потребна је снажнија економска сарадња између земаља. Први позитиван корак, који је представљао одговор на финансијску кризу, била је одлука Конгреса да дозволи помоћ од 700 милијарди долара за опоравак финансијског тржишта. Затим је шест светских централних банака (Европска централна банка, *FED*, централна банка Шведске, Велике Британије, Канаде и Швајцарске), 8. октобра 2008. године, снизило основне каматне стопе. Снижавање каматне стопе је усмерено на подстицање економске актив-

15) <http://www.nezavisne.com/ekonomija/vijesti/35767/EU-u-dubokoj-recesiji-oporavak-2010-godine.html>

16) <http://www.capital.ba/pad-akcija-banaka-na-berzama-u-evropi/>

17) [http://www.poslovniservis.com/index\\_files/page0002.htm](http://www.poslovniservis.com/index_files/page0002.htm)

18) Тако, на пример, вредност акција Краљевске банке Шкотске пала је за 20 процената, Беркли банке за 13,8 процената, а УБС банке за 12,4 процената.

19) Према Блумберговим подацима, лондонски FTSE 100 пао је чак 5,37 процената, франкфуртски DAX 4,44 процента, а париски SAS 40 за 4,31 процента.

ности и снижавање трошкова кредита. Централне банке су се на тај корак одлучиле због пада економске активности и смањења инфлаторних притисака у тренутку када се финансијска криза интензивирала.

У напору да се избори са рецесијом, на сас-танку одржаном у Washington-у, 16. децембра 2008. године, одлучено је да FED снизи основну каматну стопу на најнижи ниво у историји. Нова каматна стопа неће бити фиксна, већ ће се кретати између 0 и 0,25 процената, при чему дати распон у тренутној ситуацији не игра велику улогу. Прва мера у заштити од рецесије је смањење каматних стопа, али у постојећим тржишним условима потребно је много више од тога. После краха великих банака, страх од даљег урушавања паралисао је међубанкарско позајмљивање, кључно за циркулацију готовине, док су сумње остале око тога да ли ће координирано смањивање каматних стопа бити од помоћи. Стога је важније шта ће бити следећи корак регулатора када не буду могли даље смањивати каматне стопе.<sup>20</sup>

Када су у питању најразвијеније земље ЕУ, после хитног самита европских лидера у Паризу истакнуто је да ће се предузети све неопходне мере како би се осигурао бонитет и стабилност банкарског и финансијског система. Лидери ЕУ, такође, су захтевали снажније глобално финансијско управљање и бољу координацију. Они су се позвали на флексибилност у примени економских прописа ЕУ у процесу превазилажења глобалне кризе. Тим прописима утврђено је да државе у којима је заједничко средство плаћања евро одржавају свој буџетски дефицит испод 3 процента, а јавни дуг испод 60 процената БДП.

На самиту лидера двадесет индустријски најразвијенијих земаља и држава са економијама у успону, одржаном 15. новембра 2008. године, одређен је 31. март 2009. године као крајњи рок министрима финансија да донесу конкретне предлоге за надгледање, регулисање и транспарентност тржишта. Они су дефинисали прве кораке у циљу опоравка глобалне економије, који подразумевају јачање транспарентности и одговорности, јачање здраве регулативе, унапређење интегритета на финансијским тржиштима, јачање међународне сарадње, као и реформисање међународних финансијских институција.<sup>21</sup>

Лидери G-20 су позвали на проширење улоге ММФ, Светске банке, и других мултилатералних развојних банака (МРБ) у подршци развојних планова. Такође је истакнута улога ММФ и Форума за финансијску стабилност у процесу стварања боље регулативе светског финансијског система.

Највиши представници развијених земаља сложили су се да је кризу неопходно заједнички решавати. Појавиле су се озбиљне разлике између САД и ЕУ у вези са ставовима о томе колико чврсто владе треба да контролишу рад банака, како би у будућности спречиле финансијску кризу. САД су за мањи уплив државе у финансијски сектор, а ЕУ сматра да је потребна већа државна контрола.

