



9 771450 611023  
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 Мирко АНДРИЋ, MSc Бојана ВУКОВИЋ  
**ОБЕЛЕЖЈА ФИНАНСИЈСКОГ И РЕВИЗОРСКОГ  
ИЗВЕШТАВАЊА О КОНСОЛИДОВАНИМ  
БИЛАНСИМА У СРБИЈИ**
- ♦ др Токо МАЛЕШЕВИЋ, мр Зоран МАЛЕШЕВИЋ  
**САВРЕМЕНИ ТРЕТМАН ПОСЛОВНЕ АНАЛИЗЕ  
У СПОЗНАЈИ ЕКОНОМИЈЕ ПРЕДУЗЕЋА**
  - ♦ др Рајко ТЕПАВАЦ  
**АНАЛИЗА И ЗНАЧАЈ ГОДИШЊЕГ  
ФИНАНСИЈСКОГ ИЗВЕШТАЈА**
  - ♦ др Дејан МИКЕРЕВИЋ  
**РАЗЛИЧИТИ ПРИСТУПИ ВРЕДНОВАЊУ АКЦИЈА**
- ♦ др Властимир ВУКОВИЋ, др Градимир КОЖЕТИНАЦ  
**ОТПОРНОСТ БАНКАРСКОГ СЕКТОРА СРБИЈЕ  
НА УДАРЕ ФИНАНСИЈСКЕ КРИЗЕ И РЕЦЕСИЈЕ**

# 11-12

# РАЧУНОВОДСТВО

ЧАСОПИС ЗА РАЧУНОВОДСТВО, РЕВИЗИЈУ И ПОСЛОВНЕ ФИНАНСИЈЕ  
ГОДИНА LIV \* Бр. 11-12 \* Београд, новембар-децембар 2010.

Издавач:  
"РАЧУНОВОДСТВО" д.о.о.

Суиздавач:  
Савез рачуновођа и  
ревизора Србије

Генерални секретар  
и главни и одговорни уредник  
мр Перо Шкобић

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

Одговорни уредник  
"Рачуноводства"  
Рада Стојановић

Лектор  
мр Ана Бојановић,

Технички уредник  
Витомир Савић

РЕДАКЦИОНИ ОДБОР  
Андрин др Мирко, Алексић Богољуб,  
Вукелић др Гордана, Иванишевић др  
Милорад, Малешевевић 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,  
Шкарин Јовановић др Ката

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

СIP – 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  
(фирилчно изд.) =ISSN 0023-2394  
ISSN 1450-6114 = Рачуноводство  
COBISS.SR-ID 139739399

## Садржај

### НОВОСТИ ИЗ ПРОФЕСИОНАЛНИХ ОРГАНИЗАЦИЈА

мр Зоран ШКОБИЋ

Одржан 18. Светски конгрес рачуновођа . . . . . 3

### ФИНАНСИЈСКО РАЧУНОВОДСТВО

проф. др Мирко АНДРИЋ  
MSc Бојана ВУКОВИЋ

Обележја финансијског и ревизорског извештавања  
о консолидованим билансима у Србији . . . . . 7

др Рајко ТЕПАВАЦ

Анализа и значај годишњег  
финансијског извештаја . . . . . 21

Рада СТОЈАНОВИЋ

Значај обелодањивања информација о финансијским  
инструментима за процену изложености ризицима . . . . . 33

### ПОСЛОВНЕ ФИНАНСИЈЕ

др Ђоко Н. МАЛЕШЕВИЋ  
мр Зоран МАЛЕШЕВИЋ

Савремени третман пословне анализе у спознаји економије предузећа . . . . . 49

Снежана КНЕЖЕВИЋ  
Марко ФАБРИС

Управљања обртним средствима и краткорочним обавезама . . . . . 61

### ФИНАНСИЈСКА АНАЛИЗА

др Дејан МИКЕРЕВИЋ

Различити приступи вредновању акција . . . . . 73

### БАНКАРСТВО

др Властимир ВУКОВИЋ  
др Градимир КОЖЕТИНАЦ

Отпорност банкарског сектора Србије на ударе  
глобалне финансијске кризе и рецесије . . . . . 83

### ОСИГУРАЊЕ

доц. др. Владимир ЊЕГОМИР

Брокери у пословима пласмана ризика у реосигурање . . . . . 91

### ЈАВНЕ ФИНАНСИЈЕ

мр Драгана РАДИЧИЋ

Азија и светска криза на почетку XXI века . . . . . 99

### ПРИКАЗ КЊИГЕ

проф. др Гордана Вукелић

Рачуноводство трошкова и учинака  
проф. др Јован Родић, проф. др Милован Филиповић . . . . . 110

# Contents

## NEWS FROM THE PROFESSIONAL ORGANIZATIONS

<b>18th World Congress of Accountants</b> .....	<b>3</b>
---	----------

## FINANCIAL ACCOUNTING

*Mirko ANDRIC, PhD, Bojana VUKOVIC, MSc*

<b>The Features of financial and auditing reports of the consolidated balance sheets</b> .....	<b>7</b>
--	----------

*Rajko TEPAVAC, PhD*

<b>Analysis and Importance of Annual Financial Report in Insurance Company</b> .....	<b>21</b>
--	-----------

*Rada STOJANOVIC*

<b>Importance of Disclosing Information on Financial Instruments for Assessment of Risk Exposure</b> .....	<b>33</b>
--	-----------

## BUSINESS FINANCE

*Djoko N. MALESEVIC, PhD, Zoran MALESEVIC, MSc*

<b>Contemporary Treatment of Business Analysis in Cognition of Enterprise Economy</b> .....	<b>49</b>
---	-----------

*Snežana KNEZEVIC, PhD, Marko FABRIS*

<b>Efficiency Analysis of Working Capital Management</b> .....	<b>61</b>
--	-----------

## FINANCIAL ANALYSIS

*Dejan MIKEREVIC, Ph.D.*

<b>Different Approaches to Valuation of Proprietary Securities</b> .....	<b>73</b>
--	-----------

## BANKING

*Vlastimir VUKOVIC, Ph.D., Gradimir KOZETINAC, Ph.D.*

<b>Serbian Banking Sector Resilience to the Impacts of the Global Financial Crisis and Recession</b> .....	<b>83</b>
--	-----------

## INSURANCE

*Vladimir NJEGOMIR, Ph.D.*

<b>Role of Brokers in the Risk Placement in Reinsurance</b> .....	<b>91</b>
---	-----------

## PUBLIC FINANCE

*Dragana RADICIC, M.Sc.*

<b>Asia and the World Crisis at the Beginning of 21st Century</b> .....	<b>99</b>
---	-----------

## BOOK REVIEW

<b>Cost and Performancy Accounting</b> .....	<b>110</b>
--	------------

*мр Зоран  
ШКОБИЋ*

## Одржан 18. светски конгрес рачуновођа

Светски конгрес рачуновођа, у организацији Међународне федерације рачуновођа (IFAC) одржава се сваке четири године и представља јединствено окупљање професионалних рачуновођа из целог света. Ове године, осамнаести по реду светски конгрес је одржан у Куала Лумпуру у Малезији.

Тема овогодишњег конгреса је била “Рачуновође: креатори одрживе вредности”. Домаћин овогодишњег конгреса, Институт рачуновођа Малезије, побринуо се за адекватну организацију конгреса, на коме је учествовало преко 6000 професионалних рачуновођа из целог света.

Конгрес је отворио досадашњи председник Међународне федерације рачуновођа, господин Robert Bunting, при чему је представио и новог председника, господина Goran-a Tidstrom-a. Као представник земље домаћина учеснике конгреса је поздравио премијер Малезије, господин Dato‘ Sri Mohd Najib.

Током конгреса су одржане четири пленарне седнице и 35 радних конференција на којима је 183 излагача представило актуелне теме из области рачуноводства. Поред представника професионалних асоцијација, на Конгресу су учествовали и представници Светске банке, Одбора за



*Церемонија отварања 18. Светског конгреса рачуновођа*

финансијску стабилност, Европске комисије, Одбора за Међународне рачуноводствене стандарде, Међународног монетарног фонда, Комисије за хартије од вредности из САД и многих других институција.

На пленарним седницама расправљало се о следећим темама:

- Рачуновође: креатори одрживе вредности,
- Интегрисани оквир финансијског извештавања,
- Јачање глобалног финансијског тржишта,
- Рачуновође у наредној декади – изазови и могућности.

На свим седницама је нарочито истицана потреба за применом јединствених, глобалних рачуноводствених стандарда у функцији финансијског извештавања. Такође је истакнуто да инвеститори желе упоредиве и истините информације о пословању на глобалном нивоу, те да професионалне рачуновође имају задатак да им такве информације обезбеде. Рачуновође имају одговорност не само према директним корисницима финансијских информација, већ и много ширу одговорност која се може окарактерисати као одговорност према друштву односно као јавна одговорност. Извршни директор Међународне федерације рачуновођа, господин Ian Ball је окарактерисао одговорност рачуновођа на следећи начин: “И даље имамо исту одговорност према инвеститорима, али не заборавите да инвеститори нису више само богати појединци. Пензиони фондови су све већи инвеститори, а они инвестирају новац мноштва појединаца – можда баш ваш и мој новац. Сви они су нама, професионалним рачуновођама указали поверење, а на рачуноводственој професији је да одржи и повећа ниво поверења путем квалитетног и савесног рада“.

На више радних конференција разматрана су питања у вези са малим и средњим ентитетима. Посебна пажња је посвећена Међународном стандарду финансијског извештавања за мале и средње ентитете (IFRS за SME), као и перспективи примене овог стандарда за финансијско извештавање у националним економијама и на глобалном нивоу. Истакнуто је да средњи и мали ентитети представљају велику снагу националних економија и да је њихов значај нарочито истакнут управо кроз активности превазилажења светске финансијске кризе. Свим професионалним организацијама је указано на неопходност развоја квалитета професионалних услуга намењених управо овом сегменту привреде и уважавању потреба ових ентитета, приликом усмеравања професионалних рачуноводствених услуга.

“Светски конгрес рачуновођа обезбеђује платформу за размену искустава и мишљења професионалних рачуновођа из целог света. На тај начин се обезбеђује адекватно сагледавање проблема и изазова са којима се суочава рачуноводствена професија, као и основа за спровођење најбоље рачуноводствене праксе.



Рачуновође, као јавно одговорни професионалци имају значајну улогу у изградњи и одржању поверења јавности у финансијска тржишта и фер и истинитог обелодањивања финансијске позиције и перформанси пословних ентитета.

За адекватно испуњење тих обавеза, неопходно је да се рачуноводствена професија хармонизује на глобалном нивоу. Међународни стандарди едукације, сертификације, финансијског извештавања и ревизије, као и етички кодекс, неопходни су предуслови успешног рада професионалних рачуновођа.

Чврсто верујем да сви учесници овога конгреса деле ово мишљење и свима вама као и вашим организацијама – чланицама Међународне федерације рачуновођа желим пуно успеха у процесу хармонизације и примене најбоље праксе. Уверавам вас да ћете у Малеизији и Институту рачуновођа Малеизије увек имати доброг партнера у овом процесу!”

**Извод из говора премијера Малеизије  
Dato' Sri Mohd Najib-a**

Највећу пажњу учесника конгреса изазвала је пленарна сесија на тему “Рачуновође у наредној декади – изазови и могућности“. Дискусија више учесника пре свега је била усмерена на следећа питања:

- на који начин је глобална економска криза утицала на рачуноводствену професију;
- како ће све присутнија глобализација утицати на професију;
- на који начин треба модификовати рачуноводствене услуге у циљу задовољења нових потреба корисника;



- да ли су рачуновођама потребне нове вештине и оспособљености;
- да ли је рачуноводствена професија атрактивна за младе.

Закључак седнице је да су управо глобализација и финансијска криза усмерили пажњу јавности на рачуноводствену професију, будући да професионалне рачуновође имају главну улогу у извештавању о финансијским резултатима, као и пружању уверавања о финансијским извештајима, што је у овим временима изузетно значајно. Такође се очекују измене и даљи развој рачуноводствене професије, услед све већих захтева за интегрисаним извештавањем, нефинансијским информацијама, као и све већим потребама за стратешким планирањем и управљањем перформансама.

Нове потребе и све већи захтеви имају за последицу императив усавршавање вештина и оспособљености рачуновођа. Међутим, ове промене такође повећавају значај и утицај рачуноводствене професије, а самим тим и њену атрактивност, што позитивно утиче на квалитет нових чланова рачуноводствене професије.

Велики успех светског конгреса рачуновођа је указао на то да је заједнички рад рачуноводствене професије, држава и свих стејхолдера неопходан у циљу усвајања и примене јединственог сета високо квалитетних стандарда, што је и

најбољи начин да се изгради и одржи поверење укупне јавности у рад глобалне рачуноводствене професије.

#### ***Редовни састанак већа Међународне федерације рачуновођа***

У Куала Лумпуру у Малезији је одржана је редовна седница Већа Међународне федерације рачуновођа (IFAC – *International Federation of Accountants*). Већу је присуствовало 74 делегата, представника професионалних организација које као пуноправни чланови IFAC имају право гласа.

Седницу Већа свечано је отворио досадашњи председник IFAC, господин Роберт Bunting и поднео извештај Већу као највишем управном телу ове глобалне организације рачуновођа. Гдин Bunting је навео да је у претходном периоду рад IFAC био пре свега усмерен на следеће области: јачања квалитета рада професионалних рачуновођа у јавном интересу и подржавање хармонизације рачуноводствене професије на глобалном нивоу.

Активности IFAC у погледу јачања квалитета рада професионалних рачуновођа у јавном интересу су подразумевале редовну комуникацију и сарадњу са професионалним организацијама, међународним донаторским агенцијама и представницима државних управа. Општеприх-

ваћена дефиниција јавног интереса је да представља колективно добро целокупне заједнице те да је распон интересних страна (стејкхолдера) веома широк, што повећава значај улоге професије у заштити јавног интереса, а нарочито у садашњем стању стабилности и транспарентности глобалног тржишта. Са тим су неизоставно повезани и све строжи захтеви у смислу квалитета рада и етике професионалних рачуновођа, што представља значајан допринос уједначавању високог квалитета рада рачуновођа у целом свету.

Хармонизација рачуноводствене професије у протеклом периоду је пре свега оличена у Програму усаглашавања организација чланица<sup>1</sup>. У 2010. години је завршена трећа фаза програма усаглашавања, при чему је 116 професионалних организација, пуноправних чланица IFAC успешно испунило захтеве предвиђене програмом. Извештаји о усаглашености ових организација, међу којима је и Савез рачуновођа и ревизора Србије, пуноправни члан IFAC, објављени су на веб-страници IFAC.

Након председника, извештаје о раду и спроведеним активностима поднели су извршни директор и председници радних тела IFAC, то јест Одбора за Међународне стандарде ревизије (IAASB), Одбора за Међународне стандарде едукације (IAESB), Одбора за Међународне стандарде етике (IESB), Одбора за Међународне рачуноводствене стандарде за јавни сектор (IPSAS), Комитета за земље у развоју (DNC), Комитета за малу и средњу праксу (SMPC), као и председник Одбора за јавни надзор (PIOB).

Након усвајања извештаја, у наставку рада Веће је једногласно одобрило пријем Савеза рачуновођа и ревизора Републике Српске као пуноправног члана у Међународну федерацију рачуновођа.

Будући да је досадашњем председнику IFAC господину *Bunting*-у истекао двогодишњи мандат, одлуком Већа, за новог председника IFAC у предстојећем двогодишњем мандату изабран је гдин *Tidstrom*.

---

1) IFAC Member Body Compliance Program

проф. др Мирко  
АНДРИЋ\*  
MSc Бојана  
ВУКОВИЋ\*\*

## Обележја финансијског и ревизорског извештавања о консолидованим билансима у Србији

### Резиме

Анализирање групе као целине коју чини већи број предузећа која се налазе под јединственом управом заснива се на консолидованом финансијском извештају. Консолидовани финансијски извештаји састављају се по принципима билансирања за јединствено предузеће, односно у њима се приказују пословне трансакције које су се у извештајном периоду одвијале између групе правних лица повезаних власничким односом „матично и зависно” правно лице и пословних партнера из окружења. Резултати спроведеног истраживања у Србији показали су да је квалитет финансијског и ревизорског извештавања о консолидованим билансима на незадовољавајућем нивоу. Само 16% испитаних консолидованих финансијских извештаја садржи минимум обелодањивања дефинисаних Међународним рачуноводственим стандардом, што указује на то да постоје значајна одступања од захтева стандарда. Са друге стране, само је 11% ревизорских извештаја кроз изражавање одговарајућег мишљења указало на непоштовање захтева Међународних рачуноводствених стандарда у вези са обелодањивањем информација у консолидованим билансима. Анализом квалитета финансијског и ревизорског извештавања о консолидованим билансима тежило се утврђивању стварног стања и детерминисању смерница и могућности његовог побољшања.

**Кључне речи:** консолидовани финансијски извештај, ревизорски извештај о консолидованим финансијским извештајима.

### Уводна разматрања

Консолидовање финансијских извештаја и њихова анализа тек нешто више од деценије добијају на значају. Разлоге за то треба тражити у чињеници да се финансијски извештаји групе јављају на самом крају деветнаестог века и да је приликом састављања финансијских извештаја

групе, правној самосталности њених чланица придаван већи значај у односу на чињеницу да та правно самостална предузећа чине једну економску целину. У складу са поменутом теоријом економског јединства, формиран су консолидовани финансијски извештаји како би корисницима презентовали имовински, финансијски и приносни положај групе као целине. У прилог томе ишло

\*) Редовни професор, Економски факултет Суботица

\*\*) Асистент, Економски факултет Суботица



је општеприхваћено мишљење да су финансијски извештаји зависних предузећа мање поуздани извори информација потребних за доношење пословних одлука од информација које садрже финансијски извештаји економски самосталних предузећа.

Консолидовање финансијских извештаја се спроводи да би се група предузећа повезаних власништвом приказала као једно правно лице. Консолидовани финансијски извештаји намењени су пре свега већинском власнику матичног правног лица како би стекао увид у имовину, капитал, обавезе, приходе и расходе свих правних лица којима директно или индиректно управља. Информације из консолидованих финансијских извештаја користе екстерни корисници међу које се сврставају надзорни одбори и власници матичног предузећа, постојећи и потенцијални власници предузећа групе, постојећи и потенцијални повериоци, запослени и држава. Интерне кориснике консолидованих финансијских извештаја чине сви нивои менаџмента матичног предузећа и предузећа групе и јединствена управа групе.

У нашој пракси консолидовани финансијски извештаји се у већем броју појављују у релативно скорије време. Потребу за сачињавањем консолидованих финансијских извештаја створила је куповина акција једног правног лица од стране другог правног лица, што се у највећој мери дешавало у процесу транзиције. Поред тога, развијање пословања правних лица кроз улазак у нове делатности и пословне аранжмане регистравањем нових фирми и подела великих привредних система у мања предузећа у циљу лакшег управљања створили су потребу за обједињеним приказивањем пословања правних лица кроз консолидоване финансијске извештаје.

Анализом консолидованих финансијских извештаја се добијају информације које слику о групи као економској целини и о односима између матичног предузећа и осталих предузећа, чланова групе чине јаснијом. На тај начин, основа на којој корисници консолидованих финансијских извештаја заснивају своје пословне одлуке постаје потпунија и поузданија.

### ***1. Специфичности финансијског извештавања групе за консолидацију***

#### ***1.1. Детерминисање предузећа, чланица за консолидацију***

Пословање у оквиру групе повезаних субјеката је широко распрострањено у свету и код нас.

Пословни субјекти постају део групе повезаних правних лица како би обезбедили сигурност у погледу набавке сировина и продаје производа и како би остварили повољније услове за реализацију трансакција, опстанак и раст предузећа на тржишту.

Као најчешћа ситуација у којој се идентификују повезане стране истиче се могућност значајног утицаја једног пословног субјекта на други. Постојање значајног утицаја видљиво је, поред учествовања пословног субјекта у доношењу пословних одлука другог предузећа и кроз учествовање у раду управног одбора, реализацији материјалних трансакција између предузећа, размени руководећег особља између предузећа и постојању зависности другог предузећа у погледу информација.

Економску целину односно групу чини матично предузеће са свим својим зависним предузећима над којима има контролу. Кључни захтев који мора бити испуњен приликом одређивања да ли неко правно лице треба укључити у групу за консолидацију је то да ли матично правно лице поседује контролу над њим. Контрола подразумева моћ управљања финансијским и пословним политикама зависних предузећа са циљем остваривања користи од њиховог пословања. Зависним, односно контролисаним предузећем подразумева се предузеће у коме матично предузеће поседује непосредно или преко другог зависног предузећа већинско учешће у капиталу и по том основу више од половине гласова у скупштини зависног предузећа, као и право да именује више од половине чланова управног одбора зависног предузећа.

Идентификација чланова групе за консолидацију врши се на основу претходног искуства са матичним правним лицем, информација добијених од менаџмента матичног правног лица, извода из државних регистара и из јавно расположивих информација (штампе, сајтова). Постоје ситуације у којима поседовање већинског пакета акција није услов за улазак у групу за консолидацију већ услов подразумева стицање контроле над правним лицем. Специфична ситуација постоји и ако је правно лице које је део групе за консолидацију купило већински пакет другог правног лица којим стиче контролу, али не са намером да управља датим правним лицем, већ да га прода у кратком року и да оствари зараду. Ово учешће се не сматра односом који захтева укључивање стеченог правног лица у групу за консолидацију.

## 1.2 Нормативна регулатива консолидовања финансијских извештаја

Финансијски извештаји групе презентовани као финансијски извештаји јединственог економског ентитета представљају консолидоване финансијске извештаје. Циљ консолидовања финансијских извештаја је да се омогући свеобухватан увид у финансијски, имовински и приносни положај економске целине, односно јединственог економског ентитета.

Приликом састављања и презентације консолидованих финансијских извештаја треба респектовати Међународни рачуноводствени стандард 27 - Консолидовани и појединачни финансијски извештаји. Циљ наведеног стандарда усмерен је ка подизању квалитета и обезбеђивању релевантности, поузданости и упоредивости информација презентованих у појединачним и консолидованим финансијским извештајима матичног предузећа за групу зависних предузећа. У стандарду се између осталог, јасно детерминишу околности у којима предузеће мора да консолидује своје финансијске извештаје, као и информације које морају да буду обелодањене у сврху процене природе односа између матичног и контролисаних предузећа.

Према Закону о рачуноводству и ревизији „правна лица која имају контролу (контролно, односно матично правно лице) над једним или више правних лица (подређено, односно зависно правно лице), у складу са законом и са захтевима Међународних рачуноводствених стандарда и Међународних стандарда финансијског извештавања, обавезна су да састављају, приказују, достављају и обелодањују консолидоване финансијске извештаје. Консолидовани финансијски извештаји представљени су као извештаји економске целине, коју чине матично и сва зависна правна лица. Изузетно, уколико вредности имовине, односно прихода матичног и зависних правних лица, не рачунајући интерне пласмане и потраживања, односно приходе матичног и зависних правних лица, у збиру чине мало правно лице, у смислу члана 7. овог закона, нису обавезна да достављају и обелодањују консолидоване финансијске извештаје”<sup>\*\*\*</sup>. Правна лица која консолидују финансијске извештаје дужна да усвојене консолидоване финансијске извештаје доставе Агенцији за привредне регистре најкасније

до 30. септембра текуће године за претходну пословну годину.

Према Међународном рачуноводственом стандарду 27 – Консолидовани и појединачни финансијски извештаји, матично предузеће треба да саставља консолидоване финансијске извештаје у којима консолидује своја улагања у зависна предузећа у складу са овим стандардом. Матично предузеће не мора да саставља консолидоване финансијске извештаје ако и само ако<sup>\*\*\*\*</sup>:

1. је и само матично предузеће зависно предузеће које је у потпуности или делимично у власништву неког другог правног лица, и његови остали власници, укључујући и оне који другачије немају право гласа, били су информисани и немају ништа против да матично предузеће не саставља консолидоване финансијске извештаје;
2. се дужничким или власничким инструментима матичног предузећа не тргује на јавном тржишту (домаћа или страна берза или купопродаја акција на слободном берзанском тржишту изван берзе, укључујући локална и регионална тржишта);
3. матично предузеће није поднело, нити је у процесу подношења својих финансијских извештаја Комисији за хартије од вредности или другом регулативном телу у циљу издавања нове класе инструмената на јавном тржишту; и
4. крајње матично предузеће или неко од матичних предузећа у ланцу саставља консолидоване финансијске извештаје који ће бити расположиви за јавно коришћење и који су у складу са Међународним стандардима финансијског извештавања’.

Матично предузеће које не испуни услове дефинисане Међународним рачуноводственим стандардима и по том основу нема обавезу састављања консолидованих финансијских извештаја, треба да састави само појединачне финансијске извештаје и да сва учешћа у капиталу зависних предузећа рачуноводствено евидентира у складу са захтевима Међународног рачуноводственог стандарда 27.

\*\*\*) Закон о рачуноводству и ревизији - члан 31, „Службени гласник РС“ бр. 46/2006 и 111/2009.