Акционим планом групе G-7, у којој се налазе САД, Немачка, Велика Британија, Француска, Јапан, Италија и Канада је, између осталог, истакнуто да је неопходно искористити сва расположива средства за подршку системски важних финансијских институција. С тим у вези, неопходно је предузети мере потребне ради деблокаде кредитних и финансијских тржишта и обезбедити широк приступ банкама и другим финансијским институцијама средствима која им обезбеђују ликвидност. Планом је предвиђено да се банкама обезбеди могућност да добију капитал не само из приватних, већ и из државних извора, како би обновиле поверење у кредитне операције.

Лидери петнаест земаља чланица еврозоне донели су акциони план који подразумева гарантовање међубанкарских кредита до 31. децембра 2009. године и могућу рекапитализацију банака.<sup>22</sup> У декларацији се наводи да ће владе у прелазном периоду под одговарајућим тржишним условима дати гаранције за нова задужења током наредних пет година. У заједничком саопштењу FED, ЕЦБ, Енглеска банка и Швајцарска национална банка наводе да ће испунити све захтеве комерцијалних банака, по фиксним каматним стопама.

Уважавајући значај предузетих мера, може се закључити да је јасна перспектива од суштинског значаја за смиривање тржишта и обнову поверења. У циљу успешног решавања кризних проблема требало би, уз виши степен сагласности и кон-

20) Берза је на одлуку FED одмах реаговала. Dow Jones индекс је порастао 359 бодова или 4,20 процента, на 8.924 бода, док је S&P 500 индекс порастао, 913 бодова, или 5,14 процената. Nasdaq индекс освојио је, пак, 5,4 процента, досегнувши 1.589 бодова.

21) G-20 декларација о финансијској кризи, исто, стр. 12.

22) Француска ће гарантовати међубанкарске позајмице до 320 милијарди евра и издвојити 40 милијарди евра за докапитализацију банака којима прети банкрот. Немачка је одлучила да са 470 милијарди евра помогне стабилизацију немачких банака, што је највећи пакет државне финансијске помоћи банкама којима прети банкротство. Аустрија је, такође, усвојила пакет за помоћ банкама због глобалне финансијске кризе, у износу од 100 милијарди евра.

сензуса, преиспитати заплетену мрежу међузависности у међународним токовима капитала. Након тога, потребно је донети међународне стандарде и обезбедити њихову имплементацију, која ће створити потребну заштиту од негативних прекограничних, регионалних и глобалних токова, који ремете међународну финансијску стабилност.

### 5. Утицај финансијске кризе на Србију

Рецесија која је захватила земље ЕУ утиче и на Србију, јер је велики део домаћег извоза окренут ка тржишту ЕУ. Утицај глобалне кризе осећа се у повећању индиректних ризика, везаних за недостатак ликвидног капитала, како на међународном, тако и на домаћем тржишту. Због неликвидности развијених тржишта смањен је прилив и страних кредитних средстава, а смањује се или успорава прилив по основу директних страних улагања. То ствара проблем финансирања дефицита рачуна текућих плаћања, чиме се појачава притисак на девизне резерве и курс што, у крајњој инстанци, доводи до смањења обима домаће производње.

Смањење обима тражње у земљи, у комбинацији са смањеним обимом тражње у свету, неповољно утиче на производњу и уједно умањује раст српске привреде. Истовремено се појачавају притисци страних произвођача за пласман производа на српско тржиште, док је отежан пласман српске робе у иностранство. Све то отвара проблем неконкурентности привреде. Крајњи ефекат је успоравање или потпуно заустављање привредног раста, што се одражава на запосленост и животни стандард.