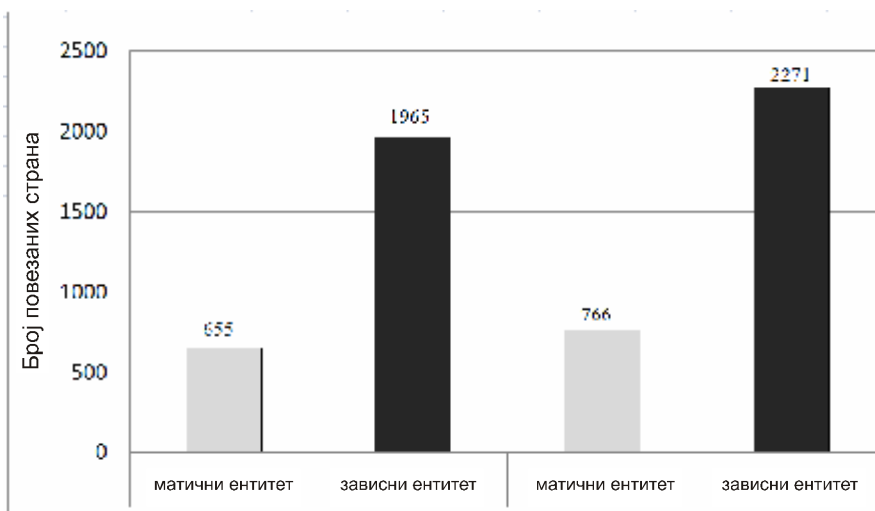
\*\*\*\*) Савез рачуновођа и ревизора Србије (2010), *Међународни стандарди финансијског извештавања, МРС 27- Консолидовани и појединачни финансијски извештаји*, СРПС, Београд, стр. 14

Матично правно лице може искључити зависно правно лице из консолидације једино ако дође до губитка контроле над њим, односно губитка моћи управљања финансијском и пословном политиком зависног предузећа. Губитак контроле може настати са или без промене апсолутних или релативних нивоа власништва. Он се може јавити, примера ради, када зависно предузеће постане предмет контроле државе, суда, администратора, неког регулаторног тела или на основу уговорног споразума. Ако матично предузеће изгуби контролу над зависним предузећем, оно ће престати да признаје имовину и обавезе зависног предузећа по његовим књиговодственим вредностима на датум губитка контроле. Поред тога, престаће да признаје књиговодствену вредност свих учешћа без права контроле у бившем зависном предузећу на датум губитка контроле. Промене власничког учешћа матичног предузећа у зависном предузећу које не резултирају губитком контроле се рачуноводствено обухватају као капиталне трансакције.

## 2. Карактеристике консолидованих финансијских извештаја у Србији

У току 2008. године у Србији је забележен развој економских целина, који се огледа у формирању нових и проширењу постојећих повезаних група. Према подацима Народне банке Србије, било је укупно 766 матичних предузећа у 2008. години, која су поседовала укупно 2.271 зависних предузећа<sup>+</sup>.

Тренд пораста броја повезаних страна у Србији може се приказати путем следећег дијаграма.



Приказ 1 - Број матичних и зависних предузећа у Србији у 2007. и 2008. години

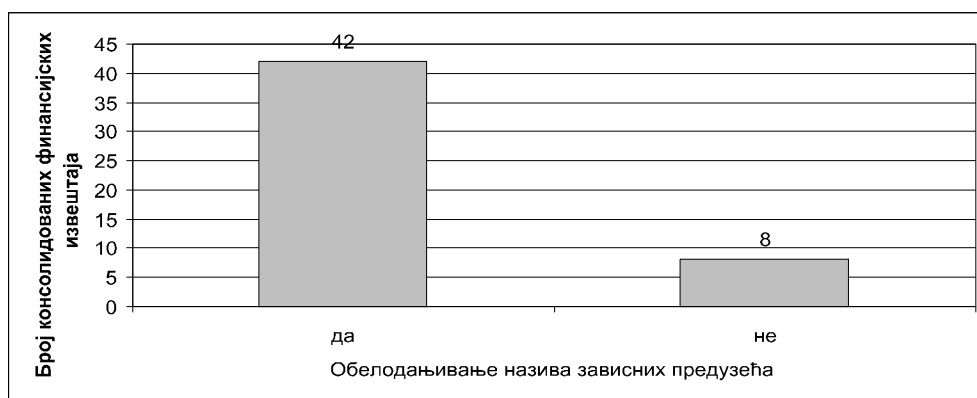
За потребе истраживања квалитета консолидованих финансијских извештаја у Србији узета је 2008. година, будући да подаци о консолидованим финансијским извештајима за 2009. годину, у време писања овог чланка, још увек нису били доступни.

На основу прикупљених информација, на бази узорка од 50 консолидованих финансијских извештаја, спроведено је истраживање у циљу оцене квалитета финансијског извештавања са аспекта обелодањивања захтева Међународног рачуноводственог стандарда 27 – Консолидовани и појединачни финансијски извештаји. Квалитет консолидованих финансијских извештаја у складу са важећим стандардом мерио се са аспекта обелодањивања следећих кључних обележја<sup>++</sup>:

1. природе односа између матичног и зависног предузећа, када матично предузеће не поседује, директно или индиректно, преко зависних предузећа, више од половине гласачке моћи;
2. разлога због којих поседовање, директно или индиректно, преко зависних предузећа, више од половине гласачке или потенцијалне гласачке моћи предузећа у који је инвестирано не чини контролу над њим;
3. датум извештавања финансијских извештаја зависног предузећа, када се ти финансијски извештаји користе за састављање консолидованих финансијских извештаја, а ако су они састављени на

<sup>+</sup> Народна банка Србије (2010). *Саопштење о резултатима пословања економских целина у Републици Србији оствареним у 2008. години*, www.nbs.rs

<sup>++</sup> Савез рачуновођа и ревизора Србије (2010), *Међународни стандарди финансијског извештавања, МРС 27 - Консолидовани и појединачни финансијски извештаји*, СРПС, Београд, стр. 20



Приказ 2 - Распоред броја консолидованих финансијских извештаја према адекватности обелодањивања назива зависних предузећа

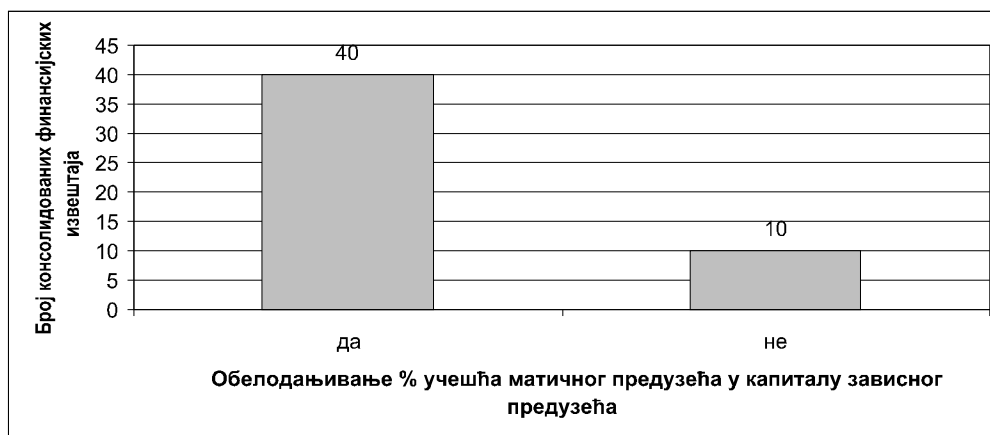
- датум извештавања или за период различит од оног на који су састављени финансијски извештаји матичног предузећа и разлог за коришћење различитог датума или периода извештавања;
4. природу и степен евентуалних значајних ограничења (на пример, који произилазе из уговора о позајмљивању или регулаторних захтева) способности зависних предузећа да изврше пренос новчаних средстава матичном предузећу у облику готовинских дивиденди или да отплате зајмове или авансе;
  5. ефекте свих промена власничког учешћа матичног предузећа у зависном предузећу који не резултирају губитком контроле над капиталом који се може приписати власницима матичног предузећа;
  6. ако се изгуби контрола над зависним предузећем, матично предузеће обелодањује добитак или губитак, уколико постоји, и део тог добитка или губитка који се може приписати признавању инвестиције задржане у претходно зависном предузећу по фер вредности на датум губитка контроле.

*Обелодањивање назива зависних предузећа*

Резултати истраживања показују да је тачан назив зависног предузећа обелоданило 84% матичних предузећа у својим консолидованим финансијским извештајима. У 16% испитаних консолидованих финансијских извештаја нису обелодањена сва зависна предузећа која су под контролом матичног предузећа или није наведено тачно седиште зависних предузећа.

*Обелодањивање % учешћа у капиталу зависних предузећа*

Обелодањивање процентуалног учешћа матичног предузећа у капиталу зависног предузећа реализовано је у 80% испитаних консолидованих финансијских извештаја. У 20% испитаних консолидованих финансијских извештаја нису прецизно обелодањени власнички односи, већ је само наведено да је матично предузеће већински власник или су само наведена зависна предузећа која су под његовом контролом.



Приказ 3 - Распоред броја консолидованих финансијских извештаја према адекватности обелодањивања % учешћа у капиталу зависног предузећа



Приказ 4 - Распоред броја консолидованих финансијских извештаја према адекватности обелодањивања датума састављања финансијских извештаја зависних предузећа

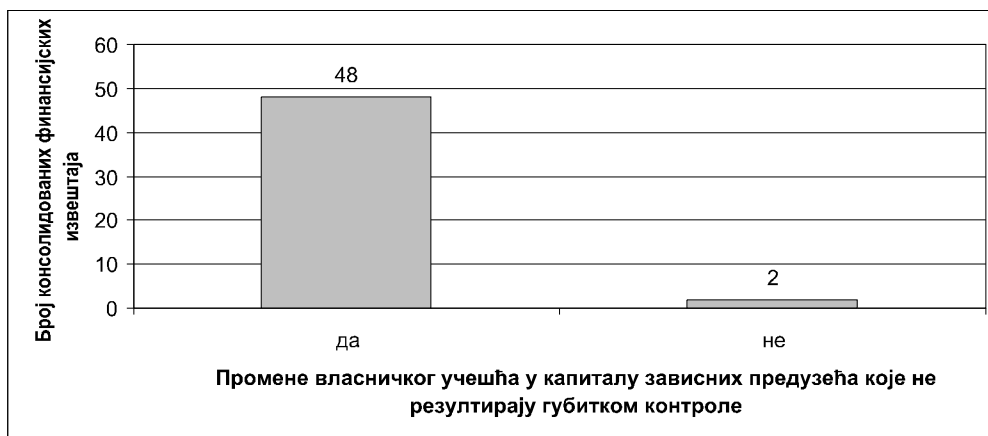
*Обелодањивање датума састављања финансијских извештаја зависних предузећа који представљају основу за састављање консолидованих финансијских извештаја*

Према захтевима Међународног рачуноводног стандарда 27, у консолидованим финансијским извештајима требало би обелоданити датум састављања финансијских извештаја зависног предузећа, када се ти финансијски извештаји користе за састављање консолидованих финансијских извештаја. Резултати истраживања показују да је само у 22% испитаних консолидованих извештаја прецизно наведен датум састављања финансијских извештаја зависних предузећа. У 77% испитаних консолидованих финансијских извештаја истакнуто је позивање на важећу законску и професионалну регулативу као основу за састављање консолидованих финансијских извештаја, али није прецизно обелодањен датум састављања појединачних финансијских извештаја зависних предузећа. У преосталих, 1% испитаних консолидованих финан-

сијских извештаја наведени су само називи зависних предузећа на основу чијих финансијских извештаја се састављају консолидовани финансијски извештаји. У поменутих извештајима, матична предузећа се нису позвала на регулаторни оквир по основу којег су састављени консолидовани финансијски извештаји.

*Обелодањивање промена власничког учешћа матичног предузећа у зависном предузећу која не резултирају губитком контроле*

У укупном узорку од 50 консолидованих финансијских извештаја, само у 4% испитаних извештаја запажена је промена власничког учешћа матичног предузећа у зависном предузећу која није резултирала губитком контроле над капиталом који се може приписати власницима матичног предузећа. У поменутих извештајима, на одговарајући начин је обелодањена табела која исказује ефекте ових промена. У 96% испитаних консолидованих финансијских извештаја није било промена власничког учешћа матичног у капиталу зависног предузећа.



Приказ 5 - Распоред броја консолидованих финансијских извештаја према адекватности обелодањивања промена власничког учешћа у капиталу зависних предузећа које не резултирају губитком контроле

*Обелодањивање добитка или губитка у случају губитка контроле над зависним предузећем*

Последњи захтев у вези са обелодањивањем који подразумева да матично предузеће које изгуби контролу над зависним предузећем, обелодани добитак или губитак, уколико постоји, и део тог добитка или губитка који се може приписати признавању инвестиције задржане у претходно зависном предузећу по фер вредности на датум губитка контроле испуњен је у 2% испитаних консолидованих финансијских извештаја. У укупном узорку, само једно предузеће је смањило % власничког учешћа, са 100% на 30%, чиме је изгубило управљачку контролу над пословањем. Ова промена је на одговарајући начин обелодањена у консолидованим финансијским извештајима. У преосталих, 98% испитаних консолидованих финансијских извештаја није било промена које су резултирале губитком контроле, а тиме није ни било основа да се изврше захтевана обелодањивања.

У посматраном узорку од 50 консолидованих финансијских извештаја, није било случајева у којима матично предузеће не поседује, директно или индиректно, преко зависних предузећа, више од половине гласачке моћи и случајева у којима поседовање, директно или индиректно, преко зависних предузећа, више од половине гласачке или потенцијалне гласачке моћи предузећа у који је инвестирано не чини контролу над њим. Поред тога, нису постојала значајна ограничења способности зависних предузећа да изврше пренос новчаних средстава матичном предузећу у облику готовинских дивиденди или да отплате зајмове или авансе. Будући да ограничења није било, није било ни обелодањивања по овом основу у консолидованим финансијским извештајима.

Узимајући у разматрање квалитет консолидованих финансијских извештаја са аспекта испуњења захтева за обелодањивањем, према броју посматраних обележја, резултати истраживања показују следеће:

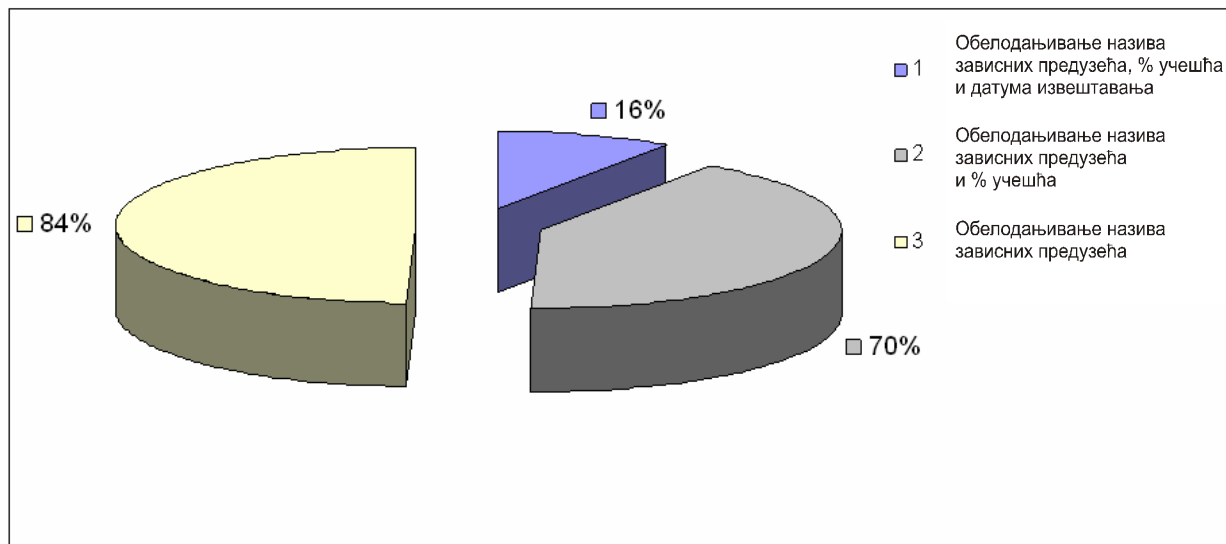
- 16% предузећа је обелоданило сва 3 захтевана обележја,
- 70% предузећа је обелоданило 2 обележја,
- 84% предузећа је обелоданило 1 обележје.

Приликом оцене квалитета полазило се од чињенице да су у консолидованим финансијским извештајима сва предузећа била обавезна да обелодане природу односа матичног и зависног предузећа и датум извештавања зависних предузећа. Сви други захтеви за обелодањивањем били су обавезујући једино ако је до настале промене дошло. Дакле, ако је матично предузеће изгубило управљачку контролу над пословањем или је променило власничко учешће, то је морало адекватно да обелодани у консолидованим финансијским извештајима.

На основу спроведене анализе консолидованих биланса у Србији, може се закључити да је обелодањивање информација у консолидованим билансима на незадовољавајућем нивоу. Резултати истраживања показују да свега 16% испитаних консолидованих финансијских извештаја садржи минимум обелодањивања дефинисаних стандардом, што упућује да постоје значајна одступања од захтева Међународних рачуноводствених стандарда. Матична предузећа у најмањој мери поштују захтеве за обелодањивањем датума састављања финансијских извештаја зависних предузећа, сматрајући вероватно да се самим позивањем на релевантан регулаторни оквир подразумева да је тај датум 31.12. посматране обрачунске године. Обелодањивање природе односа која подразумева назив зависног



Приказ 6 - Распоред броја консолидованих финансијских извештаја према адекватности обелодањивања добитка или губитка у случају губитка контроле над зависним предузећем



Приказ 7 - Структура обелодањивања консолидованих финансијских извештаја према броју захтеваних обележја

предузећа и његово процентуално учешће реализовано је у 70% испитаних консолидованих финансијских извештаја, док је 84% предузећа прецизно навело називе матичног предузећа.

Наведене захтеве за обелодањивањем, матична предузећа испуњавају кроз напомене уз консолидоване финансијске извештаје. Поштовање захтева за обелодањивањем наведене регулативе претпоставка је квалитетног финансијског извештавања. На тај начин се отвара могућност корисницима да сагледају пословање предузећа са аспекта пословних односа матичних и зависних предузећа и пословних односа са трећим лицима.

### 3. Специфичности ревизорског извештавања о консолидованим финансијским извештајима

#### 3.1 Процес ревизије консолидованих финансијских извештаја

Ревизија консолидованих финансијских извештаја има исти циљ као и ревизија појединачних финансијских извештаја правних лица. Поменути циљ подразумева верификацију истинитости и објективности финансијских информација презентованих у форми финансијских извештаја. У процесу ревизије консолидованих финансијских извештаја, ревизор треба да изрази мишљење да ли су консолидовани финансијски извештаји клијента ревизије, према свим битним питањима, састављени у складу са утврђеним

оквиром за финансијско извештавање. Клијент ревизије у оквиру групе за консолидацију је матично правно лице које закључује уговор о ангажману са ревизијском фирмом. Будући да консолидовани финансијски извештаји настају на основу појединачних финансијских извештаја уз искључивање унутар-групних трансакција и салда, постоје специфичности у приступу и процедурама њихове ревизије.

Потреба за ревизијом консолидованих финансијских извештаја произилази из законских захтева или из намере корисника консолидованих финансијских извештаја да се увере у истинитост и објективност информација презентованих у консолидованим финансијским извештајима. Корисници ревизорског извештаја из ревизорског извештаја долазе до сазнања о степену истинитости и објективности финансијских извештаја, о условима задужења, о сигурности пласмана, о реалности вредновања имовине и обавеза, о условљености располагања имовином. Најбитнија информација коју корисници добијају свакако је сазнање о приносном, имовинском и финансијском положају клијента.

Обавеза вршења ревизије консолидованих финансијских извештаја регулисана је националном регулативом. Ревизија консолидованих финансијских извештаја се најчешће обавља када је обавеза за матично правно лице регулисана законом, уговором или неких другим одредбама и када се то од матичног правног лица захтева у циљу изласка на финансијско тржиште.

Сви Међународни стандарди ревизије који се примењују при ревизији појединачних финансијских извештаја правних лица важе и за ревизију консолидованих финансијских извештаја. У складу са тим, процес ревизије консолидованих финансијских извештаја врши се на следећи начин<sup>+++</sup>:

= +

Ревизија појединачних финансијских извештаја треба да буде обављена за свако предузеће које је члан групе за консолидацију. Ревизијска фирма која врши ревизију консолидованих финансијских извештаја може да обавља и ревизију појединачних финансијских извештаја правних лица која улазе у групу за консолидацију или тај поступак може бити спроведен од стране неке друге ревизорске фирме. Уколико је иста ревизорска фирма извршила ревизију консолидованих и свих појединачних финансијских извештаја, тада се у оквиру ревизије консолидованих финансијских извештаја спроводе само специфичне процедуре ревизије усмерене пре свега на проверу спроведених поступака елиминације унутар-групних трансакција и салда. Ако је ревизију појединачних финансијских извештаја вршила друга ревизорска фирма, ревизор треба да размотри могућност коришћења резултата рада другог ревизора у складу са Међународним стандардом ревизије 600 – „Посебна разматрања – Ревизија финансијских извештаја групе (укључујући и рад другог ревизора)“<sup>++++</sup>. Овим Међународним стандардом ревизије пружају се смернице у околностима када један ревизор, извештавајући о финансијским извештајима правног лица, користи рад другог ревизора о финансијским информацијама о једном или више саставних делова правног лица укључених у финансијске извештаје правног лица. У ситуацијама када користи рад другог ревизора, ревизор консолидованих финансијских извештаја треба да процени професионалну компетентност другог ревизора и прибави задовољавајући ревизорски доказ да је рад другог ревизора адекватан за

сврху ревизије консолидованих финансијских извештаја.

Након испитивања истинитости и објективност појединачних финансијских извештаја, ревизор треба да се увери да ли су елиминације унутар-групних трансакција и салда извршене на адекватан начин. Идентификација унутар-групних салда и трансакција захтева од ревизора проверу да ли су трансакције и салда која се налазе у рачуноводственој евиденцији матичног правног лица евидентирани и у финансијским извештајима зависних правних лица. Поред тога, треба да провери податке о трансакцијама и салдима насталим у извештајном периоду између зависних правних лица, а које такође треба да буду елиминисане.

Ревизија елиминација је саставни део сваке ревизије консолидованих финансијских извештаја. Специфичност ревизије елиминација је управо у томе што се у фокусу процедура налазе износи који се не налазе у финансијским извештајима који су предмет ревизије, односно они износи који су искључени у поступку консолидовања као унутар-групне трансакције и салда.

Процес спровођења ревизије консолидованих финансијских извештаја врши се по истом принципу као и ревизија појединачних финансијских извештаја правних лица. Специфични програм ревизије за консолидоване финансијске извештаје садржи следеће процедуре\*:

1. На основу извода из државних регистара свих зависних правних лица, придружених правних лица и заједничких улагања, уверити се у власничке уделе матичног правног лица на дан израде консолидованих финансијских извештаја;
2. Проверити да ли су коришћене једнообразне рачуноводствене политике од стране свих правних лица која чине део групе за консолидацију приликом израде појединачних финансијских извештаја;
3. Ако нису коришћене једнообразне рачуноводствене политике, проверити да ли су и на који начин идентификоване разлике које проистичу из примене различитих рачуноводствених политика и да ли су обухваћене неопходним елиминацијама;

+++) Андрић, М., Крсмановић, Б., Јакшић, Д. (2010). *Ревизија- теорија и пракса*, Економски факултет Суботица, стр. 446

++++) IFAC: International Statements on Audit and Quality Control (2009), www.ifac.org, str. 591-641

\*) Андрић, М., Крсмановић, Б., Јакшић, Д. (2010). *Ревизија- теорија и пракса*, Економски факултет Суботица, стр. 457



4. Прегледати радне табеле матичног правног лица за елиминацију у циљу стицања увида у унутар-групне трансакције и салда која су елиминисана;
5. На основу закључних листова и друге документације уверити се у усаглашеност евиденција о унутар-групним трансакцијама и салда које се воде у књиговодствима правних лица која чине део групе за консолидацију;
6. За сваку елиминацију проверити правни и рачуноводствени основ и извршити неопходна израчунавања;
7. Проверити израчунавања мањинских интереса у резултату и капиталу;
8. Проверити да ли су улагања у придружена правна лица и заједничка улагања евидентирана у складу са МРС (по методу учешћа);
9. Проверити да ли постоје неке трансакције и салда које је требало узети у обзир приликом израде консолидованих финансијских извештаја, а које клијент није извршио (нпр. разматрање обезвређења goodwill-a);
10. Проверити да ли су појединачни финансијски извештаји и неопходне елиминације исправно сабрани приликом припреме консолидованих финансијских извештаја;
11. Проверити међусобну усаглашеност износа у консолидованим финансијским извештајима и напоменама уз консолидоване финансијске извештаје;
12. Проверити да ли су у напоменама уз консолидоване финансијске извештаје извршена сва обелодањивања захтевана према МРС 27.

Ревизијски програм садржи детаљне процедуре тестова које треба спровести ради стицања уверавања о финансијским извештајима који су предмет ревизије. Свака грешка и неизвесност које су уочене у ревизији појединачних финансијских извештаја правних лица која чине део групе за консолидацију утичу и на појединачне и на консолидоване финансијске извештаје. Неправилности у појединачним финансијским извештајима треба да се спрече тако што ће ревизијске процедуре тестирања бити спроведене након састављања појединачних финансијских извештаја, а пре њиховог обелодањивања. Ако ревизију појединачних финансијских извештаја врши

други ревизор, ревизор консолидованих финансијских извештаја не може спровести ревизију консолидованих финансијских извештаја све док се не заврше све ревизије појединачних финансијских извештаја. Ово отежава планирање и спровођење процедура ревизије консолидованих финансијских извештаја.

Грешке у елиминацијама приликом консолидације утичу само на консолидоване финансијске извештаје. Процедуре ревизије елиминација треба да се спроведу пре обелодањивања и предаје консолидованих финансијских извештаја, под претпоставком да ревизорска фирма располаже адекватним људским ресурсима, способним да у условима великих временских ограничења спроведу све захтеване процедуре.

### 3.2 Извештавање о резултатима ревизије консолидованих финансијских извештаја

Извештавање о резултатима ревизије консолидованих финансијских извештаја врши се у складу са захтевима Међународног стандарда ревизије 700 – „Формирање мишљења и извештавање о финансијским извештајима” и Међународног стандарда ревизије 705- Модификације мишљења у извештају независног ревизора<sup>\*\*,\*</sup>. Међународни стандарди ревизије формулисали су четири типа ревизорских мишљења о консолидованим финансијским извештајима. У том контексту можемо говорити о мишљењу без резерве или позитивном мишљењу, мишљењу са резервом, уздржавајућем мишљењу и негативном мишљењу.

Мишљење без резерве се изражава када консолидовани финансијски извештај нема материјалних грешака или материјална грешка појединих позиција није већа од 2% добитка, односно губитка пре опорезивања. Постоје ситуације када су сви услови за изражавање позитивног мишљења испуњени, али ревизор сматра да треба скренути пажњу на нека питања обелодањена у финансијским извештајима, а која су од фундаменталног значаја за њихово разумевање. Могућност скретања пажње у ревизорском извештају ограничена је искључиво на питања која су адекватно презентована или обелодањена у финансијским извештајима. Након пасуса са скретањем пажње, ревизор може да наведе пасус под називом „Друга питања“, како би истакао значај питања у односу на она која су презентована или обелодањена у финансијским извештајима, а која су, према процени ревизора,

<sup>\*\*</sup>) Савез рачуновођа и ревизора Србије (2006), *Међународни стандарди ревизије, уверавања и етике, Међународни стандард ревизије 600 – Формирање мишљења и извештавање о финансијским извештајима*. Београд: СРРС, стр. 700

релевантна за корисниково разумевање ревизије, одговорности ревизора и ревизорски извештај.

Мишљење са резервом се изражава када материјалне грешке појединих позиција консолидованог финансијског извештаја износе преко 2% добитка, односно губитка пре опорезивања, као и када постоји немогућност прикупљања задовољавајућег доказа.

Уздржавајуће мишљење се изражава када постоје значајне материјалне грешке и немогућност прикупљања задовољавајућих доказа у нивоу који није прихваћен за мишљење с резервом.

Негативно мишљење полази од претпоставке да је рачуноводство такво да из њега објективно не могу проистећи консолидовани финансијски извештаји ни са уздржавајућим мишљењем.

Приликом разматрања мишљења о консолидованим финансијским извештајима, ревизор треба да сагледа могућност ослањања на резултате рада другог ревизора, под претпоставком да је ревизију зависних правних лица вршио други ревизор. Уколико ревизор консолидованих финансијских извештаја закључи да не може да се поузда у рад другог ревизора, а сам није у могућности да изврши ревизију, треба да изрази мишљење са резервом или да се уздржи од изражавања мишљења, будући да постоји ограничење обима ревизије. Ако ревизија појединачних финансијских извештаја зависног правног лица није вршена, тада ревизор консолидованих финансијских извештаја треба да изрази одговарајуће мишљење полазећи од чињенице да појединачни финансијски извештаји нису верификовани ревизијом.

Ако финансијски извештај било ког члана из групе за консолидацију није укључен у консолидовани финансијски извештај, ревизор треба да наведе име тог предузећа, разлог зашто није укључен у консолидовани финансијски извештај и проценат учешћа матичног предузећа у основном капиталу тог предузећа. Ове околности представљају основ за мишљење са резервом услед материјално значајних недоследности. Ако финансијски извештај неког зависног предузећа није био предмет ревизије, неопходно је навести име тог предузећа, нагласити да његов биланс није био предмет ревизије и на ову околност скренути пажњу, осим ако је у питању мало правно лице, па његови финансијски извештаји не подлежу ревизији.

Питање које се често поставља приликом формирања мишљења о консолидованим финансијским извештајима је да ли свака модификација која је изнета у мишљењу о појединачним финансијским извештајима аутоматски захтева и

модификацију у ревизорском извештају о консолидованим финансијским извештајима. Значај питања која захтевају модификацију зависи од материјалности на нивоу финансијских извештаја која се одређује у фази планирања ревизије. Материјалност код консолидованих финансијских извештаја се одређује независно од материјалности на нивоу појединачних финансијских извештаја. Дакле, ако је, примера ради, зависно правно лице мало, његово пословање нема значајан ефекат на нивоу групе за консолидацију, односно грешка у појединачним финансијским извештајима датог правног лица не захтева мишљење са резервом на нивоу консолидованих финансијских извештаја.

#### **4. Карактеристике ревизорског извештавања о консолидованим финансијским извештајима у Србији**

Истраживање квалитета ревизорског извештавања о консолидованим финансијским извештајима у Србији вршено је на основу узорка коришћеног у процесу истраживања квалитета консолидованих финансијских извештаја. Приликом истраживања, за узорак су узета 42 консолидована финансијска извештаја, будући да су у преосталих 8 консолидованих финансијских извештаја у потпуности задовољени захтеви за обелодањивањем. Приликом анализе располагао је са 38 извештаја независног ревизора о консолидованим финансијским извештајима. Остала 4 извештаја нису била доступна, јер процес уговорене ревизије није завршен и ти извештаји нису публиковани. Како поменуто 4 извештаја нису била на располагању, претпоставља се да су та предузећа новчано санкционисана јер нису испоштовала одредбе Закона о рачуноводству и ревизији, односно нису на време уговорила процес ревизије консолидованих финансијских извештаја.

Квалитет ревизорског извештавања мерен је врстом мишљења које је по основу непоштовања захтева у вези са обелодањивањем формирао независни ревизор. Ако предузеће није у потпуности испунило захтеве за обелодањивањем, ревизор је требало да скрене пажњу на поменуте захтеве, будући да су они од фундаменталног значаја за разумевање консолидованих финансијских извештаја. У тим околностима, након пасуса са мишљењем, ревизор је требало да наведе пасус са скретањем пажње који има следећу форму \*\*\*:

*„ Не изражавајући резерву у односу на дато мишљење скрећемо пажњу на Напомену „А“ уз консолидоване финансијске извештаје. Матично*

\*\*\*) IFAC (2009). *IAASB Handbook*. www.ifac.org, стр. 699



Приказ 8 - Распоред броја ревизорских извештаја у којима је скренута пажња на непоштовање захтева у вези са обелодањивањем назива зависног правног лица према укупном броју ревизорских извештаја

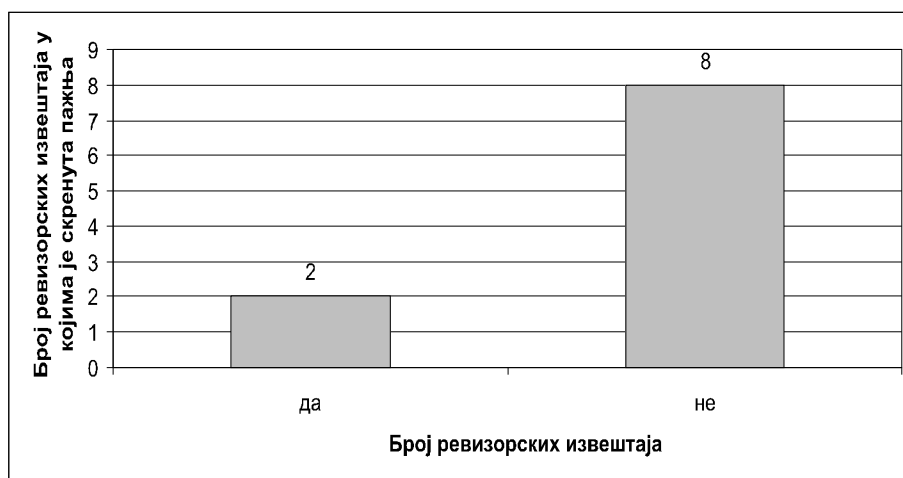
предузеће „X” није обелоданило процентуално учешће у капиталу својих зависних предузећа „Y” и „Z” у консолидованим финансијским извештајима. Наше мишљење није позитивно у контексту овог питања”.

Резултати истраживања показују да је само у 14,28% испитаних извештаја независног ревизора скренута пажња на непоштовање захтева у вези са обелодањивањем назива зависних правних лица у консолидованим финансијским извештајима. За узорак је узето 7 ревизорских извештаја, будући да ће ревизорски извештај још једног матичног правног лица које није испунио захтеве за обелодањивањем назива зависног правног лица бити тек накнадно публикован.

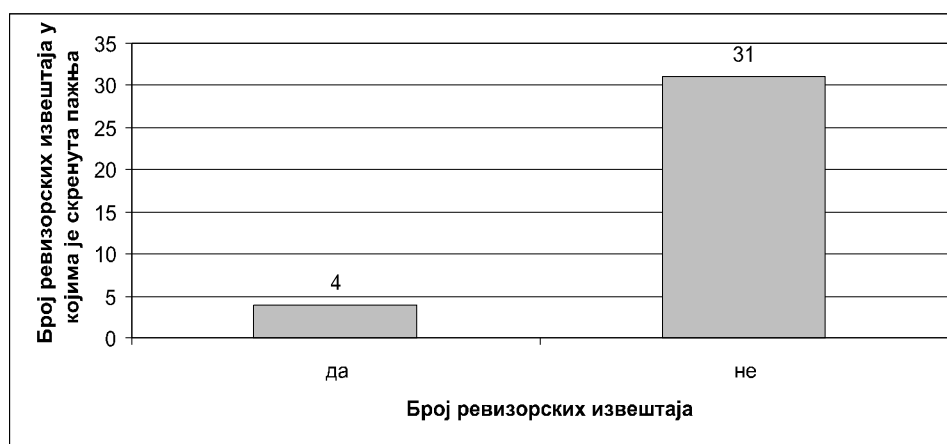
У 20% испитаних извештаја скренута је пажња на непоштовање захтева у вези са обелодањивањем процентуалног учешћа у капиталу зависних предузећа у консолидованим финансијским

извештајима. Приликом анализе на располагању је било свих 10 ревизорских извештаја о консолидованим финансијским извештајима у којима није испуњен наведени захтев. Резултати анализе су показали да је скренута пажња само у 2 извештаја.

У 11,43% ревизорских извештаја скренута је пажња на непоштовање захтева у вези са обелодањивањем датума састављања појединачних финансијских извештаја у консолидованим финансијским извештајима. Приликом анализе на располагању је било 35 ревизорских извештаја, иако у 39 консолидованих финансијских извештаја нису испуњени захтеви за обелодањивањем датума извештавања зависних предузећа. Резултати су показали да је само у 4 извештаја скренута пажња приликом формирања мишљења. У осталим извештајима у неким случајевима скренута је пажња на непоштовање захтева у вези са обело-



Приказ 9 - Распоред броја ревизорских извештаја у којима је скренута пажња на непоштовање захтева у вези са обелодањивањем процентуалног учешћа у капиталу зависних правних лица према укупном броју ревизорских извештаја



Приказ 10 - Распоред броја ревизорских извештаја у којима је скренута пажња на непоштовање захтева у вези са обелодањивањем датума извештавања предузећа према укупном броју ревизорских извештаја

дањивањем накнада кључном руководећем особљу, што је дефинисано Међународним рачуноводственим стандардом 24 - Обелодањивање повезаних страна. Поред тога, често је у скретању пажње истицано да појединачни финансијски извештај зависних правних лица није био предмет ревизије, будући да су били разврстани у мала правна лица. На основу тога, ревизор је скренуо пажњу да не може утврдити евентуалне ефекте које би на консолидоване финансијске извештаје имали ти извештаји.

У укупном узорку од 42 консолидована финансијска извештаја, утврђено је да у 3 консолидована финансијска извештаја није обелодањен ни назив зависних предузећа ни % учешћа у њиховом капиталу. Резултати анализе ревизорских извештаја показују да је ревизор само у једном од поменутих три извештаја указао на непоштовање захтева у вези са обелодањивањем процентуалног учешћа. Исти случај је запажен и код испитивања обелодањивања сва три посматрана обележја дефинисана стандардом. Дакле, од три консолидована финансијска извештаја у којима није испуњен ниједан захтев за обелодањивањем, ревизор је само скренуо пажњу на необелодањивање процентуалног учешћа у капиталу зависних предузећа у једном консолидованом извештају.

На основу наведених чињеница, неоспорно је да је квалитет ревизорског извештавања о консолидованим билансима у Србији на незадовољавајућем нивоу. Резултати истраживања су показали да је свега 11% ревизорских извештаја кроз изражавање одговарајућег мишљења указало на непоштовање захтева Међународних рачуноводствених стандарда у вези са обелодањивањем информација у консолидованим билансима. Ова чињеница уводи нас у дубљу проблема-

тику и проматрање квалитета ревизорских извештаја о консолидованим билансима у Србији, а тиме и квалитета самог процеса ревизије чији је финални производ извештај, односно мишљење. Поуздавање у ревизорски извештај у условима када ревизија није спроведена квалитетно може имати значајне негативне финансијске последице, јер се на основу финансијских извештаја, како појединачних тако и консолидованих, често донесе крупне, стратешке одлуке. Тумачење добијених резултата могло би упућивати и на проблеме са којима се суочава ревизијска професија у Србији, али то захтева додатне анализе и увиде што превазилази оквире овог рада.

### Закључна разматрања

Консолидовани финансијски извештаји настају у намери да се група ентитета повезаних власништвом прикаже као једно правно лице. Међународним рачуноводственим стандардом 27 – Консолидовани и појединачни финансијски извештаји успостављени су принципи и процедуре за припрему и презентацију консолидованих финансијских извештаја, како би се корисницима пружила основа за извођење закључака о будућем развоју пословања групе као целине. Анализирање консолидованих финансијских извештаја има за циљ да избором адекватних показатеља постане важан информациони ресурс за доношење пословних одлука од стране корисника. Ова улога консолидованих финансијских извештаја је до те мере важна да је њихово састављање, обелодањивање и ревизија обавезно.

Спроведена анализа ревизорских извештаја о консолидованим билансима у Србији, показала је да је квалитет формираних ревизорских мишљења о консолидованим билансима на незадово-

љавајућем нивоу. Поред тога, утврђена су значајна одступања од захтева Међународних рачуноводствених стандарда у вези са обелодањивањем информација у консолидованим билансима, будући да су у само 16% испитаних консолидованих биланса у потпуности задовољени регулаторни захтеви. Проблеми очигледно постоје. Њихова решења би требало усмерити ка непрекидном усаглашавању пословања са захтевима регулаторног оквира који је динамичан и подложен сталним променама у окружењу. Поред тога, да би се избегле недоследности у ревизорском извештавању о консолидованим билансима, неопходно је појачати контролу квалитета ревизорског извештаја на нивоу сваке појединачне фирме, а тиме и на нивоу сваког појединачног ангажмана. На тај начин ће се остварити значајан утицај на смањење информационог ризика у смислу ризика одлучивања на основу погрешних информација у консолидованим билансима.

Развој привреде у нашој земљи на тржишним основама ће несумњиво у будућности водити формирању већег броја група предузећа, као и укључивању многих од наших предузећа у већ постојеће групе предузећа у земљи и иностранству. Формирање већег броја група предузећа, односно повећање броја предузећа која ће бити делови неке од група предузећа, нагласиће значај и истаћи потребу за коришћењем консолидованих финансијских извештаја као извора потребних информација. У складу са тим, добијање стварне слике имовинског, финансијског и приносног положаја матичног и зависног предузећа неће бити могуће уколико информације из њихових појединачних финансијских извештаја нису допуњене информацијама које садрже консолидовани финансијски извештаји.

### Литература

1. Андрић, М., Крсмановић, Б., и Јакшић, Д. (2009), *Ревизија теорија и пракса*, Суботица: Економски факултет Суботица
2. Бјелица, В. (2009). „Аналитички контни план за привредна друштва, задруге, друга правна лица и предузетнике“, Београд, *Привредни саветник*
3. Epstein, V. J., Jermankovicz, K. E. (2007). *IFRS – Interpretation and application of IFRS*, Somerset NJ: John Wiley and Sons
4. Јакшић, Д. (2007). *Ревизија консолидованих финансијских извештаја*, Зборник радова са XI симпозијума рачуновођа и ревизора Републике Српске, Бања Врућница: CPPC

5. Ранковић, Ј. (1996), *Специјални биланси*, Београд, „Проинком“
6. Ранковић, Ј. (1994), *Консолидовање годишњег закључка*, Београд, Економски факултет Београд
7. Родић, Ј. (2007), *Билансирање гудвила, Како завршити приватизацију у Србији*. Београд: Научно друштво економиста са Академијом економских наука и Економски факултет Београд
8. Родић, Ј., Вукелић, Г. и Андрић, М. (2007), *Теорија политика и анализа биланса*, Земун: Пољопривредни факултет Земун (2008)
9. Родић, Ј., Раковачки – Тубић, С. (2007), „Рачуноводство трошкова“, Бањалука, *Финрар*
10. Родић, Ј., Филиповић, М. (2008), *Пословне финансије*, Београд, Београдска пословна школа
11. Савез рачуновођа и ревизора Србије (2008), *Међународни стандарди финансијског извештавања IFRS*, Београд, CPPC
12. Савез рачуновођа и ревизора Србије (2010), *Међународни стандарди финансијског извештавања IFRS*, Београд, CPPC
13. Савез рачуновођа и ревизора Србије (2006), *Међународни стандарди ревизије, уверавања и етике*, Београд, CPPC
14. Шкарић Јовановић К. (2000), *Консолидовани обрачун – циљеви, премисе и правила састављања*, Бања Лука, часопис *Финрар*, Савез рачуновођа и ревизора Републике Српске
15. Шкарић Јовановић, К. (2002), *Анализа консолидованог обрачуна*, Бања Лука, часопис *Финрар*, Савез рачуновођа и ревизора Републике Српске
16. Шкарић Јовановић, К. (2002), *Консолидовани финансијски извештаји у функцији стратешких инвеститора и поверилаца матичног предузећа*, Београд, часопис *Рачуноводство*, Савез рачуновођа и ревизора Републике Србије
17. *Закон о рачуноводству и ревизији* „Службени гласник РС“ бр. 46/2006. и 111/2009.

### Интернет сајтови:

1. [www.belex.rs](http://www.belex.rs), датум доступности 23/09/2010
2. [www.ifrs.org](http://www.ifrs.org) датум доступности 15/09/2010
3. [www.nbs.rs](http://www.nbs.rs), датум доступности 10/09/2010
4. [www.privsav.rs](http://www.privsav.rs), датум доступности 05/09/2010

др Рајко  
ТЕПАВАЦ\*

## Анализа и значај годишњег финансијског извештаја

### **Резиме**

Годишњи финансијски извештај умногоме одређује квалитет финансијских извештаја компаније у наредној години. Стога је веома битно (пored законом утврђених параметара) утврдити приоритете приступа извештавању о управо оним сегментима који доминирају и одговарају тренутној фази, факторима који преовлађујуће утичу на пословање или ће га значајније одредити у наредној години.

Диференцијацију које параметре користити треба започети параметрима који мере стабилност компаније као условима истрајности у реализацији постављених пословних циљева. Треба обухватити податке о портфељу капитала, инвестирању, штетама статистички дефинисаних стања компаније на које се поставља појединачни задатак наредног периода.

Успешност пословања треба потпуно обухватити кроз интерпретацију циља остварене добити, али и трошкова закључења и увођења основног бизниса, те њихово кориговање, са посебном осетљивошћу на штете.

Правилне информације о солвентности добијају се квалитетним избором аналитичких билансних позиција и тиме се заокружује информација о капацитетима компаније.

Могућности и стање компаније треба да одговоре на захтеве власника да максимирају добит и истовремено унапреде значај пословања. За овај део задатка потребни су параметри прихода из унакрсних углова као и рачун покрића по производу или по клијентима. Вештине управљања ће показати прави избор параметара као и обрнуто, квалитетне информације ће омогућити управи да добију основ за релевантне одговоре акционарима.

Односи активе и пасиве, квалитетно употребљени, су основ свих добрих информација о квалитетном представљању података кроз њихове добре интерконеције што чини извештавање главном полугом доношења квалитетних пословних одлука.

**Кључне речи:** показатељи сигурности, показатељи успешности, осигурање од штете, показатељи преузетих осигурања, премија, осигуравајуће друштво.

---

\*) Професор Осигурања на ФИМЕК – Привредна академија Нови Сад, члан Извршног одбора „Дунав осигурања“

### Увод

Стицање правих информација и доношење адекватних мера за управљање осигуравајућом компанијом умногоме зависи од извештавања о свим релевантним финансијским кретањима те компаније.

**Анализа годишњег финансијског извештаја** треба да пружи дубљи увид компаније у њену садашњу, прошлу и будућу ситуацију у погледу **прихода, расхода, финансијског стања, односно стања имовине**. Тако се на бази примарних информација из годишњег извештаја развијају и секундарне, које садрже компоненте за интерпретацију. Оваква анализа узима делом сирове податке којих у извештају нема или су само делимично садржани (као нпр. у **интерном полагању рачуна**). Анализа годишњег финансијског извештаја, за разлику од самог извештаја, показује успешност на основу које се врши даље усмеравање пословања. Анализа садржи **показатеље** који се у смислу рачуна успешности на различите начине интерпретирају и инструментализују.

Под показатељима се подразумева квантитативна величина за оцену прихода, финансија и имовине, или других посебних величина за оцену успеха у оквиру делатности или компанији. По правилу се предност даје релативним величинама које одражавају успешност А према капацитету Б, дакле коефицијент А/Б. У појединачним случајевима се као показатељи узимају и апсолутне вредности, у ком случају су **поређење и интерпретација** знатно ограничени.

Приликом чисте анализе **план-остварење** пореде се добијени показатељи са раније задатим циљним величинама. Алтернативно се могу поредити подаци претходног периода или - ако је могуће - са подацима других компанија (**поређење са конкурентима**). У сваком случају руководство стиче могућност идентификације и анализе сопствених снага и слабости, што му пружа даље импулсе за будуће планове.

У тексту који следи су представљене три врсте показатеља који се по правилу добијају на основу података датих у финансијским извештајима. Од централног значења при томе су показатељи **сигурности и успешности**. Они дају мање или више директну слику централних пословних циљева осигуравајуће компаније. Степен достигнутог раста изражен је показатељем раста; и ови показатељи индиректно дају информацију о стању сигурности јер веће компаније у економији осигурања у основи профитирају од веће расподеле ризика.

У последње време се анализа годишњег извештаја све више сматра инструментом управљања ризиком. Појам солвентности је овде од централног значаја, који подразумева стварање довољних резерви у осигуравајућем друштву. Овај важан инструмент надзора осигурања је директна последица уједначавања европских система надзора.

### 1. Показатељи ситуације сигурности

Ситуација сигурности осигуравајућег друштва показује степен циља у погледу сигурности који је достигнут односно који тек треба да буде достигнут. Ово за осигуравајуће друштво значи да на дужи рок мора бити у стању да удовољи преузетим обавезама на одговарајућем нивоу. Обавезе на страни пасиве у билансу одговарају претежно обавезама техничких резерви (залихе за будуће услуге, плаћање ренти, штета итд.) насупротив којима стоје улагања капитала.

Да би се побољшала тако означена дугорочна сигурносна ситуација, осигуравајућем друштву у принципу стоје на располагању следеће мере:

- закључење **споразума о реосигурању**;
- формирање **резерви** за покриће неочекиваних краткорочних захтева за ликвидношћу (нпр. због кумулативне штете);
- примена **конзервативније стратегије улагања капитала** ради смањења инвестиционог ризика (ризика улагања капитала);
- увођење мера за **редукцију трошкова и смањење осигураних штета**.

Из ових мера се могу извести показатељи на опис стања сигурности осигуравајућег друштва.

**Квота реосигурања (КР)** се дефинише као

$$KР = 100\% \times \frac{\text{утрошене премије реосигурања}}{\text{прокњижене бруто премије}}$$

и показује у којој мери је осигуравач поделио ризик са реосигуравачем. Ниска квота показује да осигуравач мора да сноси сам покриће већих појединачних или кумулативних штета, што у екстремном случају доводи до проблема ликвидности.