Према подацима Републичког завода за статистику, индустријска производња је у новембру 2008. године пала за 2,6 процената у односу на исто раздобље 2007. године, а у децембру за 3,4 процента. Проблем ликвидности предузећа ће се одразити и на банке, кроз смањење корпоративних депозита и отежану наплату постојећих кредита. То ће неповољно утицати на расположива средства за нове кредите. Такође, кредитни ризик је значајно повећан, јер предузећа имају смањену продају, у земљи и иностранству, а грађани су постали знатно штедљивији. Банке имају висок из-

нос ликвидних средстава, али највећи део тих ликвидних средстава не могу да пласирају, због високе стопе обавезних резерви.<sup>23</sup>

Негативни ефекти глобалне финансијске кризе посебно се осећају на тржишту капитала, с обзиром на то да реформе на тржишту капитала нису ишле истовремено са реформом банкарског сектора. То је утицало на лошије перформансе овог сектора, у односу на земље у окружењу. Ниска ликвидност и недостатак тржишног материјала чине осетљивим тржиште капитала. Београдска берза врши само функцију трансфера власништва, а због неодговарајућег реаговања државе изостала је њена улога у обезбеђивању додатног начина финансирања реалног сектора. Кључни проблем Београдске берзе је недостатак нове тражње.

Иако слабо интегрисана у међународне финансијске токове, Београдска берза је посредно осетила ефекте преовлађујућег светског тренда. Реперни индекси београдске берзе изгубили су на крају 2008. године 72,17 процената вредности, у односу на децембар 2007. године. Упркос двоцифреном паду цена акција на Београдској берзи, инвестиционе јединице већине инвестиционих фондова имале су једноцифрен пад вредности, што указује на одговарајућу структуру портфолија инвестиционих фондова Србије. Силазни тренд вредности индекса на Београдској берзи настављен је и у 2009. години.<sup>24</sup>

Једна од последица финансијске кризе је и слабљење националне валуте. Упркос сталним интервенцијама НБС у корист домаће валуте, она има рекордно ниску вредност. Почетком октобра евро је вредео 77 динара, што је за 23 процента више него почетком 2009. године. Такође, и у 2009. години наставља се пад вредности динара започет у четвртм кварталу 2008. године.<sup>25</sup>

Кључни разлози који су довели до слабљења курса динара су смањење светске ликвидности, мањак капитала и лошије могућности домаћих предузећа да добију кредите из иностранства, због чега расте тражња девиза на међународном тржишту. Имајући у виду да је ниво девизних резерви релативно висок, да платно-билансни приливи и одливи нису у драматичној мери пали, мо-

23) На дан 12. јануара 2008. године банкарски сектор располагао је са 2,9 милијарди евра ликвидних средстава, од чега је 1,6 милијарди евра у обавезној резерви. Остатак од 1,3 милијарде евра био је у репо потраживањима од НБС.

24) Оба индекса Београдске берзе први берзански радни дан у 2009. години завршили су у минусу. Индекс Belex15 пао је за 3,41 процента, а Belexline за 1,15 процента. Учешће страних инвеститора у укупној трговини акцијама пало је са 45,44 на 22,98 процента. У куповини акција страни инвеститори су учествовали са 12,86 процената, а у продаји са 33,09 процента.

25) Србија није изузетак. Националне валуте у Мађарској, Румунији, Пољској и Чешкој такође су изгубиле, почетком 2009. године, између 5 и 8 процената својих вредности.

жемо очекивати да неће доћи до значајније депресијације динара у наредном периоду.

Поред пада вредности домаће валуте, проблем српске привреде представљају висока стопа незапослености, од званично 18,8 одсто, и велика кредитна задуженост у инострану валуту. Проблем је утолико већи што се у наредном периоду не може рачунати на повећање извоза, с обзиром на слабљење економске активности у региону. Очекује се да економска активност, услед пада домаће тражње, инвестиција и потрошње, и даље слаби.

Оштрији монетарни услови и већи степен неизвесности у погледу прилива капитала утичу и на кредитну активност. На куповну моћ и даље негативно делују јаки инфлаторни притисци и већи терет отплате кредита, с обзиром на слабљење девизног курса. На инвестициону активност ће у 2009. години утицати мања расположивост и виша цена финансирања, као и слабији пословни амбијент.

Осим тога, критична је постала велика зависност српског банкарског сектора од западноевропских банака, јер ће оне због кризе смањити капитал инвестиран у Србији. То би даље довело до значајног смањења кредитирања и до пада стопе економског раста. Наиме, Европска банка за обнову и развој (EBRD) снизила је прогнозу привредног раста у Србији за 2009. годину, са три на два процента. Та институција је у новембру 2008. године прогнозирала да ће привредни раст Србије износити три процента, али је процена снижена због све израженије рецесије у свету.