**Квота сопственог капитала (СК)** садржи однос сопственог капитала и премија примљених за сопствени рачун<sup>1</sup>:

$СК = 100\% \times \text{сопствени капитал} / \text{примљене премије за сопствени рачун}$

Примљене премије за сопствени рачун овде представљају параметар укупног пословног обима осигуравајућег друштва. Висока квота сопственог капитала указује да на неочекивано високе захтеве за ликвидним средствима по потреби може да се одговори сопственим капиталом. Пошто реосигуравач сноси део осигураног ризика, квота сопственог капитала се углавном односи на премије за сопствени рачун (Упориште: Каталог таблица АМС).

У животном и здравственом осигурању посебно важну улогу имају **залихе за повраћај премија**. Квота ових залиха се рачуна на следећи начин:

$$КЗ = 100\% \times \text{залихе за повраћај премија} / \text{примљене премије за сопствени рачун}$$

КЗ (квота залиха) је мера за снагу оствареног вишка осигуравајућег друштва дугорочно посматрано и она нарочито изражава колико је друштво за животно и здравствено осигурање у стању дугорочније да нуди једном стечени вишак.

**Квота прикривених резерви (КПК)** показује у ком обиму осигуравајуће друштво располаже релативним прикривеним резервама у инвестираном капиталу (ИК) у билансу

$$КПК = 100\% \times (\text{Садашња вред. ИК-књигов. вредност ИК}) / \text{књигов. вредност ИК}$$

Негативна вредност квоте показује прикривено оптерећење, а вредност од око 100% значи да је садашња вредност инвестираног капитала отприлике једнака двострукој књиговодственој вредности инвестираног капитала, или да је вредност инвестираног капитала осигуравајућег друштва на билансни дан двоструко већа него што је исказано у билансу.

У ширем смислу може се и **квота акција (КА)** тумачити као показатељ сигурности јер, коначно, њом се мери волатилност портфолија инвестираног капитала осигуравајућег друштва:

$$КА = 100\% \times \text{књигов. вредност акција} / \text{књиговодствена вредност ИК}$$

Квота акција на висини законске границе указује на то да се садашња вредност ИК може краткорочно јако променити, односно подложна је великим осцилацијама. Друштво може да доспе у финансијске тешкоће при истом нивоу обавеза (при непромењеној садашњој вредности пасивне стране).

**Комбиновани рацио (Combined Ratio CR - комбинована квота штета)** пре свега је релевантна у осигурању од штете и незгоде и супротставља издатке за осигуране штете за време пословне године и прокњижене бруто премије.

$$CR = 100\% \times \text{издаци за осигуране штете} / \text{прокњижене бруто премије}$$

Вредност  $CR > 100\%$  значи да саме бруто премије нису довољне да покрију издатке за осигурање штета и продају осигурања. Чињеница да у овом обрасцу нису узети у обзир приноси на капитал упућује на то да се друштво неће неминовно наћи у неликвидној ситуацији, али однос  $CR > 100\%$  ипак значи да између издатака и приноса постоји средњорочна неусклађеност. *Combined Ratio* може у оквиру рачуна успешности даље да се диференцира.

## 1.2. Показатељи пословне успешности

Економска или пословна, односно финансијска успешност осигуравајућег друштва значи његову способност да остварује добит. Представљени показатељи су инструменти за мерење релативног финансијског успеха, при чему се посматра однос појединих апсолутних резултата и величина на нивоу друштва. Ово нарочито омогућава објективно поређење са другим друштвима која обављају исту врсту осигурања. Насупрот показатељима који су у основи највише оријентисани на биланс стања, показатељи успешности базирају се примарно на билансу успеха.

Најважнији параметри финансијског успеха су, поред примљених премија као постигнутог промета, издаци који настану у току пословне године за осигуране штете, као и за закључење и праћење уговора о осигурању. Битан извор успешности инвестирања је принос на капитал добијен као однос инвестираног капитала и трошкова инвестирања. Друштва су генерално обавезна на расподелу добити на уговараче осигурања (**распоред добити**, нпр. путем повраћаја

1) Перовић В. и други „Економика модерна“, Нови Сад 2004.



премије), што за осигуравајуће друштво представља природну границу рентабилности или приходовне снаге.

Постоје бројни индикатори који указују само на део пословног односно финансијског успеха; један од њих је ефикасност трошкова или успешност инвестирања.

У осигурању од штете и незгоде често се рачуна **општа квота трошкова (КТ)** као однос издатака за обављања посла осигурања и књижене премије:

$$КТ = 100\% \times \text{издаци обављања посла осигурања} / \text{књижене бруто-премије}$$

Висока квота трошкова указује на ниску ефикасност закључења и вођења уговора о осигурању једног осигуравајућег друштва, док, за разлику од њега, друго осигуравајуће друштво са ниском квотом трошкова, може у осигурану заштиту да инвестира релативно високу квоту примљених премија.

У животном и здравственом осигурању се издаци за обављање посла осигурања даље разликују према издацима закључења и издацима вођења уговора, па постоји **квота трошкова закључења (КТЗ)** и **квота трошкова вођења (КТВ)** уговора.

$$КТЗ = 100\% \times \text{Трошкови закључења} / \text{Књижене бруто-премије}$$

$$КТВ = 100\% \times \text{Трошкови вођења уговора} / \text{Књижене бруто-премије}$$

Грубо речено, ови показатељи одражавају ефикасност спољних и унутрашњих служби.

Ефикасност инвестираног капитала представљена је редовним укамаћивањем (ТУ):

$$ТУ = 100\% \times \text{приноси од уложеног капитала} / \text{просечно стање уложеног капитала}$$

Просечно стање уложеног капитала се при томе дефинише као аритметичка средина износа инвестираног капитала на почетку и на крају пословне године. Овај показатељ не узима у обзир ни приход од приписа ни губитке (текуће камате) и мери резултат друштва приликом креирања његовог инвестиционог порфолија.

Ако се додатно узму у обзир трошкови за инвестирање капитала, долази се до показатеља нето-укамаћивања (НУ, „чистог укамаћивања“):

$$НУ = 100\% \times (\text{приходи од уложеног капитала} - \text{трошкови уложеног капитала}) / \text{просечно стање уложеног капитала}$$

Овај показатељ укључује евентуалне губитке на инвестираном капиталу и трошкове управљања инвестицијама. Ради што реалистичније слике резултата инвестирања капитала, препоручује се паралелно посматрање редовног и нето укамаћивања.

**Квота штета (КШ)** пружа информацију о осетљивости осигурања:

$$КШ = 100\% \times (\text{трошкови за штете}) / \text{књижене бруто-премије}$$

Релативно висока квота штета (нпр. у поређењу са другим осигуравајућим друштвима исте врсте осигурања) указује на низак квалитет осигурања, што се на одговарајући начин одражава на пословни резултат осигураваача.

Квота штета се може посматрати у комбинацији са општом квотом трошкова као (већ поминути) Combined Ratio:

$$CR = КТ + КШ$$

Сви представљени показатељи узимају у обзир апсолутне величине финансијског резултата у односу на величину промета или другу величину преузетих осигурања – као што је средње или просечно стање инвестирани капитал. У литератури постоји и низ показатеља инвестирања који изражавају однос апсолутног пословног резултата мере према уложеним средствима власника (преглед ових показатеља је дат у поглављу 2.1 Приступ *Shareholder Value*).

### 1.3. Показатељи преузетих осигурања

Промене у преузетим осигурањима (свих клијената) настају ради закључења нових и престанка постојећих уговора о осигурању. Појам „уговора“ се може делимично заменити појмом „уговарач осигурања“. У ширем смислу осигурања се могу изразити висином примљених премија, те настају нове форме прилива односно одлива уговора.

Ако се прилив нових уговора („послова“) у току пословне године мери на бази примљених премија, он се састоји из:

- новозакључених уговора и
- повећања премије; нпр. у оквиру повећања премије у осигурању трошкова лечења. Други пример су уговори са аутоматским пове-

ћањем премије који су типични за животно осигурање са формирањем капитала. Повећања премија, надаље, настају као природан след у повећању осигуране суме.

Такође, из различитих разлога може доћи до смањења броја смањују уговора о осигурању, које може имати следеће облике:

- редовно (смањење – рок уговора је истекао, тиме завршава однос осигурања. Типичан пример је нормални престанак животног осигурања са формирањем капитала чија сума за доживљење доспева за исплату по његовом истеку;
- ванредно смањење: уговор престаје због утужења, отказивања или раскида. Нарочито је у животном осигурању присутан појам “превременог завршетка”. Оба наведена облика престанка уговора представљају реално смањење;
- опадање премије: разлози овој појави могу бити различити, (смањење осигуране суме, нова процена осигураног ризика итд).

Повећање или опадање премије представљају промене у примљеним осигурањима на основу примљених премија, али не и промене броја постојећих уговора. Следећи показатељи узимају у обзир укупан портфолио осигурања (свих преузетих осигурања) на основу примљених премија или осигуране суме.

Релативна величина осигуравајућег друштва на укупном тржишту је **тржишни удео**

$TrU = 100\% \times (\text{примљене премије} / \text{примљене премије свих друштава исте врсте осигурања})$

Пораст портфолија (ПП) исказује промене примљених бруто премија једне пословне године у односу на претходну:

$100\% \times (\text{премије текуће год.} - \text{премије претходне год.}) / \text{премије претходне год.}$

Бројчана вредност промене портфолиа не исказује промене количине уговора, јер веће редовно или нередовно смањење може бити компензовано повећањем премије других уговора. Повећање свих осигурања обухвата све промене услед прилива и одлива уговора. Велико повећање уз истовремено високу квоту раскинутих уговора (квота сторна - КС) указује, на пример, на нарочито висок прилив.

У животном осигурању се посебно често рачуна квота раскинутих уговора која ставља у однос превремено раскинуте уговоре према просечном стању свих осигурања у једној

пословној години. Као мера вредности се обично узима осигурана сума.

$КС = 100\% \times \text{нередовно смањење осигуране суме} / \text{просечна годишња осигурана сума}$

Извесна корелација осигуране суме и примљених премија је очигледна. Висока квота сторна значи слабо праћење клијената и треба је критички посматрати са аспекта успешности.



Слика 1.

Сви показатељи о укупним осигурањима приказани у овом одељку могу у ширем смислу бити протумачени и као показатељи сигурности јер се осетљивост ризика преузетих осигурања смањује с њиховим повећањем. У сваком случају, наведени показатељи имају релативно слаб утицај на успешност и финансијски резултат.

#### 1.4. Појам солвентности

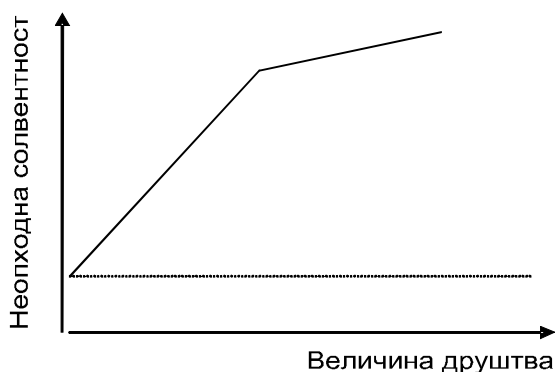
Солвентност осигуравајућег друштва представља степен опремљености сопственим средствима и посматра се у оквиру надзора осигуравајућих друштава од којих се захтева да у редовним временским размацама доказују да су и даље у стању да испуне своје будуће финансијске обавезе (да обезбеде своју солвентност, тј. способност плаћања обавеза). Идеја солвентности представља у принципу централни саставни део надзора осигурања, али је у Европи тек прецизније конфигурирана током уједначавања система надзора. (Задаци солвентности се заснивају на директивама ЕУ под називом “Solvency I” и “Solvency II”. Друга треба да буде примењена у земљама чланицама до 2012. године.)

На пример, параграф 53ц Закона о надзору осигурања (Немачке) обавезује да осигуравајућа друштва ради трајне способности за испуњење њихових уговора “стално располажу неоптерећеним сопственим средствима најмање у висини траженог распона солвентности који се мери целокупним обимом пословања”. Тиме солвентност има значење збирног појма за мноштво појединачних финансијско-економских процеса и процеса технике осигурања, везаних за прилив и одлив капитала и који су углавном стохастичке природе (нпр. ако граница солвентних средстава падне испод оне која је прописана као минимум, биће примењене мере надзора осигурања, у циљу “успостављања здравих финансијских односа” према члану 81 поменутог Закона).

Да би осигуравајуће друштво убудуће могло да испуњава своје финансијске обавезе, постојећа солвентност треба да буде једнака или већа од неопходне. Неопходна солвентност одражава ризичну ситуацију друштва и састоји се од три дела:

- распона солвентности, који се изводи из различитих квантитативних величина (примљене премије, укупне штете, пасивне ставке технике осигурања); тачан прорачун је веома компликована операција и врши се на основу индекса премија и штета специфичних за поједину врсту осигурања.
- гарантног фонда у висини 1/3 распона распона солвентности (додатни сигурносни износ због стохастичке природе распона солвентности),
- минималног гарантног фонда чији прорачун изразито зависи од врсте осигурања и не зависи од величине друштва.

Графички се у основним цртама распон солвентности може приказати као линеарна функција величине друштва (Слика 2) која најпре стрмо расте, али код највећег броја друштава се тада изравнава (због побољшаног изравнања ризика у већој маси преузетих осигурања). Минимални гарантни фонд представља константну доњу линију неопходне солвентности.



Слика 2.

Постојећа, актуелна или стварна солвентност приказује финансијску ситуацију осигуравајућег друштва у виду слободних сопствених средстава и сачињавају је следећи елементи:

- сопствени билансни капитал уз поједине делове туђег капитала са карактером сопствених средстава (хибридни капитал), умањен за нематеријалну имовину;
- поједини елементи прикривених резерви;
- потенцијал повећања (нпр. у друштвима за осигурање од штете и незгоде по узајамности);
- код осигуравача живота у извесној мери и будућа добит као и други делови туђег капитала (претпоставка: делови туђег капитала могу бити употребљени за покриће губитка).

Све у свему, стварна солвентност обезбеђује се средствима која у принципу могу бити употребљена за покриће неочекиваних губитака који настану због технике осигурања. Ако су у збиру ова средства најмање у висини у којој је то захтевано, каже се да је друштво опремљено довољним слободним сопственим средствима. Осигуравајућа друштва су обавезна да за службе надзора осигурања припремају годишњи **извештај о солвентности**.

Дакле, ако је однос стварне и захтеване солвентности мањи од 1, постоји потреба за спровођењем мера надзора у осигуравајућем друштву. Дакле, у зависности од тога који део постојеће солвентности је нарочито низак у односу на потребну, за осигуравајуће друштво ће бити израђен план солвентности или план финансирања. Конкретно то значи да ако је постојећа солвентност мања од распона солвентности, следи план солвентности, а ако је мања од гарантног односно минималног гарантног фонда, прави се план финансирања.

План финансирања при томе треба да представи начин консолидације сопственог капитала у осигуравајућем друштву у кратком року, а план солвентности треба да покаже како ће се на дуги рок побољшати опремљеност сопственим капиталом и може да садржи и појединачне мере утицаја на потребну солвентност (побољшање ризичне структуре осигурања, појачани споразуми о реосигурању итд.).

Ако је стварна солвентност тек незнатно испод потребне, потребан је план солвентности. Ако је чак и испод гарантног фонда (трећине распона солвентности), већ у најближој будућности може се рачунати на озбиљне финансијске проблеме. Захтеваће се одговарајуће мере за краткорочно санирање стања опремљености сопственим средствима (план финансирања).

## 2. Оријентација на вредности у осигуравајућем друштву

Основни задатак руководства осигуравајућег друштва (предузећа уопште) је постизање планираних циљева применом одговарајућих стратешких и оперативних мера. Последњих година је изражена непосреднија веза између **остварења добити и повећања вредности**. Модерни приступи у руковођењу и управљању у осигуравајућим друштвима посебну пажњу посвећују задовољењу захтева и монетарних интереса власника деоница.

Приступ *Shareholder-Value* је експлицитно усмерен на интересе власника односно инвеститора у компанијама. Други приступи, као **обрачун покрића** или *Customer Value Management* оријентисани су на производ односно на клијента и на тај начин могу бити интегрисани у приступ *Shareholder-Value*. Ниједан од ових приступа није осмишљен специјално за осигуравајућа друштва, али се могу применити на специфичности њиховог пословања.

*Asset-Liability-Management - ALM* свакако није специфичан инструмент руковођења и управљања у осигуравајућим друштвима, али на специфичан начин погодује сагледавању најважнијих параметара посла осигурања.

### 2.1. Приступ *Shareholder-Value*

Означава уопштено вредност неког предузећа с аспекта његовог власника, а нарочито вредност акционарског друштва с аспекта акционара. Појам “вредност” се не односи на номиналне билансне износе, већ на стварну садашњу вредност предузећа и узима у посматрање будуће повећање вредности предузећа.

Конкретно се израчунава често преко **модела Discounted Cashflow** (модел DCF)<sup>2</sup> према коме се врши дисконтовање плаћања будућих прихода и расхода, тако да **Shareholder Value SH** проистиче из суме садашњих вредности свих будућих токова плаћања (CF – Cash-flow):

$$SH = \sum_{k=1}^{\infty} (CF_k) / (1+i)^k$$

Сложенији DCF модели узимају у обзир и вредност туђег капитала (нпр. обавезе) која се одузима од новчаног тока (тек тако SH даје стварну вредност компаније са аспекта власника удела (даваоца капитала).

Алтернативно се SH може рачунати и по приходовном поступку као дисконтована сума будућих добити (D):

$$SH = \sum_{k=1}^{\infty} (D_k) / (1+i)^k$$

Оба поступка примењују дисконтну стопу (дисконтну камату) ‘и’, која се обично рачуна по принципу **WACC (Weighted Average Cost of Capital)**, пондерисани просечни трошкови капитала):

$$WACC = i_{CK} \times CK/YK + u_{MK} \times TK/YK$$

СК и ТК означавају сопствени и туђи капитал, УК укупан капитал,  $i_{CK}$  и  $u_{MK}$  принос (renditu) на сопствени и туђи капитал.

Ако се тако испостављена SH узме као примарна величина у усмеравању компаније, одлуке руководства иду у смеру трајног повећања ове вредности - SH. Власници удела у том случају профитирају на два начина: на један начин компанија дугорочно стиче високе приходе који се огледају у високим дивидендама, а на други начин удели у компанији бележе стабилан, трајан пораст вредности, што води исказивању повећања добити.

У оквиру приступа SH се, као краткорочне величине у сврху усмеравања пословања компаније користе следеће:

**Return on Risk-Adjusted Capital (RORAC)** који се односи на одређени тренутак:

$$RORAC = 100\% \times E(CF)/RAC,$$

E (CF) означава очекивану вредност новчаног тока (Cash-flow), RAC – капитал усклађен с ризиком (**Risk-Adjusted Capital**), дакле капитал који треба да задовољи ниво сигурности у погледу свих ризика финансијског тржишта и технике осигурања. RORAC представља стечено укамаћивање ризичног капитала.

**Приход на ризични капитал (RAROC)** показује очекивану вредност добити уз претходно уважени ризик, у односу на сопствени капитал:

$$RAROC = 100\% \times (RD)/SK$$

Додата економска вредност (**Economic Value Added – EVA**): односи се на период и означава разлику очекиваног новчаног тока и трошкова капитала:

$$EVA = E(CF) - RAC \times i$$

2) International Federation of Accountants (2007), *Project Appraisal Using Discounted Cash Flow*

Трошкови капитала представљају производ *Risk-Adjusted Capital* и камате на тржишту капитала.

**Embedded Value (EV):** добија се слично SH преко модела DCF, али поред очекиване будуће добити узима у обзир и развој вредности сопственог капитала:

$$EV = \sum_{k=1}^{\infty} (D_k) / ANAV$$

ANAV – *Adjusted Net Asset Value* је резултат суме вредности сопственог капитала, процењених резерви и могућег губитка од камата на везани сопствени капитал. Ако се на EV дода и **Goodwill**, добија се *Appraisal Value (AV)*:

$$AV = EV + GW$$

Раније много примењивани **ROE (Return on Equity)** и **ROI (Return on Investment)** данас се мање примењују због недовољног уважавања ризика.

Све наведене величине показују фокусирање на монетарне интересе деоничара и посебно су погодне за управљање на бази подизања вредности у акционарским осигуравајућим друштвима. Основни проблем при томе јесте да ли се добит расподељује у области животног или здравственог осигурања, односно супротстављању приступа *Shareholder Value* и *Policyholder Value*.

Ако учесник осигуравајућег друштва само индиректно учествује у резултату пословања (члан осигуравајућег друштва по узајамности), није непосредно видљиво како се у управљању приступ *Shareholder Value* може сврсисходно применити. Нарочито удружења осигуравача показују јако фокусирање на циљеве покрића потреба, што је супротно чистој оријентацији на вредност. Слична је ситуација код јавно-правних осигуравајућих друштава, чији носиоци нису фиксирани на стицање добити и повећање вредности.

Посебно удружења осигуравача по узајамности имају проблем што нису у могућности да генеришу свежи капитал издавањем хартија, већ су углавном упућени на самофинансирање путем приписа добити на сопствени капитал, мада директно учествују у резултату друштва, па су на тај начин оријентисани и на приход и на повећање вредности.

## 2.2. Обрачун износа за покриће

Рачун покрића је поступак у оквиру обрачуна трошкова или тачније обрачуна по носиоцима

трошкова, а то су по правилу поједини производи, а некад и целе групе производа. Обично се у рачуну покрића премије од постигнутог промета неког производа постепено одузимају поједине групе трошкова (варијабилни трошкови, фиксни трошкови производа, фиксни трошкови група производа, фиксни трошкови производње) док се не дође до стварног прихода од производа (најчешће названог “приход периода”). Као међурезултат настаје тзв. износ покрића који даје увид у структуру трошкова на бази производа. Обрачун износа за покриће у том смислу може да се схвати и као рачун успешности на нивоу производа.

Извођење је по правилу одређено разумно скупљаним подацима осигуравајућег друштва: што је могуће више извођења, рачун је тачнији. Обрачун износа за покриће је због своје оријентације примеренији од инструмената чистог управљања оријентисаног на промет, а стоји у конкурентном односу са инструментима управљања базираним на клијенту као што је *Customer Lifetime Value*. Обрачун износа за покриће врши се на следећи начин:

$$\begin{aligned} & \text{брuto приход} / \text{варијабилни трошкови} \\ & = \text{износ покрића I} \\ & / \text{фиксни трошкови производа} \\ & = \text{износ покрића II} \\ & / \text{фиксни трошкови групе производа} \\ & = \text{износ покрића III} \\ & / \text{фиксни трошкови производње} \\ & = \text{калкулаторни резултат периода} \end{aligned}$$

Рачун износа за покриће омогућава висок степен транспарентности трошкова. Нарочито подела на наведене групе трошкова појашњава како поједини производ коначно доприноси успеху фирме.

Основна потешкоћа овог рачуна је испостављање појединих група трошкова. Док варијабилни трошкови углавном одговарају трошковима закључења уговора (провизије, куртаже), тачно сврставање група фиксних трошкова по правилу није могуће. Најпре треба пронаћи начин, тј. кључ за одређивање количине рада који се утроши на поједини производ да би се потом на производ расподелила одређена сума плате. Јасно је да је ово могуће само начелно, али за стратешки менаџмент продаје у пословној пракси то је ипак углавном довољно.

### 2.3. Управљање потрошачком вредношћу (*Customer Value Management*)

Насупрот рачуну износа за покриће, који је оријентисан на производ, *Customer Value<sup>3</sup> Management* има у фокусу клијента и везу са клијентом, што сматра основом успеха и усмерава значајан део интерних рачуна успешности на клијенте (овде синоним стоји за уговараче осигурања и осигурани ризик).

Основна идеја је да се уговарачу осигурања додели бар теоријски одређена вредност клијента која ће све време важења уговора моћи да квантификује укупан пословни износ који је индукован на почетку од стране уговарача осигурања (такође: *Customer Lifetime Value, CLV*). Ако се приходи односно расходи од једног уговарача у току  $k$  година уговора означе као  $P_k$  односно  $R_k$ ,  $CLV$  се рачуна на следећи начин:

$$CLV = \sum_{k=1}^H (P_k - R_k) / (1 + u)^k$$

где је камата  $u$  у периоду  $H$  година расположива калкулациона камата која не мора нужно да буде истоветна рачунској камати за израду премије.  $CLV$  тако представља суму дисконтованих разлика прихода и расхода за време трајања уговора.

Приходе  $P_k$  и расходе  $R_k$ , који се могу само стохастички проценити, одређују следећи фактори:

- стварно **извршене накнаде осигурања**: оне нпр. у осигурању лица не зависе у тарифирању само од објективних карактеристика осигураног ризика узетих у обзир, већ и од слабије познатих субјективних карактеристика ризика. Ако осигуравач живота не узме у обзир приликом тарифирања пушачке навике својих интересената, једнако ће бити третиран пушачи и непушачи, а смртност првих је стварно већа. Исто важи у животном осигурању и за однос према алкохолу, упражњавање екстремних спортова итд.;
- **премије осигурања** које је уговарач платио: и уплате показују у извесној мери стохастички карактер, као нпр. уколико уговарач дође у стање незапослености па захтева плаћање на рате или чак раскине уговор;
- **Cross-Selling-Potential** осигуравача, кад међу добростојећим уговарачима према статистичком просеку нпр. један има већи *Cross-Selling-Potential* од другог. Уско

повезан са *Cross-Selling-Potential* је *Up-Selling-Potential*, када се ради о додавању на постојећу осигурану заштиту. Високи *Up-Selling-Potential* постоји нпр. у осигурању од животног ризика код младих људи у браку који желе да повећају своју осигурану заштиту од смртног случаја након што добију дете;

- потенцијал **даљих препорука** које даје уговарач осигурања: ова величина која се не може математички одредити на задовољавајући начин показује колики индиректан удео има уговарач осигурања у стицању нових клијената (усмена пропаганда). Задовољни уговарач у одређеним околностима може дати позитивне препоруке, а незадовољни негативне, што значи да даље препоруке могу деловати у два супротна правца;
- издаци у условима **општег праћења клијената** активностима као што су mailing, newsletters итд.;
- издаци у условима **посебног праћења клијената** у току обраде индивидуалних упита клијената у агенцијама, кол центрима итд. Овде спадају мере као што је чување од раскида уговора, али и трошкови правних спорова.

Сви наведени фактори утицаја могу се квантификовати тек донекле или не могу уопште па је одређивање вредности  $CLV$  уговарача осигурања немогуће. Због тога се у пракси често траже мерљиви параметри који корелирају са наведеним факторима и омогућавају бар грубу процену  $CLV$ .

**Пример:** Стварна смртност осигураног лица у осигурању од смртног случаја, а тиме и висина очекиване накнаде осигурање је уско повезана са социоекономским обележјима као што су степен образованости, професија, примања, породично стање или место становања. Тако је и потенцијал даљих препорука уско повезан са карактеристикама уговарача, као и његова друштвеност или расположење.

Пошто слика свих параметара и фактора утицаја далеко премашује и велике осигуравајуће концерне, одређивање  $CLV$  се ограничава на неке маркантне величине које се могу директно извести из захтева интересената. Одавде добијен  $CLV$  углавном није метричке природе, већ скалиран. Уобичајена је подела уговарача осигурања на А, Б и Ц клијенте, при чему А има највећи потенцијал стварања вредности, а Ц најмању.

3) Jeffrey Pease, Susan Marfise I, *New Tehniques for Maximizing the Lifetime Profitability of Your Customer Base*

Ако се рачун (биланс) успеха на бази CLV у осигуравајућем друштву угради у стратешке и оперативне мере, настаје **CVM - Customer Value Management**, који, надаље, чини природан саставни део једног аспекта пословне политике познатог као **CRM - Customer Relationship Management** - управљање односима с клијентом, којим се оптимизују везе са клијентима с аспекта стварања прихода.

Најважније претпоставке за испуњење задатака *Customer Relationship Management*-а су:

- **одговарајуће информационе технологије:** осигуравајуће друштво мора да располаже одговарајућом базом односно складиштем података где су похрањени сви важни подаци о клијенту и одакле се могу релативно лако затражити и повезати (процена на бази *Data Mining* или *Online Analytical Processing - OLAP*);
- **актуарске претпоставке:** да би се клијенте сврстало у А - изразито рентабилне, Б - просечне и Ц - слабо рентабилне, треба да за све ангажоване у кући постоји приступачан и транспарентан механизам;
- **структурне претпоставке:** усмеравање свих продајних органа на бази CLV је могуће, при чему је основни инструмент награђивање у зависности од успешности у виду провизија или куртажа. Јасно је да је оваква претпоставка тешко остварива у компанијама које имају јаку продају путем брокера, а напротив, лако остварива тамо где се продаја обавља директно.

**Стратешке и оперативне појединачне мере** CRM су бројне и заједничко им је наглашавање идеје о вредности. Типични елементи ових појединачних мера су, поред награђивања на бази успешности:

- редукција провизија на закључене уговоре у корист провизије за одржавање портфолија клијената,
- сегментирање тржишта на бази CLM - вредносно оријентисана политика у погледу раскидања уговора (увођење одбране од сторнирања уговора само за А и Б клијенте),
- циљане мере директног маркетинга,
- ново осмишљавање смерница за прихватање захтева у оквиру провере ризика.

Циљ свих мера је усмеравање осигуравајућег друштва на раст оријентисан на вредности, што посебно у економији осигурања ствара ефекат замене парадигми. Фокусирање на уговарача

осигурања (клијента) као централног ствараоца вредности се среће и у старијим маркетиншким приступима, као што је Relationship Маркетинг.

#### 2.4. Asset-Liability-Management

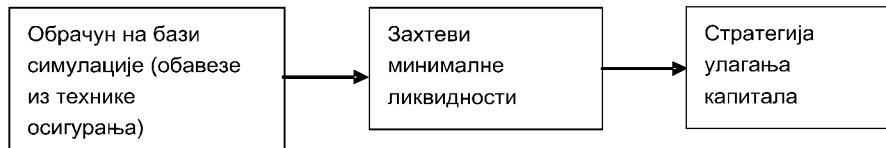
**Asset-Liability-Management (ALM)**<sup>4</sup> је збирни појам за више стратегија и метода за мање или више симултано **управљање билансном активом и пасивом**, а тиме и компанијом. Иако ALM није специјално развијен ради интереса економије осигурања, ипак је нарочито погодан за руковођење осигуравајућим друштвом, будући да покрива све релевантне параметре финансијске интермедијације (пре свега стварање колектива осигураника и инвестиционог портфолија) и да настоји да овим параметрима холистички управља. ALM може бити усмерен на појединачне циљеве, а у првом плану су при томе дугорочна ситуација у погледу прихода, ликвидности и сигурности.

Полазна тачка ALM је на један начин банална тврдња да пасивна страна у билансу осигуравајућег друштва (обавезе) претежно представљају будућа потраживања уговарача осигурања (техничке залихе; велике позиције у животном осигурању су нпр. залихе за покриће и за повраћај премија), а активна страна каже каквим улагањима (средствима) ће та потраживања бити покривена. Традиционалан приступ у осигуравајућим друштвима је да је управљање активом и пасивом подељено у два различита стручна одељења, која се могу развијати независно једно од другог.

Стохастички карактер активе и пасиве (неизвесан развој вредности инвестираног капитала, висине штета итд.) води ка томе да покриће свих потреба на пасивној страни није осигурано по аутоматизму улагањем капитала на активној страни.

**Пример:** Један осигуравач живота располаже осигурањима која се састоје из рентног осигурања калкулисаног на основу гарантоване рачунске камате од 3%. Осигуравач полази од тога да након одбитка трошкова закључења и вођења уговора може трајно омогућити камату на уложена средства од 3%, да би у будућем периоду могао да испуни обавезе (плаћање ренте). Ако на тржишту капитала дође до трајнијег погоршања прихода од уложених средстава, у извесној мери ће се смањити билансна актива, а обавезе у пасиви ће стагнирати. Пре или после осигуравачу

4) Alehandre Adam, *Handbook of Asset and Liability management: From Models to Optimal Return Strategies*



Слика 3.

у тој ситуацији прете проблеми у ликвидности или чак банкрот. Ако додатно порасте и очекивани животни век примаоца ренте, проблем се продубљава јер продужетак периода примања ренте повлачи и даље повећање већ нараслих обавеза.

ALM, дакле, захтева симултано управљање активом и пасивом као и трансакцијама на плану финансија и технике осигурања. Ако се управљање односи на целокупна преузета осигурања, реч је о макро ALM, док на плану појединачног производа осигурања или дела осигурања говоримо о микро ALM.

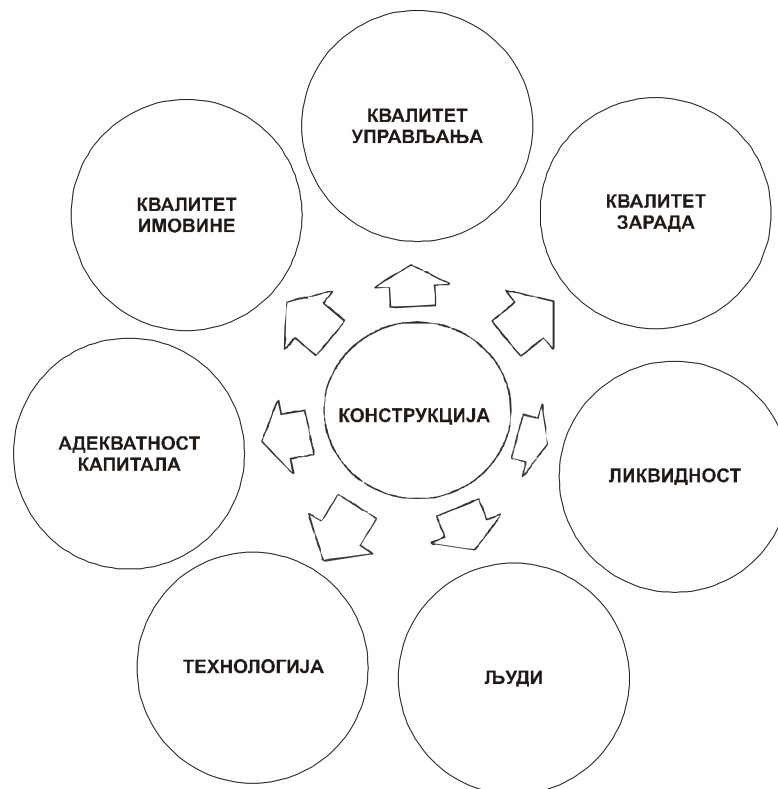
Многе технике ALM не сматрају ALM стварно симултаним управљањем активом и пасивом, већ имплицирају деловање обавеза на улагања капитала.

Ово се може приписати, између осталог, и томе што, у односу на портфолио осигурања, инвестициони портфолио може релативно брзо

да се преусмери. Активно управљање обавезама је напротив знатно дугорочнијег карактера и захтева, нпр. измене у провери ризика (поштравање смерница за прихватање захтева ради побољшања ризичне ситуације у техници осигурања) или у управљању продајом (главни параметри усмеравања: провизије, школовање).

У пракси се ALM углавном јавља као процес који почиње симулацијом будућег развоја обавеза и доношењем стратегије улагања капитала, која обезбеђује потребан минимум ликвидности уз истовремено високе приходе од капитала, као и поштовање постављених циљева осигуравајућег друштва.

Симулација будућег развоја инвестиција пружа основне упоришне тачке за управљање обавезама осигуравајућег друштва. Важни параметри усмеравања су, поред чисто ризичне ситуације, и нови уговори (производи, обим и ризични потенцијал), реосигурања и распоред добити. Књиговодствена и тржишна вредност



Слика 4.



активе и пасиве могу да се симулирају детерминистички или стохастички. У пракси су уобичајене појединачне технике као Cash-flow Matching, Shortfall анализе, стрес тестови, анализе сценарија или чисте актуарске прогнозе и др.

ALM се може интерпретирати и као даљи развој раније познатих инструмената управљања у осигуравајућем друштву (нпр. доказ о могућности финансирања и Profit-Testing) и у неким земљама чини интегрални део надзора осигурања. У литератури се последњих година веома често заступа мишљење да ALM због свог целовитог приступа може да се сматра и средством дугорочног постизања добити и повећања вредности компаније (што је илустровано Сликом 4).

### Закључак

Квалитетно и независно извештавање има широк обухват деловања и садржи све неопходне релације пословања осигуравајуће компаније. Успешно управљање контролише, путем информација, целокупну пословну архитектуру и развој осигуравајућег друштва, а започиње односом према капиталу и ресурсима. Стручна и одговарајућа употреба капитала кроз канале дефинисаних технолошких поступака обезбеђује остварење постављеног компанијског пословног циља. Свака од оперативних итерација узрочно-последично даје и прима информацију и исто тако реагује пословним одлукама, што коначно има за последицу нови систем информисања који се поставља као надзор и надградња претходног. Неукључивање власника у оперативне послове већ само у активности избора циља пословања и пренос управљања на менаџере, довео је до потребе за унапређењем квалитета, веродостојности и благовремености информација. Паралелно са развојем информисања развијају се контрола и ревизија које потврђују валидност извештавања. Извештавање

о оперативним пословима типа тока новчаних трансакција, ангажовања људских ресурса и тока материјалних трошкова, чини мозаик информисаности која треба да буде ефикасна, правовремена, директна и прилагођена актуелној ситуацији. Синхронизација извештавања по врстама хоризонталног и вертикалног догађаја у осигуравајућој компанији постаје предуслов за менаџерско управљање и власнички надзор над свим виталним кретањима компаније.

### Литература

1. Ранковић, Ј., "Управљање финансијама предузећа", Београд 1999.
2. Пушара, Костадин, *Међународне финансије*, Београд 2004, III издање, Универзитет "Браћа Карић"
3. Група аутора, *Економика модерна*, "Stylos", Нови Сад 2004
4. Osmanagić, B., N., *Kontroling*, "Školska knjiga", Zagreb, 2007.
5. Ђорђевић, Д., Царић, М., Николић, А., *Корпоративне финансије*, Београд, 2010, Факултет за економију и инжењерски менаџмент, Нови Сад
6. International Federation of Accountants - *Project Appraisal Using Discounted Cash Flow*, New York, IFAC Press Center, 2007.
7. Jeffrey Pease, Susan Marfise 1, *New Techniques for Maximizing the Lifetime Profitability of Your Customer Base*
8. Alexandre Adam, *Handbook of Asset and Liability Management: From Models to Optimal Return Strategies*, "John Wiley & Sons", ltd. 2007, Chichester England

Рада  
СТОЈАНОВИЋ \*

# Значај обелодањивања информација о финансијским инструментима за процену изложености ризицима

## Резиме

*Информације о изложености ризицима и о томе како се управља тим ризицима употпуњују процену финансијског положаја и перформанси пословања ентитета. Корисник финансијских извештаја на основу такве процене доноси одлуку о инвестирању у одређени ентитет, сагледава услове за повраћај инвестиција и степен неизвесности будућих готовинских токова. У савременим условима пословања развијене су технике и прихваћени су нови приступи које примењују ентитети за одмеравање ризика и управљање ризицима који потичу од финансијских инструмената.*

*Значај квалитета финансијског извештавања и извештавања о финансијским инструментима такође долази до изражаја у условима глобалне финансијске кризе. Као императив се намеће објективно и реално извештавање како би корисници финансијских извештаја на основу њега доносили оптималне одлуке. У околностима рецесије изазване глобалном финансијском кризом и наглог пада тржишне вредности хартија од вредности, с правом се може поставити питање која вредност представља адекватан начин вредновања хартија од вредности, као и питање третмана умањења вредности хартија од вредности у финансијским извештајима. Чињеница да је једно од комплекснијих питања у вези са финансијским инструментима на који начин се осцилације тржишне вредности хартија од вредности одражавају на укупну вредност пословног субјекта, наглашава потребу за додатним обелодањивањем, у напоменама уз финансијске извештаје, информација о финансијским инструментима, поред информација о њима исказаним у билансу стања, односно о ефектима смањења и повећања њихове вредности у билансу успеха.*

**Кључне речи:** финансијски инструменти, МСФИ 7, ризик, обелодањивање.

## Увод

У оквиру међународне професионалне регулативе рачуноводствене евиденције финансијских инструмената су уређене садржајем следећих Међународних рачуноводствених стандарда: МРС 32 - *Финансијски инструменти: презентација*, затим МРС 39 - *Финансијски инструменти: признавање и вредновање* и МСФИ 7 - *Финансијски инструменти: обелодањивање*. Основна пита-

ња из делокруга ових стандарда односе се на класификацију финансијских инструмената, њихово вредновање, затим презентовање у финансијским извештајима, као и на обелодањивања додатних информација у напоменама уз финансијске извештаје.

Сврха доношења МСФИ 7<sup>1</sup> је омогућавање ефикасније анализе ризика који је последица поседовања финансијских инструмената и трансакција

\*) Уредник часописа Рачуноводство и организатор континуиране едукације, СРРС

1) МСФИ 7 - *Финансијски инструменти: обелодањивање* донет је 2005. године уз упућивање на обавезну примену почев од 1. јануара 2007. стандард, али не представљају његов саставни део). Почетком примене овог стандарда престао је да се примењује МРС 30 - *Обелодањивања у финансијским извештајима банака и сличних финансијских институција*. Такође, по доношењу овог стандарда извршено је редуковање садржаја МРС 32 који се односио на обелодањивања о концентрацијама ризика, кредитном ризику, ризику ликвидности и тржишном ризику.

са њима. Циљ МСФИ 7 су обелодањивања информација у финансијским извештајима ентитета које корисницима тих финансијских извештаја омогућавају процену:

- значаја финансијских инструмената за финансијску позицију и перформансе ентитета и
- природе и степена ризика који потиче од финансијских инструмената, којима је ентитет изложен током периода и на датум извештавања, као и процену начина на који ентитет управља тим ризиком.

МСФИ 7 треба да примењују сви ентитети<sup>2</sup> који у својој евиденцији поседују финансијске инструменте, јер се он односи на све облике финансијских инструмената, осим на:

- учешћа у зависним ентитетима, придруженим ентитетима и заједничким подухватима која се обрачунавају у складу са МРС 27 - *Консолидовани и појединачни финансијски извештаји*, МРС 28 - *Улагања у придружене ентитете* или МРС 31 - *Учешћа у заједничким подухватима*<sup>3</sup>. Ентитети, такође, треба да примењују овај стандард на све деривате повезане са учешћима у зависним ентитетима, придруженим ентитетима или заједничким подухватима, сем ако ти деривати задовољавају дефиницију инструмента капитала из МРС 32;
- права и обавезе послодавца које потичу од планова о примањима запослених, на које се примењује МРС 19 - *Примања запослених*;
- уговоре о условљеној накнади у пословној комбинацији (видети МСФИ 3 - *Пословне комбинације*); ово изузимање се примењује само на стицаоца;
- уговоре о осигурању дефинисане у смерницама МСФИ 4 - *Уговори о осигурању*<sup>4</sup>;

- финансијске инструменте, уговоре и обавезе по основу трансакција плаћања које се заснивају на акцијама на које се примењује МСФИ 2 - *Плаћање акцијама*, с тим што се овај стандард примењује на уговоре из делокруга параграфа 5–7 МРС 39.

МСФИ 7 се примењује како на признате и непризнате финансијске инструменте<sup>++</sup>, тако и на уговоре за куповину или продају нефинансијских ставки које спадају у делокруг МРС 39<sup>+++</sup>. Захтев за обелодањивањем не мора да буде задовољен уколико информација није значајна<sup>++++</sup>.

Ентитет приликом обелодањивања у напоменама уз финансијске извештаје, треба да групише финансијске инструменте у групе према природи информација које се обелодањују и према карактеристикама финансијских инструмената на основу којих је вршена њихова класификација приликом почетног признавања. Идентификовање група финансијских инструмената подразумева минимум критеријума који се примењују приликом груписања и прављења разлике између инструмената који се одмеравају према амортизованом вредности\* у односу на оне који се одмеравају по фер вредности. Као посебна група (или групе) финансијских инструмената идентификују се финансијски инструменти који нису у делокругу овог стандарда (учешћа у придруженим ентитетима, зависним ентитетима и заједничким подухватима, затим права и обавезе послодавца по основу МРС 19 и уговори на које се примењује МСФИ 2, МСФИ 3 и МСФИ 4). Приликом идентификовања група финансијских инструмената потребно је да се пронађе права мера, како финансијски извештаји не би били оптерећени великим (и непрактичним) бројем детаља који могу да кориснику финансијских извештаја скрену пажњу са битних информација.

2) укључујући и оне ентитете који у својој евиденцији имају мали број финансијских инструмената (на пример мали ентитети чији су најчешће једини финансијски инструменти потраживања и обавезе).

3) Међутим, у неким случајевима, МРС 27, МРС 28 или МРС 31 дозвољавају ентитету да обрачунава учешће у зависном ентитету, придруженом ентитету или заједничком улагању коришћењем МРС 39; у тим случајевима, ентитети треба да примењују захтеве у вези са обелодањивањем из МРС 27, МРС 28 или МРС 31, поред захтева из овог МСФИ.

4) Међутим, овај стандард се примењује на деривате уграђене у уговоре о осигурању ако МРС 39 захтева да их ентитет одвојено обрачунава. Штавише, ентитет треба да примењује овај ИФРС на *уговоре о финансијској гаранцији* ако примењује МРС 39 приликом признавања и одмеравања уговора, али треба да примењује МСФИ 4 ако изабере, у складу са параграфом 4(д) МСФИ 4, да примењује МСФИ 4 приликом њиховог признавања и одмеравања.

++) Финансијски инструмент је, у складу са МРС 32, сваки уговор на основу којег настају финансијско средство једног ентитета и финансијска обавеза или инструмент капитала другог ентитета.

+++) Параграфи 5–7 МРС 39

++++) Према МРС 1 - *Презентација финансијских извештаја* информација је значајна уколико би њено изостављање или погрешно приказивање у финансијским извештајима могло да утиче на доношење одлуке корисника финансијских извештаја. Значај зависи од величине и природе изостављања или погрешног исказивања у конкретним околностима.

\*) Амортизована вредност финансијског средства или финансијске обавезе је износ по коме се финансијско средство или финансијска обавеза одмерава приликом почетног признавања, умањен за исплате главнице, уз додавање или одузимање кумулиране амортизације применом метода ефективне камате за све разлике између почетног износа и износа при доспећу и уз одузимање сваког умањења по основу обезвређења или ненаплативости.

## 1. Значај финансијских инструмената за процену финансијске позиције и перформанси

### 1.1. Биланс стања

Везано за обелодањивања о финансијским инструментима у билансу стања, ентитет треба да пружи одговарајућа обелодањивања: о категоријама финансијских средстава и финансијских обавеза, затим о финансијским средствима и финансијским обавезама које се вреднују по фер вредности, чија усклађивања фер вредности се врше у билансу успеха, као и информације о рекласификацији финансијских инструмената, о колатералу, о рачуну резервисања за губитке и о сложеним финансијским инструментима са вишеструким уграђеним дериватима.

Према параграфу 8 МСФИ 7, ентитет у билансу стања или у напоменама треба да обелодани књиговодствене вредности следећих категорија:

- финансијска средства која се исказују по фер вредности у билансу успеха, показујући посебно она означена као таква одмах после почетног признавања и она која су класификована као средства која се држе ради трговања у складу са МРС 39;
- инвестиције које се држе до доспећа;
- кредити и потраживања;
- финансијска средства расположива за продају;
- финансијске обавезе по фер вредности у билансу успеха, показујући посебно оне које су означене као такве одмах после почетног признавања и оне које су класификоване као оне која се држе ради трговања у складу са МРС 39;
- финансијске обавезе које се одмеравају по амортизованој вредности.

Пошто актуелни биланс стања који је прописан *Правилником о садржини и форми образаца финансијских извештаја за привредна друштва, задруге, друга правна лица и предузетнике* ("Сл. гласник РС", бр. 114/06) у великој мери није усклађен са захтевима овог стандарда због тога што код финансијских инструмената класификацију заснива на критеријуму краткорочно – дугорочно. Из тих разлога од наведених захтева у билансу стања се дају информације о потраживањима, обавезама (збирни податак) и кредитима. У напоменама уз биланс стања дају се остале захтеване информације: о финансијским средствима која се исказују по фер вредности у билансу успеха, инвестицијама које се држе до доспећа, финансијским средствима расположи-

вим за продају, финансијским обавезама по фер вредности у билансу успеха и финансијским обавезама које се одмеравају по амортизованој вредности.

Обелодањивање одмеравања за сваку категорију финансијских средстава и обавеза је битно јер помаже корисницима финансијских извештаја да закључе у којој мери рачуноводствене политике утичу на износе по којима се финансијска средства и финансијске обавезе признају.

#### Пример

Напомене уз финансијске извештаје банке "М" а.д. Београд на дан 31.12.2009.

#### Кредити дати комитентима (у хиљадама дин.)

	2009.	2008.
	8.834.701	10.370.166
	3.254.875	3.202.296
	12.207.696	11.599.467
	24.297.272	25.171.929
	806.001	1.635.979
	196.025	282.359
	239.172	579.465
	1.241.198	2.497.803
:	(951.852)	(949.150)
31.12.	24.586.618	26.720.582

*Кредити су одобравани предузећима за финансирање дневне ликвидности (минус по текућем рачуну) ради набавке обртних средстава, увоза, као и за финансирање инвестиција. Краткорочни кредити су одобравани са роковима доспећа од 30 дана до једне године, док су дугорочни кредити одобравани на период 2-10 година.*

*Камата на дугорочне кредите се обрачунава по каматној стопи у висини једномесечног, кварталног или полугодишњег EURIBOR и LIBOR, увећаног за маргину у распону од 1,5% до*

3,5% на годишњем нивоу, у складу са каматном политиком утврђеном интерним актом.

Становништву су одобравани дугорочни кредити за куповину станова са роком доспећа од 5 до 25 година, уз каматну стопу од 7% (кредити су индексирани у EUR).

#### Хартије од вредности које се држе до доспећа (у хиљадама дин.)

	2009.	2008.
	1.136	391.441
	(24.913)	(26.004)
31.12.	1.111.102	365.437

#### Хартије од вредности расположиве за продају (у хиљадама дин.)

	2009.	2008.
	-	1.149
0 10%	12.121	12.121
	12.121	13.270
	-	660.748
	73.999	198.404
	73.999	859.152
:	(12.121)	(6.201)
31.12.	73.999	866.221

На дан 12. децембра 2009. извршен је отпис учешћа у капиталу предузећа "Алфа" у износу од 1.149 хиљада дин. на основу решења Трговинског суда у Београду бр. 3445/02 о закључењу стечајног поступка.