То ће се, без сумње, одразити и на приходе државне касе. Покривање евентуалног минуса у каси могуће је само на два начина: ребалансом буџета навише или смањењем планираних расхода. Да ли ће до тог лошијег сценарија и доћи, умногоме зависи од тога да ли ће Србија успети да, по разним основама, из света привуче стране директне инвестиције. Уколико се то не деси, истопиће се девизне резерве, а грађани ће то осетити преко веће стопе инфлације и пада вредности динара.

Србија, као што се може закључити из наведених података, се суочава, у реалном сектору, са следећа два веома озбиљна проблема: инфлацијом која није побеђена и дефицитом текућег рачуна платног биланса. Поред тога, Србију погађају проблеми и у финансијском сектору, који се, пре свега, везују за функционисање тржишта капитала. Њихово решавање у условима финансијске кризе биће све теже.

## 6. Мере и начини за решавање финансијске кризе у Србији

Мере против светске економске кризе у развијеним земљама и земљама у транзицији, а нарочито у државама које имају проблема са платним билансом са иностранством морају бити другачије конципиране у односу на развијене земље. Док ће развијене државе морати да подстичу потрошњу, земље у транзицији, и Србија међу њима, мораће да подстичу штедњу, која ће се инвестирати и омогућавати грађанима да зарађују и опстану у кризи. У оквиру програма мера за заштиту друштва и државе од опште економске кризе, коју званичници оцењују као најјачу у историји, наведене су рестриктивне, махом буџетске мере за које је надлежна држава, а за чије је спровођење одговорна Влада.

У циљу ублажавања ефеката глобалне кризе потребно је активно управљање ризицима у банкарском сектору, као и широка акција одговорних институција на смиривању панике и јачању поверења грађана у финансијски сектор Србије. Такође је потребна активнија политика банака на прикупљању штедне грађана, пре свега, кроз повећање пасивних каматних стопа. С тим у вези, НБС предузима активности усмерене на информисање грађана о стабилности банкарског сектора и сигурности штедних улога, али је за одржавање поверења потребно учешће Владе и свих других релевантних институција. НБС држи девизне резерве претежно у виду депозита код других централних банака и у државним хартијама од вредности, чији су емитенти најразвијеније земље, као и међународне финансијске институције. На тај начин се руководи, пре свега, принципом сигурности пласмана.

Према истраживањима *Deutsche Bank*, банкарски систем Србије рангира се као најстабилнији у региону. Према односу девизних резерви и депозита заузима друго место, а прво по адекватности капитала. Рестриктивна политика и снажна супервизија НБС заслужни су за то што је износ депозита и кредита у Србији приближан. Истовремено, однос капитала и ризичне активе банака три пута је повољнији него у земљама ЕУ.

Донете су мере и за подстицај домаће производње и куповине домаће робе.

Пакет мера је вредан 122 милијарде динара. Он подразумева субвенције државе за камате које ће банке наплаћивати за кредитирање извоза и производње која замењује увоз. Држава неће учествовати у избору корисника те помоћи, већ ће одлучивати о подршци конкретних сектора. Крајња камата коју ће корисници кредита плаћати

биће око 6 процената, а 2,3 процента од те камате биће субвенционисано из буџета. Предност у коришћењу ових подстицајних средстава имаће извозници, а свим кредитираним предузећима држава ће поставити услов да гарантују да неће смањивати број запослених.<sup>26</sup> Циљ подстицајног пакета је да се поспешу ликвидност, укључивањем довољног обима средства у привреду под повољним условима, да се обезбеди пројектовани привредни раст, активирају средства банака и на тај начин повећа девизни прилив и допринесе стабилизацији девизног курса.

Озбиљност ситуације појачава неконкурентна економија која још увек нема висок степен активности за инвеститоре. Привреда нема резерве за нове турбуленције, с једне стране, а ниво активности је недовољан за одржавање социјалне равнотеже. Србија је приморана на привредни раст у условима глобалног смањивања нивоа економских активности. Решење овог проблема захтева, поред конвенционалних, и неконвенционалне мере, уз одржавање макроекономске стабилности и поштовање институционалне компатибилности са ЕУ.