#### 1.1.1. Финансијска средства или финансијске обавезе по фер вредности кроз биланс успеха и могућност њихове рекласификације

Параграфима 9-12 МСФИ 7 постављају се посебни захтеви за обелодањивањем у вези са финансијским средствима и финансијским обавезама класификованим по фер вредности, чија фер вредност се усклађује са књиговодственом вредношћу преко прихода и расхода, односно кроз биланс успеха. Реч је о кредиту, финансијским обавезама које се вреднују по номиналној вредности, умањеној индиректно за вероватне губитке вредности и директно за настала и документована умањења вредности. Могућности рекласификације финансијских средстава у складу са параграфом 12 МСФИ 7 веома су ограничене.

Једна од последица светске финансијске кризе су и измене МРС 39 МСФИ 7, које су објављене у октобру 2008. године. Измене допуштају под одређеним условима рекласификацију одређених финансијских инструмената. Овим изменама је постигнут већи степен усаглашености између МРС/МСФИ и америчких рачуноводствених принципа (US GAAP), јер је њима омогућена рекласификација финансијских инструмената на исти начин као што је дозвољено у општеприхваћеним америчким принципима. Дакле, изменама МРС 39 пружа се могућност ентитету, у одређеним околностима, да рекласификује недеривативне финансијске инструменте<sup>1</sup> (осим оних који су приликом почетног признавања назначени по фер вредности у билансу успеха) ван категорије по фер вредности кроз биланс успеха, као и да врши пренос финансијског средства које испуњава дефиницију зајмова и потраживања из категорије расположивих за продају у категорију зајмова и потраживања, уколико ентитет има намеру да држи то финансијско средство у догледној будућности. Изменама је прописано и каква обелодањивања се врше у таквим околностима.

У Републици Србији се у недериватне финансијске инструменте сврставају, између осталог, и акције домаћих предузећа и обвезнице старе девизне штедне којима се тргује на берзи. Према

1) Недериватна средства или обавезе су финансијски инструменти који немају сва обележја деривата. Најчешће не испуњавају услов да се вредност инструмента мења као одговор на промене одређене каматне стопе, цене финансијских инструмената, цене робе, девизног курса, индекса или стопе цене, кредитног рејтинга или кредитног индекса или сличне варијабле. Ове вредности су код недериватног инструмента најчешће константне.

Дериват је финансијски инструмент или други уговор под делокругом МРС 39 који има све три следеће карактеристике: његова вредност се мења као одговор на промену каматне стопе, цене финансијских инструмената, цене робе, девизног курса, индекса или стопе цене, кредитног рејтинга или кредитног индекса и сличне варијабле, под условом и да у случају нефинансијске варијабле та варијабла није одређена за једну од уговорних страна; затим он, не захтева почетну нето инвестицију мању него што би то захтевале друге врсте уговора за које се очекује да слично реагују на промене фактора тржишта и измирује се на будући датум.

томе, после извршених измена МРС 39 омогућен је пренос наведених инструмената, из категорије по фер вредности кроз биланс успеха у другу одговарајућу категорију финансијских инструмената<sup>2</sup>.

Измене параграфа 50. МРС 39 упућују на то да ентитет:

- а) не треба да рекласификује дериват ван категорије по фер вредности у билансу успеха, док се он држи или емитује;
- б) не треба да рекласификује ниједан финансијски инструмент ван категорије по фер вредности у билансу успеха, ако је након почетног признавања ентитет њега назначио по фер вредности кроз биланс успеха; и
- в) може, ако се финансијско средство више не држи за сврхе продаје или откупа у блиској будућности, да рекласификује то финансијско средство из категорије по фер вредности, ако су испуњени одређени захтеви (без обзира на то што је средство можда стечено првенствено за сврхе продаје или откупа у блиској будућности).

Ентитет и после извршених наведених измена не треба да рекласификује ни један финансијски инструмент у категорију по фер вредности у билансу успеха након почетног признавања. Дозвољена је рекласификација финансијских инструмената који се држе ради трговања, зајмова и потраживања, као и средства класификованих као средства расположива за продају, а која би задовољила дефиницију зајмова (ако ентитет има способност и намеру да држи то финансијско средство у догледној будућности, или до доспећа). Када ентитет рекласификује финансијско средство као средство које је одмерено: по набавној цени или амортизовану вредности, а не по фер вредности; или као средство које је одмерено по фер вредности, а не по набавној цени или амортизовану вредности, треба да обелодани рекласификовани износ и разлог за ту рекласификацију.

Циљ омогућавања рекласификације финансијских инструмената јесте да се ефекат губитка насталог услед пада цена акција (узрокован светском финансијском кризом) третира као те-

кућа флукуација цена акција и евидентира у билансу стања, а не у билансу успеха, односно да се текући резултат не оптерећује губицима који су последица светске финансијске кризе. Наравно, да се и у овом случају капитал ентитета умањује<sup>3</sup>, али је јасно (и подразумева се) да то умањење није последица лошијег текућег пословања, већ флукуације цене акција узроковане светском кризом.

Измене МРС 39 (параграфи 50-54) праћене су изменама МСФИ 7 (додавањем новог параграфа 12А), у складу са којима када је ентитет рекласификовао финансијско средство ван категорије по фер вредности кроз биланс успеха или ван категорије расположиво за продају, он треба да обелодани:

- износ рекласификован у и ван сваке категорије;
- за сваки извештајни период до престанка признавања, књиговодствене вредности и фер вредности свих средстава рекласификованих у текућем и претходним извештајним периодима;
- ако је финансијско средство рекласификовано због "специфичне ситуације", обелодањује се "специфична ситуација", као и чињенице и околности које указују на то да је ситуација заиста специфична;
- за извештајни период у коме је финансијско средство рекласификовано, добитак или губитак фер вредности финансијског средства признатог у билансу успеха у том извештајном периоду и у претходном извештајном периоду;
- за сваки извештајни период после рекласификације (укључујући и извештајни период у ком је финансијско средство рекласификовано) до престанка признавања финансијског средства, добитак или губитак фер вредности који би био признат у билансу успеха да финансијско средство није рекласификовано, као и добитак, губитак, приходе и расходе признате у билансу успеха и
- ефективну каматну стопу и процењене износе токова готовине на датум рекласификације финансијског средства.

Измене МРС 39 и МСФИ 7 вршене су уз претпоставку да пад вредности финансијских

2) Ове измене се примењују почев од 1. јула 2008. године, без могућности за ретроспективну примену, односно ентитет не треба да рекласификује финансијско средство које је прибављено пре 1. јула 2008. године, у складу са измењеним МРС 39.

3) Ово умањење се евидентира на рачуну 333 - Нереализовани губици по основу хартија од вредности расположивих за продају, сагласно чл. 25. Правилника о контном оквиру и садржини рачуна у контном оквиру за привредна друштва, задруге, друга правна лица и предузетнике ("Сл.гласник РС", бр. 114/06, 05/07 и 119/08).

инструментата као последица глобалне кризе, представља привремене флукуације, а не трајан процес. У рачуноводственом смислу, те разлике у вредности финансијских инструмената узроковане падом њихове вредности треба да се одложе на ревалоризациону резерву са негативним салдом<sup>4</sup>.

### 1.1.2. Остала обелодањавања захтевана у билансу стања

**Престанак признавања.** Уколико ентитет изврши трансфер финансијских средстава тако да се део или сва финансијска средства не квалификују за престанак признавања, он обелодањује за сваку групу таквих финансијских средстава:

- природу средстава;
- природу ризика и користи по основу власништва којима ентитет остаје изложен;
- када ентитет наставља да признаје сва средства, обелодањује књиговодствене вредности средстава и обавеза које су у вези са њима; и
- када ентитет наставља да признаје средства до нивоа њиховог континуираног ангажовања, обелодањује укупну књиговодствену вредност првобитних средстава, износ средстава која ентитет наставља да признаје и књиговодствену вредност обавеза које су у вези са њима.

**Колатерал<sup>++</sup>.** Када ентитет који врши пренос средства, који се не квалификује као престанак признавања, обезбеди неготовински колатерал (као што су дужнички инструменти или инструменти капитала) и ако лице на које се преноси колатерал има право да прода или поново заложити колатерал, онда лице које врши пренос треба да рекласификује то средство у свом билансу стања (на пример као позајмљено средство, заложени инструменти капитала или заложена права потраживања са правом на откуп) одвојено од других средстава<sup>+++</sup>. Ентитет треба да обелодани рекласификоване износе и књиговодствену вредност средстава које су заложена као

колатерал за обавезе или потенцијалне обавезе. Такође, треба да обелодани и услове који се односе на то јемство.

Ако ентитет држи колатерал (по основу финансијских или нефинансијских средстава) и ако му је дозвољено да колатерал прода или поново заложити као јемство када нема неизвршења обавезе од стране власника колатерала, он обелодањује:

- фер вредност колатерала који држи;
- фер вредност свих колатерала који су продати или поново дати као јемство, као и то да ли ентитет има обавезу да их врати и
- услове који се односе на коришћење колатерала.

**Рачун резервисања за губитке повезане са кредитима.** Када је вредност кредитним губицима умањена финансијским средствима и када ентитет евидентира то умањење вредности на посебном рачуну (на пример, рачун резервисања који се користи за евидентирање појединачних умањења или сличан рачун који се користи за евидентирање укупних умањења средстава) уместо директног смањења књиговодствене вредности средства, он обелодањује усклађивање промена на том рачуну током периода за сваку групу финансијских средстава<sup>++++</sup>.

Губици повезани са кредитима односе се на умањење вредности услед исправке вредности потраживања по основу кредита (на пример, ликвидација ентитета од кога нису наплаћена потраживања по основу дугорочног кредита, смрт физичког лица коме је дат дугорочни кредит уз истовремено оштећење заложене имовине и сл.). Губици повезани са кредитима у директној су вези са пословном политиком банке и анализом изложености кредитном ризику.

Изложеност кредитном ризику треба да се контролише кроз редовне анализе солвентности зајмопримца и потенцијалних зајмопримаца у циљу утврђивања способности измирења обавеза по основу камате и главнице. Изложеност

4) С обзиром да у актуелном контном оквиру који примењују привредна друштва такво решење није постојало, у децембру 2008. су извршене измене Правилника, додавањем рачуна 332- *Нереализовани добици по основу хартија од вредности расположивих за продају* и рачуна 333- *Нереализовани губици по основу хартија од вредности расположивих за продају*. Допуна Правилника о *Контном у оквиру за банке* извршена је увођењем новог рачуна 823 на коме се исказују нереализовани губици по основу хартија од вредности расположивих за продају, у складу са МРС 39, поред постојећих рачуна 821 и 822 на којима се исказују позитивни ефекти промене фер вредности хартија од вредности и осталих средстава у складу са МСФИ/МРС.

++) Колатерал је допунско средство које је заложено као јемство у вези са измиревањем неке обавезе; он представља секундарну хартију од вредности.

+++ Према параграфу 37. МСФИ 7.

++++) Рачун резервисања за губитке повезане са кредитима у Републици Србији се јавља само код банака, јер су према актуелној законској регулативи само банке овлашћене да дају кредите.

кредитном ризику се контролише и променом лимита позајмица по појединачном зајмопримцу. Успостављање колатерала такође доприноси ефикаснијем управљању кредитним ризиком.

**Сложени финансијски инструменти са вишеструким уграђеним дериватима.** Ако је ентитет емитовао инструмент који садржи и компоненту обавезе и компоненту капитала, такве компоненте треба одвојено класификовати као финансијске обавезе, финансијска средства или инструменте капитала. Уобичајени облик сложеног финансијског инструмента је дужнички инструмент са уграђеном опцијом конверзије (на пример опција која се може конвертовати у обичне акције емитента). МРС 32 захтева да се у билансу стања одвојено презентују обавезе од компоненте капитала коју садржи тај инструмент.

Емитована обавеза представља финансијску обавезу која постоји док се инструмент не конвертује. При њеном почетном признавању фер вредност компоненте обавезе је садашња вредност уговором одређених будућих токова готовине (утврђена дисконтовањем по каматној стопи која се примењује у то време на тржишту на сличне кредитне инструменте, који не садрже опцију конверзије).

Елемент капитала је уграђена опција конвертовања обавезе у капитал, односно акције. Фер вредност саме опције је њена временска вредност, односно резидуална вредност сложеног финансијског инструмента након одвајања компоненте обавеза. Дакле, вредност сложеног финансијског инструмента састоји се од вредности финансијске обавезе и вредности елемента са својством капитала.

МСФИ 7 захтева од ентитета који емитује финансијске инструменте са обележјима сложеног финансијског инструмента да обелодани постојање тих обележја.

**Неиспуњење и кршење обавеза.** За обавезе по основу *кредита* које се признају на дан извештавања, ентитет зајмодавац кредита (односно банка) обелодањује:

- детаље свих неиспуњења обавеза током периода по основу главнице, камате, отплатног фонда, или услова обавеза које се евидентирају по основу кредита;
- књиговодствену вредност обавеза по основу кредита, које нису извршене на дан извештавања и
- да ли је неиспуњена обавеза у међувремену испуњена, или да ли су поново уговорени

услови отплате кредита, пре него што су одобрени финансијски извештаји.

Уколико је током периода било кршења услова уговора о кредиту (осим претходно наведених), ентитет обелодањује исте информације као и оне које се захтевају за претходно наведена кршења, ако су та кршења била повод даваоцу кредита да захтева убрзану отплату (осим ако су кршења отклоњена, или су поново договорени услови отплате кредита, на дан или пре датума извештавања).

Обелодањивања неиспуњења обавеза представљају релевантне информације о кредитној способности ентитета примаоца кредита и о његовим изгледима за добијање будућих кредита.

## 1.2. Биланс успеха

У складу са смерницама параграфа 20. МСФИ 7 ентитет обелодањује у напоменама или у билансу успеха информације о:

- нето добитку или нето губитку по основу:
- финансијских средстава или финансијских обавеза које се евидентирају по фер вредности у билансу успеха, приказујући одвојено нето добитке или нето губитке од финансијских средстава или финансијских обавеза назначених као такве после почетног признавања, као и нето добитке или губитке од финансијских средстава или финансијских обавеза класификованих као оне које се држе ради трговања;
- финансијских средстава расположивих за продају, приказујући одвојено износ добитка или губитка који се признаје директно у капитал током периода и износ елиминисан из капитала и признат у приход или расход за тај период;
- инвестиција које се држе до доспећа;
- датих кредита и потраживања; и
- финансијских обавеза одмерених према амортизованој вредности.

Поред тога, ентитет врши обелодањивање укупног прихода од камате и укупних трошкова камате (израчунате коришћењем метода ефективне камате) за финансијска средства или финансијске обавезе које се не евидентирају по фер вредности кроз биланс успеха.



Обелодањивање се такође врши за:

- приходе и трошкове од накнада (осим износа обухваћених у обрачуну ефективне каматне стопе) који потичу од: финансијских средстава или финансијских обавеза које се не евидентирају по фер вредности у билансу успеха; и од повереништава и других активности које имају за резултат држање или инвестирање средстава у име појединаца, пензионих планова и других институција;
- приход од камате на финансијска средства којима је умањена вредност и
- износ сваког губитка по основу умањења вредности за сваку групу финансијских средстава\*.

#### Пример

Извод из Напомена уз финансијске извештаје банке "М" а.д. Београд на дан 31.12.2009.

#### Приходи и расходи од камата (у хиљадама динара)

	2009.	2008.
	183.124	37.503
	500.746	142.177
	5.564.461	2.532.863
	49.819	22.954
	767.489	598.580
	25.862	8.104
	30.010	25.380
	805.749	520.337
	7.936.260	3.887.898
	-	312
	827.925	536.036
	7	3
	834.119	339.921
	448.520	57.216
	290.165	59.894
	82.731	109
	657	29.762
	2.484.124	1.022.253
	5.452.136	2.865.645

#### Приходи и расходи од камате по групама финансијских инструмената (у хиљадама динара)

	2009.	2008.
	79.821	56.650
	183.124	37.503
	6-446.640	3.187.881
	1.226.675	605.964
	7.936.260	3.887.898
	554.589	257.113
	1.657.025	487.218
	272.510	277.922
	2.484.124	1.022.253
	5.452.136	2.865.645

#### Нето добитак по основу продаје хартуја од вредности (у хиљадама динара)

	2009.	2008.
	1.869	8.176
	106	7.048
	1.975	15.224

#### Расходи од промене вредности финансијских средстава и обавеза (у хиљадама динара)

	2009.	2008.
	562.769	160.663
	304	-
	32.106	70.596
	595.179	231.259

\*) Пошто актуелни прописани образац биланса успеха својом структуром не омогућава презентовање захтеваних информација, све наведене информације дају се у напоменама уз биланс успеха.

### 1.3. Друга обелодањивања

#### 1.3.1. Рачуноводствене политике

У оквиру прегледа значајних рачуноводствених политика, ентитет у напоменама обелодањује основе одмеравања коришћене приликом састављања финансијских извештаја и остале рачуноводствене политике релевантне за разумевање финансијских извештаја.

За финансијске инструменте, такво обелодањивање може да подразумева:

- а) за финансијска средства или финансијске обавезе означене по фер вредности у билансу успеха се обелодањују:
  - природа финансијских средстава или финансијских обавеза које је ентитет означио по фер вредности кроз биланс успеха;
  - критеријуми за такво означавање финансијских средстава или финансијских обавеза после почетног признавања;
- б) критеријуме за означавање финансијских средстава као оних која су расположива за продају;
- в) да ли се редовне куповине и продаје финансијских средстава обрачунавају на датум трансакције или на датум измирења;
- г) када се рачун резервисања користи за умањење књиговодствене вредности финансијских средстава, поводом умањења вредности по основу губитака повезаних са кредитима обелодањују се:
  - критеријуми за одређивање када се књиговодствена вредност по основу умањења вредности финансијских средстава директно смањује (или, у случају поништења отписа, директно повећава) и када се користи рачун резервисања и
  - критеријуми за отписивање износа којима се терети рачун резервисања и према књиговодственој вредности финансијских средстава умањене вредности;
- д) како се одређују нето добици или губици од сваке категорије финансијских инструмената, на пример, да ли нето добици или нето губици од ставки по фер вредности кроз биланс успеха обухватају приходе од камата или дивиденди;

- ђ) критеријуме које ентитет користи за утврђивање постојања објективних доказа да се догодио губитак због умањења вредности;
- е) када су поново утврђени услови финансијских средстава којима би иначе био прекорачен рок доспећа или би им била умањена вредност, рачуноводствену политику за финансијска средства која су предмет поновног утврђивања услова и
- ж) објашњења поводом процене, руководства током процеса примене рачуноводствених политика ентитета, као и оних расуђивања која су имала најзначајнији утицај на износе признате у финансијским извештајима.

#### Пример

*Извод из Напомена уз финансијске извештаје предузећа "Алфа" а.д. Београд на дан 31.12 2009.*

*Руководство при почетном признавању иницијално класификује стечена финансијска средства као: финансијско средство стечено по фер вредности кроз биланс успеха, улагања која се држе до доспећа и финансијска средства расположива за продају.*

*Финансијска средства по фер вредности кроз биланс успеха*

*Да би финансијско средство било класификовано као средство по фер вредности кроз биланс успеха треба да задовољи један о следећих услова:*

- *да је класификовано као оно које се држи ради трговања, односно да је стечено првенствено ради продаје у блиској будућности, део је портфеља финансијских инструмената којима се заједно управља и који служе за краткорочно остваривање добити или је средство дериват (изведени финансијски инструмент чија вредност се мења у зависности од неке променљиве: цене одређене врсте робе, девизног курса, раста цена на мало и сл.).*

*Улагања у инструменте капитала се класификују као финансијска средства кроз биланс успеха само уколико су присутна на тржишту и имају тржишну цену.*

### Финансијска средства која се држе до доспећа

Улагања која се држе до доспећа (благајнички записи, комерцијални записи, обвезнице старе девизне штедње, есконтоване менице) су недеривативна финансијска средства са фиксном или одредивом исплатом и фиксним доспећем које руководство групе има намеру и могућност да држи до доспећа. Ако предузеће донесе одлуку да прода материјално значајан износ ових средстава (пре рока доспећа, ради побољшања текуће ликвидности и сл.) цела група ових средстава се рекласификује као средства расположива за продају.

Хартије од вредности које се држе до доспећа исказују се по амортизованој вредности, применом методе ефективног приноса. Износ губитка по основу обезвређења хартија од вредности које се држе до доспећа обрачунава се као разлика између књиговодствене вредности улагања и садашње вредности очекиваних токова готовине, есконтованих по оригиналној каматној стопи улагања и исказује се у билансу успеха.

#### 1.3.2. Рачуноводство хеџинга

Ставка хеџинга је средство, обавеза или очекивана трансакција или инвестиција у инострано пословање, која ентитет излаже ризику. Тај ризик се може односити на промену фер вредности или на промену будућих токова готовине.

За сваку врсту хеџинга (хеџинг фер вредности, хеџинг токова готовине и хеџинг нето инвестиција у инострана пословања), ентитет засебно обелодањује:

- опис сваке врсте хеџинга;
- опис финансијских инструмената који су назначени као хеџинг инструменти и њихове фер вредности на датум извештавања; и
- природу ризика на који се хеџинг односи.

Поред наведеног за хеџинге токова готовине, ентитет обелодањује:

- периоде када се очекује да ће настати токови готовине и када се очекује да ће они утицати на добитак или губитак;
- опис сваке предвиђене трансакције за коју је раније коришћено хеџинг рачуноводство, али за коју се не очекује да ће се више дешавати;
- износ признат у капитал током тог периода;

- износ који је пренет из капитала и укључен у добитак или губитак тог периода, приказујући износ укључен у сваку појединачну ставку у билансу успеха; и
- износ који је елиминисан из капитала током периода и укључен у почетну набавну вредност или другу књиговодствену вредност нефинансијског средства или нефинансијске обавезе чије је стицање или настанак била трансакција заштићена хеџингом.

Ентитет, такође обелодањује засебно:

- у хеџингу фер вредности, добитке или губитке:
- од инструмента хеџинга; и
- од ставке хеџинга која се може приписати ризику који је заштићен хеџингом;
- неефективност признату у добитку или губитку која се јавља од хеџинга фер вредности; и
- неефективност која се признаје у добитку или губитку која се јавља од хеџинга нето инвестиција у инострана пословања.

#### 1.3.3. Фер вредност

За сваку групу финансијских средстава и финансијских обавеза ентитет обелодањује фер вредност те групе средстава и обавеза на начин који омогућава поређење са књиговодственом вредношћу. Том приликом ентитет врши груписање финансијских средстава и финансијских обавеза, али пребијање врши само у мери у којој су њихове књиговодствене вредности пребијене у билансу стања.

У вези са фер вредношћу ентитет обелодањује:

- методе и претпоставке које се примењују при одређивању фер вредности за сваку групу финансијских средстава или финансијских обавеза (када се користи техника процене, на пример, ако је то применљиво, ентитет обелодањује информације о претпоставкама које се односе на стопе отплате, стопе процењених кредитних губитака, као и каматне или дисконтне стопе);
- да ли се фер вредности одређују, у целини или делимично, директно на основу објављених котација цена на активном тржишту<sup>1</sup> или се процењују коришћењем технике процене;

1) Активно тржиште је тржиште на коме су присутни следећи услови: ставке којима се тргује су хомогене; постоје вољни купци и продавци; цене хартија од вредности су доступне јавности.

- да ли се фер вредности, признате или обелодањене у финансијским извештајима, одређују у целини или делимично, применом технике процене на основу претпоставки које нису поткрепљене ценама актуелних тржишних трансакција које се не заснивају на доступним тржишним подацима;
- укупан износ промена у фер вредности, процењен коришћењем технике процене који је признат у добитке или губитке током тог периода.

Фер вредност хартија од вредности је најпозданије одређена ако се одређује на основу тржишне вредности, односно преко котиране цене на активном тржишту. У нашим околностима на овај начин се може одредити само фер вредност за акције котиране на Београдској берзи на Prime market тржишту и на Standard market тржишту, за акције којима се тргује методом континуиране трговине<sup>2</sup> и о обвезницама старе девизне штедње. Међутим, мала дубина тржишта акција у Републици Србији и велике флукуације цена котираних акција доводе у питање реалност њихове фер вредности.

Када тржиште није активно, ентитет установљава фер вредност финансијских инструмената, коришћењем технике процене. Циљ коришћења технике процене је да се установи износ који би чинио цену трансакције на дан одмеравања у независној размени. Техника процене треба максимално да користи информације са тржишта и што је мање могуће да се ослања на информације специфичне за ентитет.

Према томе, техника процене треба да уважи све факторе које би учесници на тржишту разматрали при одређивању цене и треба да буде доследна прихваћеним методологијама за утврђивање фер вредности финансијских инструмената. Фактори које би учесници на тржишту разматрали су: временска вредност новца, кредитни ризик, курсеви страних валута, ризик од плаћања унапред, трошкови сервисања финансијског средства и други фактори<sup>3</sup>.