Оквирне подстицајне мере у сектору привреде предложене се од стране Владе Републике Србије и оне укључују: повећање ликвидности, повећање извоза, повећање домаће тражње кроз инфраструктурне пројекте (усмерене, пре свега, на грађевинарство), повећање инвестиција стварањем повољнијег пословног амбијента и смањењем фискалног оптерећења.

У циљу повећања ликвидности Влада је издала гаранције у корист НБС, ради одобравања кредита пословним банкама, како би повољније кредитирале привреду. Такође су предвиђени подстицајни кредити из Фонда за развој, међународни кредити за развој инфраструктуре (Светска банка, ЕИВ, ЕБРД) и кредити за мала и средња предузећа. Реализацијом наведеног пакета мера ликвидност у банкарском сектору преселила би се и у привреду.

Повећање извоза требало би да се реализује обезбеђење обртних средстава под повољним условима за извознике, виши степен осигурања извозних уговора, уклањање царинских и ванцаринских баријера. Уз то се предвиђа финансијска подршка за сертификацију производа и подршка извозницима, за освајање нових тржишта која су мање погођена кризом.

Повећање домаће тражње, кроз инфраструктурне пројекте усмерене, пре свега, на грађевинарство, требало би да се реализује изградњом коридора 10 и 7, реконструкцијом и модернизацијом инфраструктуре.

Повећање инвестиција, стварањем повољнијег пословног амбијента, обухвата олакшавање добијања грађевинских дозвола. Такође је у оптицају разматрање опције бесплатног права коришћења земљишта и инфраструктуре, преференцијалног пореског третмана за производне капацитете који упошљавају више од сто радника, као и модернизација комуналне инфраструктуре и отварање тржишта за изградњу нових производних капацитета у сектору енергетике.

Смањење фискалног оптерећења спровело би се кроз отпис камате на неплаћене порезе и доприносе, уколико се те обавезе сада редовно измирују. Старе обавезе по основу здравственог осигурања биће, такође, замрзнуте ако се текуће обавезе редовно испуњавају, а затим отписане након пет година редовног плаћања текућих обавеза.

Поред мера у реалном сектору, предложене су мере и у финансијском сектору, које укључују повећање трговине хартијама од вредности, укидањем пореза на капиталну добит и укидањем пореза на пренос апсолутних права при трговању тим хартијама.

На крају, предложене су мере и у сектору становништва које подразумевају повећање штедње и укидање пореза на камате за штедњу до краја 2009. године. Предузећа која добијају подстицајна средства обавезују се да не смањују број запослених. Социјална заштита је остала на истом нивоу као и 2008. године.

Уз предложене мере борд директора Међународног монетарног фонда је 15. јануара 2009. године у Вашингтону одобрио Србији стенд-бај аранжман од 402,5 милиона евра, као подршку програму српске владе да одржи макроекономску и финансијску стабилност државе. ММФ је саопштио да српска влада, уколико жели, може одмах да повуче 268,4 милиона евра. У саопштењу се истиче да српске власти намеравају да аранжман третирају као превентиван и да неће узимати новац из фонда, уколико то не буде неопходно. Такође се наводи да те мере укључују рестриктивну фискалну политику, која ће одржати буџетски дефицит у 2009. години испод 1,75 процената БДП.<sup>27</sup>

26) <http://www.politika.rs/rubrike/Sta-da-se-radi/index.1.lt.html>

27) <http://www.gradjanski.co.yu/navigacija.php?vest=37117>



Одлука ММФ да одобри аранжман значи да је Србија добила потврду за економску политику коју спроводи. Србија је тражила средства, не због хитности, већ из предострожности, како би спречила турбуленције у домаћој економији. Потребно је нагласити да се средства ММФ одобрављају за јачање девизне ликвидности земље, чиме се Србији даје могућност да лакше измири девизне обавезе према иностранству.

Према подацима НБС, у Србији је неликвидна једна петина привредних субјеката.<sup>28</sup> Додатно забрињава податак да чак две трећине неликвидних своје обавезе није измирило дуже од годину дана. Проблем би могао да буде и већи, јер према подацима Института за тржишна истраживања, око 44 процената српских привредника, у сектору индустријске производње, очекује повећање неликвидности у наредним месецима. Кризом ће највише бити погођена мала и средња предузећа.

Системско решење подразумева промене у монетарној политици, кроз уклањање ограничења која су настала претходних година када је био убрзан раст кредита.

Практично, било би пожељно да НБС смањи ограничења за раст кредита, првенствено усмерених ка предузећима. То су ограничења која дефинишу везу између укупног кредита и нето капитала банке. Неопходно је и наставити тренд смањења обавезне резерве на домаћу штедњу како би банке могле што ефикасније да употребљавају свој потенцијал.

Неповољна околност за привреду, као што је речено, подразумева отежано добијање кредита из иностранства, који су због повољних каматних стопа представљали главни извор обртног капитала.<sup>29</sup>

У сарадњи са НБС, пословне банке ће малим и средњим предузећима ускоро обезбедити јефтине кредите из АРЕХ кредитне линије Европске инвестиционе банке. Такође, НБС је предложила нацрт прописа којим ће ублажити ефекат кризе на финансијски сектор, и то првенствено у домену процене ризичности клијената. Уколико предложени нацрт буде усвојен, банке ће моћи да продуже рокове отплате кредита солвентним клијентима, али се то продужење неће сматрати индикатором повећаног кредитног ризика. Ове мере ће допринети смањењу трошкова кредитног ризика клијента, а самим тим и смањењу каматне стопе на кредите.

Србија ће ове године интензивирати ванцаринску заштиту домаће привреде, увођењем атеста и стандарда квалитета који би омогућили да на српско тржиште, као конкуренција домаћој производњи, улази само квалитетна роба. Уз то, држава ће помоћи извозницима да прошире своја тржишта, пре свега у земље региона, као и у земље са којима има бесцарински извоз.

Имајући у виду наведено, поставља се питање какви су изгледи да Србија преброди глобалну економску кризу? Влада се даље, у финансирању јавне потрошње, не може ослањати на приватизациона, инвестициона и кредитна средства јер се, због финансијске и економске кризе, повукао инострани капитал. Досадашњи економски раст се у доброј мери заснивао на повећању услуга финансијског сектора што ће, у условима кризе светског финансијског тржишта и све лошијег кредитног рејтинга Србије, изостати. Извоз роба већ сада показује знатни пад због смањене тражње на извозним тржиштима, а овај тренд ће се наставити интензивирањем економске кризе. Када се томе дода и значајни пад домаће тражње роба и услуга који ће уследити, као и повећана инфлација узрокована девалвацијом динара и инфлаторним очекивањима (због замрзнутих плата и пензија, повећаног броја незапослених), изгледи Србије за скоро решавање наведених проблема су скромни.

### Закључак

Анализа узрока настанка финансијске кризе потврдила је тесну међузависност финансијског система и финансијских тржишта, при чему негативна кретања и потрес на једном тржишту доводе до ширења ефеката и на остала. С обзиром на то да је економија испреплетана, у будућности је потребна интензивнија сарадња између земаља, односно свету ће бити потребна не мања, већ боља глобализација. При томе се морају уважавати самоодговорност, солидарност, јасна правила игре и приступ “један модел не одговара свима”. Свака економија у настојању да ублажи негативне ефекте актуелне кризе мора имати сопствену стратегију развоја, која омогућава одговарајуће вредновање и ефикасније коришћење расположивог капитала.

Глобални капитал, који је наметнуо своје услове пословања, отежао је појединачним државама планирање развоја, социјалну сигурност и

28) <http://www.blic.rs/ufokusu.php?id=74553&pid=154&results=true>

29) Од укупно 21,5 милијарди евра спољног дуга, привредници су се преко крос-бордер кредита до сада задужили за 11 милијарди, а банке за око четири милијарде евра.

стабилност тржишта. Макроекономска стабилност је постала зависна од глобалних токова капитала.