Ипак, најбољи доказ фер вредности приликом почетног признавања је вредност трансакције (то јест, фер вредност дате или примљене накнаде). Међутим, када након почетног признавања (у кратком временском периоду) ентитет користи процену која укључује и податке који нису

добити са референтних тржишта, постоји разлика између цене трансакције приликом почетног признавања и износа одређеног помоћу технике процене. У овим случајевима разлика се признаје као приход или расход наредних периода у складу са рачуноводственом политиком ентитета. Уколико постоји таква разлика, ентитет је обелодањује, као и:

- своју рачуноводствену политику за признавање те разлике у добитке или губитке; и
- укупну разлику која тек треба да се призна у добитке или губитке на почетку и на крају периода и усклађивање промена у билансу ове разлике.

Изузетно, обелодањивања фер вредности се не захтевају:

- када је књиговодствена вредност разумна апроксимација фер вредности, на пример, за финансијске инструменте као што су краткорочна потраживања од купаца и обавезе према добављачима;
- за инвестиције у инструменте капитала који немају котирану тржишну цену на активном тржишту, или деривате повезане са таквим инструментима капитала, који се одмеравају по набавној вредности у складу са МРС 39 зато што њихова фер вредност не може поуздано да се одмери; или
- за уговор који садржи обележје дискреционог учешћа (као што је описано у МСФИ 4), ако се фер вредност тог обележја не може поуздано одмерити.

У вези са инвестицијама у инструменте капитала који немају котирану тржишну цену и у вези са уговорима који садрже обележје дискреционог учешћа, ентитет обелодањује информације које помажу корисницима финансијских извештаја да направе сопствене процене о обиму могућих разлика између књиговодствене вредности тих финансијских инструмената и њихових фер вредности, укључујући:

- чињеницу да информација о фер вредности није обелодањена за ове инструменте зато што се њихова фер вредност не може поуздано одмерити;
- опис финансијских инструмената, њихову књиговодствену вредност и објашњење зашто се фер вредност не може поуздано одмерити;

2) На берзанском тржишту београдске берзе присутан је веома мали број привредних друштава. Поред акција на берзанском тржишту, на Београдској берзи се тргује и акцијама на организованом ванберзанском тржишту за 1.756 акционарских друштава. Међутим, само за 34 привредна друштва се одвија методом континуиране трговине, док се за преостала привредна друштва трговина обавља методом преовлађујуће цене, која се не може сматрати поузданим показатељем фер вредности.

3) Детаљније о техникама процене МРС 39 АГ 75-71-АГ 82 и БЦ 95-БЦ 104.

- информације о тржишту за те инструменте;
- информације о томе да ли и како ентитет намерава да отуђи финансијске инструменте; и
- ако се финансијски инструменти чија фер вредност није могла претходно да се поуздано одмери не признају, треба обелоданити ту чињеницу, њихову књиговодствену вредност у време престанка признавања и износ добитка или губитка који је признат.

## 2. Природа и степен ризика који потичу од финансијских инструмената

Пословање ентитета је изложено различитим ризицима. Захтев за успешним пословањем упућује на потребу за идентификовањем тих ризика, затим њиховим мерењем и процењивањем, као и управљањем тим ризицима, како би дејство ризика на пословање било смањено или отклоњено. Политика управљања ризицима подразумева у конкретним околностима код одређеног ентитета одређивање метода за идентификовање и анализу ризика са циљем њихове контроле и надзора. У зависности од организације и величине ентитета, анализом ризика се бави мањи или већи број извршилаца; у банкама је нарочито развијен систем управљања ризицима, где су посебне организационе јединице усмерене на ову активност.

Ентитет обелодањује информације о природи и степену ризика који потичу од финансијских инструмената. Обелодањивања (квалитативна и квантитативна) која се захтевају првенствено се односе на кредитни ризик, ризик ликвидности и тржишни ризик.

*Кредитни ризик* представља ризик да ће једна страна у финансијском инструменту неиспуњењем своје обавезе проузроковати финансијски губитак друге стране.

*Ризик ликвидности* представља ризик да ће ентитет имати потешкоћа у измирењу обавеза повезаних са финансијским обавезама.

*Тржишни ризик* представља ризик да ће фер вредност или будући токови готовине финансијског инструмента флукуирати услед промена тржишних цена. Тржишни ризик се састоји од три врсте ризика: валутног ризика, ризика каматне стопе и других ризика од промене цене.

*Валутни ризик* је ризик од флукуирања фер вредности или будућих токова готовине финансијског инструмента, услед промене девизног курса.

*Ризик од каматне стопе* је ризик да ће фер вредност или будући токови готовине финансијског инструмента флукуирати услед промена тржишних каматних стопа.

*Ризик ликвидности* је ризик да ће ентитет имати потешкоћа у измирењу обавеза повезаних са финансијским обавезама (обавезе по кредитима су финансијске обавезе, осим краткорочних обавеза према добављачима, које имају уобичајене кредитне услове).

*Други ризик од промене цене* представља ризик да ће фер вредност или будући токови готовине финансијског инструмента флукуирати због промена тржишних цена (које нису оне које настају од ризика каматне стопе или валутног ризика), било да су те промене проузроковане факторима специфичним за појединачни финансијски инструмент или његовог емитента, или да фактори утичу на све сличне финансијске инструменте којима се тргује на тржишту.

Квалитативна обелодањивања о ризику подразумевају:

- информације о изложености ризику и начину његовог настанка;
- информације о циљевима, политикама и методима коришћене за одмеравање ризика и
- о променама изложености ризику и у начину одмеравања ризика.

Квантитативна обелодањивања о ризику подразумевају:

- преглед квантитативних података о изложености ризику на датум извештавања (ово обелодањивање се заснива на информацијама датим интерно руководству ентитета, у складу са МРС 24 - *Обелодањивања повезаних страна*);
- обелодањивања кредитног ризика, финансијских средстава којима је или прекорачен рок доспећа, или је умањена вредност, ризик ликвидности и тржишни ризик и
- концентрацију ризика.

У наставку текста наводе се примери квантитативних обелодањивања о ризику.

У индустријском сектору: ако је пословање организовано у више сектора, често се у појединачном сектору јављају ризици проузроковани неким од других сектора.

У односу на географску дисперзију пословања, потребно је да се обелодани изложеност ризику која потиче од организационих делова на

другим подручјима, нарочито ако је реч о подручјима која пружају различите могућности остваривања приноса и садрже различите ризике (Европа, Азија и сл.).

Концентрације ризика ликвидности могу да буду последица услова плаћања финансијских обавеза, извора олакшица за добијање или ослањања на одређено ликвидно тржиште.

Концентрација валутног ризика може да се јави ако ентитет има реализацију својих производа (или неке друге материјално значајне ставке биланса) само у једној страниј валути и ако она флукуира, или има позиције у неколико валута које заједно флукуирају.

У вези са кредитним ризиком ентитет обелодањује према врсти финансијског инструмента:

- износ који најбоље представља његову максималну изложеност кредитном ризику;
- опис колатерала који се поседује као обезбеђење и других повећања кредитног бонитета;
- информације о кредитном квалитету финансијских средстава којима нити је прекорачен рок доспећа нити им је умањена вредност; и
- књиговодствену вредност финансијских средстава којима би иначе био прекорачен рок доспећа или би им била умањена вредност, а чији су услови поново договорени.

Информације у вези са кредитним ризиком објављује банка која је изложена ризику (да дужник не изврши на датум доспећа своје обавезе према банци у уговореном износу). С обзиром на то да само банке у Србији могу да се баве кредитним пословима, кредитни ризик се може јавити у пословању банке као даваоца кредита, док прималац кредита (по основу уговора који унапред потписује и прихвата његове одредбе) не може имати кредитни ризик.

У циљу управљања кредитним ризиком банка: анализира кредитну способност дужника по кредитима, гаранцијама, затим утврђује лимите кредитних задужења на основу процене ризика и настоји да послује са кредитно способним комитентима.

У вези са финансијским средствима којима је или прекорачен рок доспећа или им је умањена вредност, ентитет-банка обелодањује:

- анализу старости таквих средстава;
- опис колатерала који ентитет држи као обезбеђење и других повећања кредитног бонитета и процену њихове фер вредности.

На пример, банка закључује уговор о давању кредита који захтева да се камата плаћа сваког месеца. Уколико прималац кредита није платио камату у неком месецу, не значи да неће никада извршити плаћање, али може да проузрокује различите акције (поновни преговори, принудна наплата или судски поступци).

Обелодањивања у вези са средствима којима је прекорачен рок доспећа или им је умањена вредност могу да се врше уз процену одређених временских ограничења, на пример:

- не више од три месеца;
- више од три месеца и не више од шест месеци;
- више од шест месеци и не више од једне године;
- више од једне године.

За средства којима је вредност умањена анализа кредитног ризика може да се односи на:

- књиговодствену вредност пре умањења,
- износ губитка од умањења и природу и фер вредност доступног колатерала, који се односи на то средство.

У вези са колатералом и другим прибављеним повећањима кредитног бонитета (на пример, гаранције) ентитет обелодањује:

- природу и књиговодствену вредност прибављених средстава и
- уколико се средства не могу одмах конвертовати у готовину, своје политике за отуђење таквих средстава или за њихово коришћење у свом пословању.

У вези са ризиком ликвидности ентитет обелодањује:

- анализу доспећа за финансијске обавезе и
- опис начина на који управља ризиком ликвидности.

Ако ентитет управља ризиком ликвидности на основу датума очекиваног доспећа, могао би да обелодани анализу доспећа очекиваних датума доспећа и финансијских обавеза и финансијских средстава. Такође, би требао да објасни да се очекивани датуми заснивају на проценама руководства, као и да објасни како су вршене процене и изнесе главне разлоге разлика у односу на анализу доспећа по уговору.

У вези са захтевом да ентитет опише како управља ризиком ликвидности својственом анализи доспећа финансијских обавеза, фактори које би ентитет требало да обелодани обухватају (али нису ограничени само на наведене) односе се на то да ли ентитет:

Анализе очекиваних новчаних токова може да буде дата у облику прегледа који следи.  
(у хиљадама динара)

			3-12	1-5	5	
	6.201	2.304				8.505
	6.288	381	16	87	17	6.789
	86.932	38.090	32.080	7.601	1.3509	165.904
	99.421	40.775	32.080	7.688	1.376	181.356
	3.069					3.069
	13.702	12.091	12.169			37.962
	329					329
	139.838					139.838
	156.398	12091	12.169			181.198

- очекује да неке од његових обавеза буду плаћене касније у односу на најранији датум када се од ентитета може захтевати да изврши исплату (као што може бити случај са потрошачким депозитима у банкама);
- очекује да неке од његових неповучених сагласности за одобравање кредита не буду повучене;
- држи финансијска средства за која постоји ликвидно тржиште и која се могу одмах продати да би се задовољиле потребе ликвидности;
- искористио је олакшице за добијање кредита (на пример, олакшице комерцијалних записа) или друге кредитне линије (на пример, олакшице стенд-бај кредита) којима може приступити да би се задовољиле потребе ликвидности;
- држи финансијска средства за која не постоји ликвидно тржиште, али за која се очекује да ће створити приливе готовине (главнице или камате) који ће бити доступни за надокнаду одлива готовине за обавезе;
- има разноврсне изворе финансирања или
- има значајне концентрације ризика ликвидности, било у својим средствима или у својим изворима финансирања.

Управљање ризиком ликвидности захтева континуирано процењивање овог облика ризика, идентификовањем и праћењем промена извора

средстава потребних за остваривање пословних циљева. Циљ управљања овим ризиком је обезбеђење довољних средстава за измиривање свих обавеза о року доспећа. У ту сврху потребно је да се врши стално праћење рочне усклађености потраживања и обавеза и анализа очекиваних новчаних токова.

У наведеном примеру финансијска средства (181.356) имају већу вредност у односу на финансијске обавезе (181.198); међутим значајан ризик ликвидности представља неусклађена динамика прилива и одлива; на пример, доспела средства су мања од доспелих обавеза (156.398-99.421 = 56.977 хиљада динара), па је потребно изналажење решења за побољшање тренутне неликвидности (позајмице, краткорочни кредити и сл.)

У вези са тржишним ризиком<sup>4</sup>, ентитет обелодањује анализу осетљивости (ако ентитет припрема анализу осетљивости, као што је одређивање максималног потенцијалног ризика, која одражава међусобну зависност између променљивих ризика на пример, каматних стопа и девизних курсева) као и

- објашњење метода коришћеног у припреми такве анализе осетљивости и
- објашњење циља коришћеног метода и ограничења која могу имати за резултат да информације не одражавају у потпуности фер вредност средстава и обавеза о којима је реч.

4) Тржишни ризик се састоји од три врсте ризика: валутног ризика, ризика каматне стопе и других ризика од промене цене. Други ризици од промене цене могу да се односе на ризике, као што су ризик од цене капитала, ризик од цена робе, ризик плаћања (ризик да ће једна страна у трансакцији претрпети губитак зато што ће друга страна измирити обавезу касније или раније у односу на договор).

Варијабле ризика које су релевантне за обелодањивање тржишног ризика обухватају, али нису ограничене на:

- ефекат промене тржишних каматних стопа;
- девизне курсеве;
- цене инструмената капитала;
- цене робе на тржишту.

У вези са ризиком условљеним променом девизног куска, ентитет који има средства и/или обавезе исказане у страниј валути која је имала осцилације са материјално значајним ефектима, треба да обелодани следеће податке у вези са осцилацијама стране валуте:

- осцилације валуте (процентуални израз промене од почетка до краја године),
- ефекат те промене курса на добитак пре опорезивања и
- ефекат промене курса на износ нето средстава (капитал).

Исти подаци у напоменама треба да буду приказани и за претходну годину.

У вези са ценама инструмената капитала, ентитет који поседује инструменте капитала чија је тржишна вредност имала осцилације у извештајном периоду треба да обелодани ефекат тих осцилација. Ефекат чини да промена цене акција (од почетка до краја периода) буде процентуално изражена. То обелодањивање могло би да има следећи облик:

	%	( )	%	( )
	2009.	2009.	2008.	2008.
" " . .	+9	8	+9	10
" " . .	+11	14	+10	12
" " . .	+10	9	+8	8
" "				
. .	+12	10	+10	5
	+10	4	+11	2

Уколико ентитет не обелодањује анализу осетљивости, он обелодањује:

- анализу осетљивости за сваку врсту тржишног ризика коме је ентитет изложен, приказујући како би на добитке или губитке утицале промене релевантне варијабле ризика које су могуће на тај датум;
- методе и претпоставке коришћене приликом припреме анализе осетљивости; и

- промене из претходног периода у коришћеним методима и претпоставкама, као и разлоге таквих промена.

Уколико обелодањене анализе осетљивости не представљају верно ризик својствен финансијском инструменту (на пример, зато што изложеност на крају године не одражава изложеност током године), ентитет обелодањује ту чињеницу и разлог због кога сматра да анализе осетљивости нису репрезентативне. Таква ситуација настаје када анализа осетљивости није репрезентативна за ризик који је карактеристичан за конкретни финансијски инструмент. На пример, финансијска средства су неликвидна када постоји мали обим трансакција са сличним средствима.

### Закључак

Рачуноводствено евидентирање: признавање, вредновање, презентација и обелодањивање финансијских инструмената представља значајно подручје савремене рачуноводствене праксе. Финансијски инструменти су предмет интересовања не само менаџмента, већ и инвеститора (реалних и потенцијалних), ревизора, кредитора, адвокатских канцеларија и шире стручне јавности. Извештавање о финансијским инструментима отежава чињеница да су трансакције са финансијским инструментима често подложне великим осцилацијама. Унапређење начина извештавања о финансијским инструментима у складу са савременим потребама и околностима имало је два правца: један се односи на промене везане за њихово признавање и вредновање, а други на повећање захтева за обелодањивањем информација о финансијским инструментима у напоменама уз финансијске извештаје.

У смислу наведеног извршене су измене смерница МРС 39 и МСФИ 7, које се односе на признавање, вредновање и обелодањивање о финансијским инструментима поводом глобалне светске финансијске кризе. Пошто се очекује да ће ефекти глобалне светске кризе имати пролазан (а не трајан) карактер, измене су вршене у правцу давања могућности за рекласификацију финансијских инструмената из категорије финансијски инструменти кроз биланс успеха у финансијске инструменте намењене продаји. Крајњи циљ ових измена је давање могућности да се осцилације вредности финансијских инструмената који се држе у портфељу евидентирају на рачуну биланса стања (односно ревалоризационих резерви), а не преко рачуна биланса успеха. Крајњи циљ ових измена је избегавање исказивања негативног



резултата пословања код ентитета који у активи имају велику заступљеност финансијских инструмената чија вредност је била подложна осцилацијама у току године (обрачунског периода).

У нашој земљи, коју карактеришу недовољно развијено финансијско тржиште и релативно мало учешће финансијских инструмената у активи привредних субјеката, глобална светска криза (према проценама многих теоретичара и практичара из ове области) неће имати значајније ефекте. Очекивани ефекти се односе на угрожавање ликвидности, веће каматне стопе по кредитима, што ће дугорочно посматрано имати негативно дејство на динамику привредног раста. Утицај глобалне кризе на нашу земљу и друге земље у транзицији присутан је индиректно преко отежаног приступа земаља у транзицији међународном тржишту новца и капитала и недовољне стабилности страних извора усмерених ка кредитирању.

### Литература

1. *Међународни стандарди финансијског извештавања (IFRS) 2007*, Савез рачуновођа и ревизора Србије, Београд 2010;
2. Шошкић, др Дејан, *Хартије од вредности*, Економски факултет, Београд, 2007;
3. Група аутора, *Практична примена МСФИ у Републици Србији*, Савез рачуновођа и ревизора Србије, Београд 2008; СРРС,
4. Вуњак, др Ненад и Ковачевић, др Љубомир, *Финансијска тржишта и берзе* Економски факултет Суботица, 2009;
5. Крстић, др Јован, Кнежевић, мр Горанка „Рачуноводство финансијских инструмената – од историјских трошкова до концепта поштене вредности“, *Рачуноводство* 3-4, Савез рачуновођа и ревизора Србије, Београд 2004.
6. Price Waterhouse Coopers, *Financial Instruments*, 2008.

др Ђоко Н.  
МАЛЕШЕВИЋ<sup>0</sup>  
мр Зоран  
МАЛЕШЕВИЋ<sup>1</sup>

## Савремени третман пословне анализе у спознаји економије предузећа

### Резиме

Намера овог написа је подстицање домаће теорије и праксе на афирмацију изградње и коришћење система и методологије пословне анализе, као рационалног метода спознаје економије предузећа. Полазна премиса у расправи: наука о економији предузећа (економика предузећа) објашњава опште у тоталитету, а анализа испитује и оцењује – објашњава појединачно у општем ентитету.

Ослањајући се на генезу развоја економике предузећа и адекватну трансформацију анализе, изнета је аргументација у прилог правог третмана и потребе за усвајањем система и методологије пословне анализе (*Business Analysis*). Реч је о анализи која, у процесу испитивања и оцењивања пословне и развојне активности предузећа, генерише нефинансијске и финансијске информације, корисне за одлучивање.

Посебно је у расправи указано на потребу за коришћењем FAROUT система вредновања одабраних метода, техника и алата у процесу анализе, ради њихове валидности. Нарочито је корисно у стратешкој анализи.

**Кључне речи:** третман, пословна анализа, спознаја, економија, предузеће, вредновање, методе.

### 1. Основаност расправе

Транзиција (или трансформација) привредног система, начина управљања у привредним субјектима и њиховог организовања, наметнула је темељан заокрет у приступу економији предузећа. Његово испољавање је евидентно у „генези развоја економике предузећа“ и у том контексту разумевања: циљева, предуправљачких величина, квалитета економије, основних елемената ор-

ганизационог функционисања, могућности побољшања економије предузећа.

Прихватање у теорији и пракси концепта менаџмента усмерило је научну и стручну литературу између других битних одредница „менаџерске економије“ и на савремено схватање и третман кључних функција за подршку целесходном управљању економијом предузећа. Посебно се наметнуло питање интеракцијских односа: **планирање – анализа – контрола** у систему управљања предузећем. Историјски след

0) Редовни професор Економског факултета Универзитета у Новом Саду

1) Агробанка, Суботица

показује да су планирање, анализа и контрола увек схватани и организационо тетирани као претпоставке за битне под-функције подршке функцији управљања са међусобном чврстом повезаношћу. Наиме, планирање је оријентисано ка жељеном деловању, контрола ка утврђивању одступања, анализа ка испитивању и оцени узрока одступања и избора могућих решења за корекцију плана. Очито, почетна разграничења међу овим функцијама подршке управљања су јасна. Међутим, повећање комплексности управљања компанијама у глобалној економији знатно омекшава „чврсте границе“ међу датим функцијама управљања. Тако се у литератури, неретко, истичу планирање, контрола и информисање као кључне функције управљања. Анализа се утапа у контролу која се скоро „издиже на ниво управљања“ - под називом „управљачка контрола“. Ипак, основано је истаћи да се у нашој научној и стручној литератури **не поклања неопходна пажња планирању и пословној анализи**. Ретки су написи о анализи, изузев „анализи биланса“ и планирању, о коме се скоро и не пише.

Овакав приступ анализи доминира у рачуноводственој теорији и пракси и финансијском менаџменту, закупљеном примарном бригом: (а) власничким интересом над капиталом, (б) рационалним улагањем капитала и ризиком од његовог повраћаја и (в) профитом као кључним извором повећања капитала и богатства власника капитала. Преферирањем ових одредница целисходности пословне и развојне активности предузећа „у подршци управљању предузећем односно његовој пословној и развојној активности“ указује се на то да није страна улога „рачуноводственог подсистема“ у систему управљања, али делује недовољно јасна његова обједињеност, јер се рачуноводство у нашој теорији дели на: „финансијско рачуноводство“, „трошковно рачуноводство“ и „управљачко рачуноводство“.

Обједињавање свих релевантних функција као елемената (подсистема) подршке систему управљања је питање које закупа научну и стручну литературу из ове области. У том контексту **контролинг** се истиче као најновији одрживи исказ могуће обједињености свих

функција за подршку управљању са **синергетским ефектом**. При томе се контролингом хомогенизују инструменти, институционална решења и циљеви, уз одржање специфичности циљева, предмета, метода, задатака планирања, анализе, контроле, рачуноводства, информисања.

Истицање **темељне парадигме** да се рационално одлучивање мора темељити на синергетском ефекту нефинансијских и финансијских информација, указује на на нужну афирмацију „**пословне анализе**“ (**Business Analysis**) која предметно обухвата „техно-економску анализу“ и „финансијску анализу“ односно „анализу финансијских извештаја“. Дакле, пословно одлучивање се не може темељити само на финансијским информацијама о **последицама** исказаним у финансијским извештајима. Оно се мора темељити и на сазнању односно нефинансијским информацијама о **узроцима** који стварају те последице у материјалним, енергетским токовима пословне активности и ефикасности коришћења расположивих ресурса, те позиционирању предузећа на тржишту. У том контексту, нарочито је актуална стратешка анализа и анализа конкурентности предузећа.

## 2. Генеза промена економике предузећа и трансформација анализе

Ако се економика предузећа схвати као анатомија пословних система које организује и којима управља човек у својој општости (тоталитету); онда је она исходниште начина резонавања о економији предузећа – приступно: специфичностима теоријско-методолошких дисциплина диференцирају се на основу садржаја економике предузећа.

Наиме, кључним одредницама промена економике предузећа сматра се одређење: (а) циљева предузећа, (б) управљачки оријентисаних величина, (ц) критеријума вредновања оптимизације ефеката, (д) квалитета економије, (е) могућности побољшања квалитета економије.

Развојне фазе науке о економији предузећа и њене битне одреднице приказане су у следећем прегледу, такође идентификованом и назначеном у литератури<sup>2</sup>:

			( )	

2) Опширније Ј. Тинтор: *Пословна анализа*, „Масмедиа“, Загреб, 2009; стр. 135-226. (наведено према немачким ауторима Berlinguer В. и Ebrt G. - делимично модификовано)

		( )		/

**Трансформација анализе** се у складу са назначеним променама економије може дефинисати са аспекта: (а) назива анализе, (б) одређивање предмета или садржаја проучавања анализе, (ц) оријентације анализе у сазнању „ex post“ или „ex ante“, (д) избора метода и техника анализе.

У развоју фаза економије предузећа је аргументација еволуције, односно генезе развоја пословне анализе од:

- а) **техничке или техно-економске анализе** процеса пословања остварених активностима пословних функција: набавке, продаје, развоја и других; при чему се посебно издваја анализа биланса у функцији и улагања капитала;

- б) **анализе пословања** која обухвата анализу економске ефикасности и пословних функција, али посебно одвојену анализу биланса, у истом смислу;
- ц) **економске анализа пословања** која укључује и финансијску анализу;
- д) **пословне анализа** која обједињује синергетски економски и финансијски аспект анализе пословања, раста и развоја предузећа-продукујући нефинансијске и финансијске информације за пословно одлучивање.

Ове констатације илуструје следећи табеларни приказ<sup>3)</sup>:

		( )		
				(Business nalysis)
			+	+

3) Делимично допуњено, према др Ј. Тинтор *Пословна анализа*

/	Ex post	Ex post	Ex ante	Ex ante Ex post
	( )	+ ( )	+	+

Из прегледа је видљиво како је анализа пословања, у складу са променама и развојем економике предузећа и менаџмента, формулисала своју теоријску схему и конципирала мерне процедуре, трансформишући се у „Пословну анализу“ која обухвата економску и финансијску анализу.