Пошто криза није настала једнократном грешком, него је последица дугорочних системских подстицаја прекомерног ризика, ни излаз из кризе не може бити лак. Стога се као кључно питање намеће колико ће трајати финансијска криза? Свакако, решење не може доћи преко ноћи, већ су за решавање насталих проблема потребне године.

Берзе су увек биле огледало финансијског стања компанија којима се јавно тргује. Све док су компаније непрофитабилне, због чега расте незапосленост која води ка мањој потрошњи, не постоји начин да се тржиште врати на пут одрживог развоја. Берза се не може опоравити све док је очигледан тренд пада тражње и потрошње.

Србија има релативно стабилан банкарски сектор због високе ликвидности и адекватности капитала. Поред тога, не постоје директни ризици везани за улагања у секјуритизоване хипотекарне кредите и друге високоризичне финансијске инструменте, који се налазе у основи глобалне финансијске кризе. Међутим, криза се одражава у другим секторима и стога је неопходна високо координирана акција Владе и свих других релевантних институција, како би се одржало поверење у финансијски сектор Србије, омогућило привлачење страног капитала и побољшао рејтинг Србије. Ублажавању негативних ефеката кризе допринела је и рестриктивна монетарна политика.

На крају се може закључити да се проблеми до којих је довела глобална криза морају решавати тамо где су и настали. С обзиром на то да је криза отпочела на тржишту некретнина, преломна тачка опоравка наступиће када цене некретнина престану да падају. Између осталог, неопходно је обезбедити бољу транспарентност тржишта финансијских инструмената, отклонити недостатке регулаторних оквира у појединим земљама и повећати њихову координацију, развити контрацикличне инструменте који би ублажили процикличност регулаторне политике (нарочито процикличност захтева за адекватним капиталом у банкама, који се захтева према Базел II споразуму), побољшати праксу мерења и управљања ризицима на основу етичких и моралних стандарда, контролисати пословање рејтинг агенција, различитим инструментима и уз државну помоћ обезбедити ликвидност банкарског сектора, постепено подићи ниво капитала у банкама, који служи као крајњи амортизер за покриће неочекиваних губитака. То ће постепено вратити поверење у функционисање банака и финансијског система, уопште.

### Литература:

1. Barroso, J.M.D., „Напомене у вези са финансијском кризом“, часопис *Банкарство*, број 9-10, Београд, 2008.
2. Kaufmann, M, Невероватна наивност, часопис *Банкарство*, број 9-10, Београд, 2008.
3. Vibogen, M., „Subprime“ криза променила финансијски свет“, часопис *Банкарство*, број 9-10, Београд, 2008.
4. Миленковић, Ф., „Брзо успоравање“, часопис *Банкар*, октобар, бр. 22, Београд, 2008.
5. G-20 „Декларација о финансијској кризи“, часопис *Банкарство*, број 11-12, 2008.
6. Goodhart, C.A.E., „The Regulatory Response to the Financial Crisis“, CESifo Working Paper No. 2257, Category 6: „Monetary Policy and International Finance“, March 2008
7. Stiglic, J., „Кризу су изазвали сукоби интереса и похлепа“, *Magazin Biznis*, бр. 34.
8. Heid, F., „The cyclical effects of the Basel II capital requirements“, *Journal of Banking & Finance*, vol.31, 2007.

### Остали извори

- <http://www.biznisnovine.com/cms/item/stories/sr.html?view=story&id=29182&sectionId=8>
- <http://www.nezavisne.com/ekonomija/vijesti/35767/EU-u-dubokoj-recesiji-oporavak-2010-godine.html>
- <http://www.capital.ba/pad-akcija-banaka-na-berzama-u-evropi/>
- [http://www.poslovniservis.com/index\\_files/page0002.htm](http://www.poslovniservis.com/index_files/page0002.htm)
- <http://www.vesti.rs/Ekonomija/Indeksi-2009-godinu-poceli-padom.html>
- <http://www.politika.rs/rubrike/Sta-da-se-radi/index.1.lt.html>
- <http://www.gradjanski.co.yu/navigacija.php?vest=37117>
- <http://www.blic.rs/ufokusu.php?id=74553&pid=154&results=true>