### 3. Управљачка анализа и пословно одлучивање

У фокусу управљања је пословно одлучивање које је суштина управљања предузећем. Пословно одлучивање се темељи на генерисању знања у виду селектованих пословних информација које продукује пословна анализа. Прихватање ове научне и практичне чињенице упућује на следеће констатације:

1. Анализа је једна од релевантних подфункција које структурирају функцију управљања, односно један од подсистема управљања и подршке менаџменту. Ту, неретко у литератури, преферирају: планирање, контрола, информисање. Међутим, уз контролу се додаје анализа, иако се посебно не истиче, али и не испушта из вида и ревизија, а посебно се даје значај рачуноводству као извору информација. У тој системској целини посебан значај се приписује **креирању релевантних и поузданих информација, корисних** за доношење **пословних одлука** менаџмента. У овом контексту се неминовно намеће питање: јаснијег разграничења анализе од контроле, ревизије од планирања.
2. Интензитет и правац научних и стручних напора усмерен је ка дефинисању и организационом уобличавању **централног информационог система** који обједињује, на рационалан начин, све наведене подсистеме система управљања. Ту се појављује потреба, макар и покушаја, дефинисања места, улоге и значаја пословне анализе у подршци управљању.

3. Управљање процесом анализе у циљу генерисања потребног сазнања – информација које захтевају корисници ради одлучивања, подразумева афирмисање пословне анализе и популарисање напредних метода стратешке анализе.

Прва констатација се потенцира у научној и стручној литератури и пракси прихватањем менаџерског схватања управљања предузећима. Потом, истицањем значаја контроле, често називане „управљачка контрола“ која је синоним контролинга, не одвајајући је од класичног схватања и функционисања контроле у предузећима. Ревизија је код нас новина, али сада већ и незаобилазна активност у предузећима. Она јесте вид „контроле“ боље речено „интерног“ и „екстерног“ надзора, али са специфичном улогом, методама и усмереним предметом активности.

Заједнички предмет проучавања и практичне активности: контроле, ревизије и пословне анализе јесте пословање, раст и развој предузећа, уопштено речено – испитивање и оцењивање пословања и могућности унапређења економије предузећа. Ипак, битне разлике у активности контроле, ревизије и анализе постоје у: (а) постулираним принципима деловања, (б) методама и техникама испитивања и оцењивања, (ц) начинима деловања, (д) предмету и врсти истаживања и (е) субјектима (извршитељима) активности.

Што се, пак, разрешавања недоумице у другој констатацији тиче: пословна анализа – пословно информисање – пословно одлучивање, ослонићемо се на следећу парадигму:

- I. Коначно ефектуирање анализе је смишљено (научно и стручно) профилираним релевантним и поузданим информацијама које су основа за рационално доношење пословних одлука.
- II. Анализа је интегрална подфункција функције управљања која је у директној интеракцијској спрези са свим релевантним другим подфункцијама функције управљања, односно, подсистемима система управљања.

За њихову илустрацију дајемо следећи табеларни приказ:

-			
( )	( )		( )
	( ) ;		, ; ,
		,	,
	;	;	( ) ;
( )			

III. Анализа је крајњи филтер и кључни селективни извор напајања информационог управљачког система потребним информацијама за одлучивање на свим нивоима менаџмента: (а) Top Manager (Генерални менаџер), (б) Middle Manager (Секторски менаџер), (ц) Lower Manager (Погонски менаџер) и других интересената и пословних партнера.

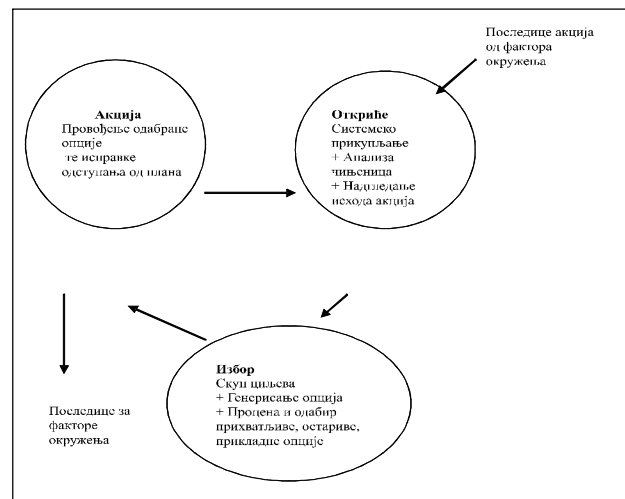
IV. Избор информација које се достављају менаџменту и другим корисницима ради пословног одлучивања, анализа темељи на принципу **функционалности информација**, или компетенцију надлежности у доношењу пословних одлука. Поједностављено, важи правило креирања и селекције пословних информација: „**свакоме своје, а не све свима информације**“.

V. Ваља јасно разликовати фазу истраживања – **анализе, од фазе информисања**.

У процесу одлучивања има се у виду рационалност **открића – избора – акције**. „Откриће је процес системског прикупљања објективних чињеница и њихова анализа. Тиме се ствара основа за избор. Избор је одабир циљева учинака, генерисање опција како би се ти циљеви остварили те оцена и одабир прихватљиве опције као дугорочног плана“<sup>4</sup>.

Исходи акција одступају од планираних вредности, односно намера, па се откривање, такође протеже и на надгледање односно контролу којом се теже исправљају одступања и предузимају активности како би се организација, или, пословна активност вратила у оквире плана.

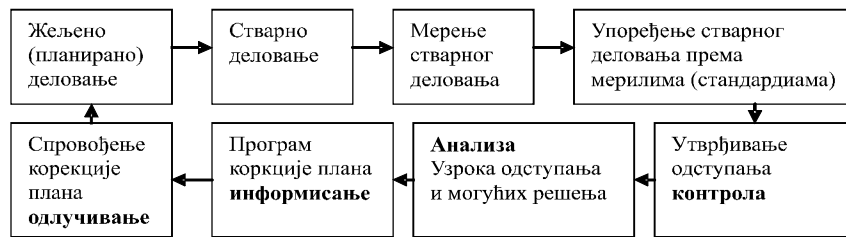
Илустративно тај кружни процес приказује Слика 1<sup>5</sup>



Крећући се по овој картици, менаџери долазе до сазнања о насталим променама које захтевају промену циљева и планова жељеног остварења пословне активности и резултате предузећа, односно могућности даљег раста и развоја предузећа.

4) R.D. Stacey: „Strateљki menadћment i organizacijska dinamika“, prevod „Mate“ – Zagreb, 1997. str 26/27

5) Ibid, str.27.



Улога и функционисање анализе још јасније се уочавају у систему повратне везе „управљачке контроле“ (контролинга), Слика бр. 2<sup>6</sup>.

Очигледно, анализа се својом активношћу и деловањем испољава на релацији

ПОРЕМЕТАЈ (ОДСТУПАЊЕ) → УЗРОК → АНАЛИЗА → ДИЈАГНОЗА → ТЕРАПИЈА

Трећа констатација се односи на објективну потребу унапређења пословне анализе и едукацију аналитичара, нарочито у нашим предузећима (компанијама). У научној литератури код нас мало се пише и расправља о темама које унапређују пословну анализу и афирмишу аналитичку професију у пракси. Још мање је позната аналитичка пракса и признатост стручњака у тој области у нашим компанијама.

Наше искуство и, макар, ограничени, увид у развој и управљање процесом пословне анализе у домицилним компанијама – указује на њену организациону и методолошку недефинисаност. Пословна анализа фактички, системски и организационо не постоји, док „финансијска анализа“ или боље рећи „анализа финансијских извештаја“ се упражњава у склопу рачуноводства, по познатој концепцији „утабаног пута“. Истина, неке методе или тачније сегменти пословне анализе се користе у активностима маркетинга, продаје, производње и других функција.

Истраживања управљања анализом у привредно развијеним земљама показују да анализа није међу најпопуларнијим темама код дискусија, нарочито о стратегији и конкурентској способности компанија. Разлози који се истичу као битни узрочници наводе се<sup>7</sup>:

- 1) Анализирање је компликовано и за већину стручњака економско-финансијског профила непријемчиво. Наиме, данас у убрзаном дигитализованом свету „мно-го је лакше прикупити масу података не-

го измислити шта да се ради са њима“ - како их тумачити;

- 2) Вештина анализирања се, истина, стиче кроз искуство и раст знања, али „стручност у њој захтева степен урођене способности и креативности“. Како то постићи у нашој пракси, ако је аналитичка едукација кадрова запостављена у образовању, а у пракси одгурнута у домен класичне контроле;
- 3) Постоји мало оквира/шаблона за разумевање компонената анализе стратегије и конкурентске способности компанија. Отуда и мали број стручних професионалаца-аналитичара који могу објаснити: “Како се успешно управља анализом на основу ефикасности, ефективности и корисности“.

Постоји неколико обележја која се и у релевантној иностраној научној литератури наводе као наговештаји зашто се процесима анализирања (односно анализом) не управља прикладно:

- 1) **Коришћење утабаног пута** при употреби алата и техника анализе. Суштина је у томе што се користе познати (стандардизовани) оквир анализе уз примену истих метода и техника (алата) без обзира на пројекат. То је у супротности са „принципом да у овом неизвесном, стално мењајућем свету, аналитичар треба узети у обзир безброј модела како би се обезбедила вредност“<sup>8</sup> анализом генерисаног знања које задовољава потребе доносиоца одлука и организације.
- 2) **Заслепљеност упоређивањем** – доминирајућем у вршењу анализе на основу историјских података и финансијских односа. То је примарна пракса тзв. „рачуноводствене анализе“ или „анализе финансијских извештаја“. У најбољем случају овакве анализе аналитичару

6) Делимично модификовано према: Mayer E. Controlling als Firungskonzept, стр. 35.

7) Видите опширније: Fleisher S. C., Bensoussan E. B.: Business and Competitive Analysis, PEI, USA, 2003, стр. 22.

8) Ибид, стр. 23.

- омогућавају уочавање јаза између одабраних група података или организација које се упоређују у односу на реперну групу података и организацију, али не помаже аналитичару у објашњавању разлога зашто тај јаз постоји и како га отклонити.
- 3) **Прикладност података за анализу** – у питању су подаци које аналитичари имају на располагању, наспрам података које би требало да имају. Проблем је у томе што ће аналитичари приметити алате и технике анализирања примерене подацима, које нису усредсређене на анализу која одговара захтевима корисника за генерисаним знањем (информацијама) из процеса анализе које се заправо тражи. То је посебно типично када се од рачуновођа траже анализе, а они обезбеђују податке који одражавају само „управљање финансијама, односно капиталом и профитом“.
- 4) **Образовање аналитичара** је претежно оријентисано на финансије и рачуноводство – пружа само „стандардизоване нацрте тј. упутства за праћење“ и финансијску анализу односно анализу финансијских извештаја. То је, без сумње, потребно и корисно, али недовољно за анализу стратегије и конкурентске способности компанија, што је немогуће без знања из пословне анализе. „Пословна анализа се разликује од рачуноводствене, као и стратегија од рачуноводства“<sup>9</sup>.
- Стратешко управљање компанијама прихваћено и утемељено у управљачкој (менаџерској) науци о економији привредних субјеката подразумева:
- 1) стратешки начин управљања заснован на поузданој мисији и визији опстанка у расту и развоју компанија;
  - 2) одржавање и перманентно јачање стратешке позиције и конкурентске способности компанија као примарног циља увећања вредности максимизовањем профита и минимизовањем трошкова на дужи рок;
  - 3) интеграцију окружења у компанију и компаније у окружење флексибилном адаптивношћу;
  - 4) унутрашњу ефикасност и спољашњу ефективност у окружењу;
  - 5) развој нових ресурса и конкурентности;
  - 6) системско и перманентно откривање неискоришћених потенцијала и креирање нових.
- Већ и ове одреднице, поред других, јасно упућују на неминовност развијања и примене ширег концепта анализе – пословне анализе (Business Analysis) у оквиру које значајно место има „стратешка анализа“.
- Претходна разматрања јасно указују на нужност афирмације управљачке анализе и улоге професије аналитичара у експертској подршци менаџмента. То, још експлицитније, потврђују следеће констатације:
- 1) Из искуства се зна да се привреда данас и у будућности не може разумети ако се не располаже **системским методом анализе**<sup>10</sup>.
  - 2) **Анализа је уметност трансферисања података у информације** (генерисано знање процесом анализе) корисне за доношење одлука<sup>11</sup>.
  - 3) Клијенти који доносе одлуке односно доносиоци одлука треба да **користе само анализиране податке** ради управљања конкурентским одлучивањем, планирањем и предстојећим акцијама.
  - 4) Анализа треба да подлеже и буде **интегрални део сваке битне конкурентске и стратешке одлуке** у организацији.
  - 5) Истицање неопходности **генерисања обједињених нефинансијских и финансијских информација** као нужне (суштинске) подлоге за доношење одлука, недвосмислено указује на обједињеност економске и финансијске анализе у оквиру пословне анализе (Business Analysis).

9) Видети: *ibid*, стр. 23.

10) Видети опширније: Paul A. Samuleson, Hordhaus V., *Ekonomija*, Mate, Zagreb, 2009.

11) Видети опширније: Van Horne C.J., Washowicz J.M.: *Основи финансијског менаџмента*, Накладничка књига, Загреб, 2002. год.



#### 4. Приступ избору и коришћењу адекватних метода стратегијске анализе

Да би методологија анализе могла рационално и успешно разрешити фокусиране проблеме, она мора бити способна да их разреши у датом, појединачном случају<sup>12</sup>. За успешност примене одабране методологије веома је важан избор и коришћење адекватних метода односно алата и техника у процесу анализе. Методе, алати, технике, су инструменти који се користе у процесу анализе да би се дошло до истине – сазнања које генерише анализа у виду одабраних информација корисних за одлучивање.

Бројне су методе или алати и технике (како се у литератури чешће називају) које су на располагању аналитичарима: за интерну и екстерну анализу, за анализу *ex post* и анализу *ex ante*. Одабир одговарајуће методе и технике, у литератури се истиче као један од најтежих задатака аналитичара, и због тога што су менаџери мишљења да они који користе прави алат остварују успех, али и препознају да су многе методе и технике прецењене, неодговарајуће или понављајуће те да не дају очекиване резултате. Стога, одабир неадекватних метода, алата и техника анализе и коришћење само подесних података доводе до некорисних информација, незадовољства менаџера и других доносилаца одлука и, коначно, кратке каријере аналитичара.

Методе и технике су нарочито важне у већим стратегијским конкурентским аналитичким процесима. Управо постојање већег броја метода и техника за стратешку анализу и анализу конкурентске способности компанија, те креирање и појава нових – пружа могућност аналитичарима да преферирају оне које могу адекватно и ефикасно користити. Управо, могућност избора више метода, алата и техника примењених на адекватан начин пружају аналитичарима и компанији (организацији) следеће користи<sup>13</sup>:

- 1) **Боље разумевање релација повезаности и стања.** Суштина је да комбинација алата и техника аналитичару омогућава да постави питања која се односе на „шта, како, ко, где“ и најбитније „зашто“. Тим питањима се смањује могућност пропуштања значајних елемената анализе;
- 2) **Првобитно фокусирање аналитичара на податке и чињенице.** Неке технике су високо квалитативне, друге високо

квантитативне. Свака од њих захтева од аналитичара да одржи ваљаност података који чине основ анализе. Чињеница да свака техника анализе захтева адекватне и валидне чињенице у старту примене неретко обесхрабрује употребу мишљења, веровања и осећања ефикасне примене без основа;

- 3) **Подстиче напоре ефикасног прикупљања података.** Дефинисањем питања на која у процесу анализе треба дати одговор, аналитичар се може одредити за најкорисније технике анализе. То му, такође, помаже у рационалном избору и прикупљању података, те управљању процесом анализе, уз смањење вероватноће да ће време и ресурси бити потрошени на сувишне и непотребне информације;
- 4) **Охрабрује аналитичара на строгост.** Многе технике терају аналитичара да узме у обзир шири и дубљи опсег могућности него што би он сам реализовао. Наиме, у питању су технике које захтевају вишеструке кораке који заузврат захтевају више проверавања између ових корака. То онемогућава исхитрене анализе уз примену само подесних одлука, лоше организоване информације – што не задовољава доносиоце одлука;
- 5) **Тера аналитичара да размишља критички.** Аналитичари при избору одређених метода и техника анализе морају узети у обзир користи и ограничења која битно утичу – специфично на податке која су основ анализе и информације које се стварају у процесу анализе. То аналитичару помаже у припреми анализе уочавања које ће бити веродостојна критичком испитивању захтевних доносиоца одлука;
- 6) **Промовише проактиван приступ анализи.** Већина техника захтева од аналитичара да узме у обзир опције и њихову релативну корист пре употребе. Употреба критеријума одабира, ради избора најбоље методе, технике за одређене изазове, подстиче аналитичара да мисли унапред, у смислу потребних података и резултата које ће свака метода и техника дати. Ово, такође, помаже у вредновању прикладности при дефинисању питања на која се очекују ваљани одговори у процесу анализе.

12) Видети опширније: Тинтор Ј.: *Пословна анализа*, Масмедиа, Загреб, 2009.

13) Fleisher S.C., Bensoussan E. B.: *Strategic and Competitive Analysis*, PEI, USA, 2009, стр 77.

Генерисано знање процесом анализе, преточено у релевантне и поуздане информације, треба да задовољи потребе доносиоца одлука и организације – темељно је начело (принцип) валидне анализе. Стога, успешан аналитичар мора да зна „које ће знање из одабраних и употребљених метода или техника користити“. Мада су ови принципи, који се наглашавају у литератури јасни, ипак постоји низ објективних тешкоћа и ограничења која чине одговорност аналитичара много тежом у пракси. То је нарочито изражено у стратешкој анализи и анализи пословне конкурентности компанија. Из праксе управљања стратешким и пословним аналитичким пројектима, у привредно развијеним земљама, неки аутори истичу схватање о ограниченом броју кључних разматрања заједничких за све употребљиве анализе. При томе се има виду више метода или техника које се користе за:

- а) **идентификовање проблема, проналажење најбоље опције решења, и**
- б) **вредновање или оцењивање алтернативних опција решења.**

У том контексту поставља се кардинално питање: који приступ је јединствени концепт намењен аналитичарима да изаберу одговарајуће методе и технике или њихове комбинације које одговарају датој ситуацији, односно специфичностима датог проблема који је предмет анализе? Аутори Fleisher и Bensoussan су развили један од новијих приступа односно концепата, намењен аналитичарима који називају FAROUT систем. Реч је о акрониму сажетом од енглеских назива карактеристика FAROUT система: future orientatation, accuracy, resource efficiency, objectivity, usefulness, timeliness.

FAROUT СИСТЕМ<sup>14</sup> за управљање стратешком и пословном анализом је изграђен да помаже аналитичарима у откривању и избору оптималних метода или техника анализе, прикладних за сваку ситуацију односно управљање њиховим изазовима. Сазнање да постоји „ограничен број кључних особина заједничких за све резултате анализе високе вредности“ омогућило је аналитичарима да развију FAROUT систем заснован на следећој претпоставци: да би **резултат анализе обезбедио вредност за доносиоца одлуке** у пословању, треба да буде:

- оријентисан на будућност (Future orientation),
- тачан (Accuracy),
- ресурсно активан (Resource efficiency),

- користан (Usefulness),
- правовремен (Timeliness).

Фактички, наведене карактеристике су **критеријуми** којима се вреднује генерисано знање – резултат проистекао из процеса анализе. Неуспех у испуњавању ових критеријума на задовољавајућем нивоу даје резултат анализе који не доноси вредност доносиоцу одлука. То је суштина коришћења FAROUT приступа процесу анализе.

**Оријентација на будућност** је битан критеријум вредновања резултата анализе, јер су све добре методе анализе стратегије и конкурентске способности оријентисане на будућност, а не на прошлост. Познато је да прошлост може бити веома опасан и нетачан пророк будућности. Садашњост и будућност у савременом глобално променљивом и динамичном привредном амбијенту има мало заједничког са прошлошћу. Отуда и информисање из анализе мора бити далековидо по ширини и дубини у неизвесној будућности, предвидљиво и довитљиво уз прихватљиве ризике.

**Тачност или прецизност** је карактеристика и критеријум вредновања резултата анализе са високим степеном тачности. Перфектна тачност је теоријска опција, тешко је остварљива у пракси, нарочито ако подаци који подлежу анализи:

- долазе из једног извора,
- нису поткрепљени тврдим или меким информацијама,
- треба да се претворе на начин на који нису првобитно предвиђени,
- проистичу из извора високог нивоа пристрасности.

У том случају се мање поклања пажња овом критеријуму вредновања резултата анализе, ослањајући се више на осталих пет критеријума FAROUT система.

**Ресурсна ефикасност** је критеријум по коме се користе примарни извори података (људски интелект) који утичу на тачност, али је важно открити шта треба извући из примарних извора, што захтева више способности и разумевања. Наспрам тога, користе се подаци и из секундарних извора.

14) Fleisher S. C., Bensoussan E.B.: *Strategic and Competitive Analysis*, PEI, USA, 2003., стр.24.

Ове базе података могу дати већу тачност односно прецизност и правовременост, али нису оријентисане на будућност, па могу бити скупље. Да би анализа била ефикасна, подаци треба да се користе из извора који мање коштају од добијеног аутопута и да не захтевају много времена за прикупљање како не би утицали на застаривање информација до доношења одлука.

**Објективност** је критеријум по коме успешна анализа мора да смањује деструктивни потенцијал аналитичких предрасуда и предрасуда оријентисаних на одлучивање. Познато је да су многе добре анализе засенчиле спознајне или друштвене предрасуде, у распону од пређашњих до скорашњих доступности или заокупљености ризицима и неизвесношћу.

**Правовременост** је критеријум по коме анализа која генерише знање, доставља га у виду информација за одлучивање у довољно прихватљивом времену за које организација може да имплементира правац деловања који анализа предлаже. Многе пословне информације или конкурентни подаци имају ограничен век употребе, поготово данас када се одлуке, утемељене на аналитичким информацијама, доносе у динамичком, хиперконкурентном и убрзаном окружењу. Аналитичар мора стално имати на уму да ће време које троши на анализу помоћи или одмоћи у употреби резултата – информација анализе од стране доносиоца одлука, јер, што су те информације дуже недоступне одлучивању, оне застаривају и губе на вредности.

Свака метода анализе има јединствена ограничења која се умножавају при постављању у одговарајући организациони контекст. Коришћење FAROUT система омогућава аналитичару комбиновање прикладних алата анализе ради максимизовања вредности знања, а на основу примене скале процењивања у распону од 1 (ниско) до 5 (високо). Свака техника се вреднује на основу шест критеријума FAROUT система, те ће се стога оптимално анализа кретати од садашњости ка будућности и биће тачна, ресурсно ефикасна, објективна, корисна и правремена. Циљ у пружању FAROUT оквира је потпомагање аналитичара у добијању резултата на основу различитих метода анализе, ради обезбеђења високе вредности извештавања.

Ако се резултат добијен из анализе заснива на свих шест карактеристика, аналитичари и доносиоци одлука могу бити сигурни да ће знањем направити селекцију резултата, на шта указује скала критеријума и вредновања у распону од 1 до 5<sup>15</sup>:

1	5
1	5
2	( 5 )
1	5
	5
5	1

„Управљање анализом пословних и конкурентских података је тешко и не постоји књига ни софтвер на тему „како постати аналитичар на 10 минута“ која би могла заменити добру равнотежу између науке и креативности“. Успешна анализа се не заснива на једној методи или устаљеној техници. Она се заснива и продукује вредност резултата – информација у коришћењу више метода и комбинацији више алата и техника чији рационалан одабир аналитичар мора обезбедити коришћењем FAROUT приступа односно система. При томе, ипак треба имати у виду да свака метода анализе има јединствена ограничења која се умножавају при постављању у одређени организациони контекст.

Методе и технике интерне анализе су познате и углавном стандардизоване, а њихову ефикасност коришћења опредељују усвојени систем и методологија пословне анализе унутар организације компанија.

Проблем је у избору ефикасних метода и техника које се користе за потребе екстерне

15) Извор: Fleisher S. C., Bensoussan E. B.: *Strategic and Competitive Analysis*, PEI, USA, 2003. стр. 25.

**Случај 1: Анализа конкурентске позиције**

	4	:	• „BCG“ /
	4	:	•
	4	:	•
	4	:	•
	4	:	• „GE“
	5	:	• „SWOT“
	3	:	•

**Случај 2: Анализа добитка/губитка**

	4	/:	•
	3	:	•
	4	:	•
	4	:	•
	4	:	•
	5	:	• „SWOT“
	2	:/	•

компаративне анализе на релацији: **компанија – окружење**. Већ је истакнуто да их има више (у литератури се помиње око 100), од којих су неке развијене у пракси и објашњење у теорији, а неке је продуковала добра аналитичка пракса.

За илустрацију FAROUT система одабрани су случајеви:

- 1) анализе конкурентске позиције, и
- 2) анализе добитка/губитка.

### 5. Закључак

Разматрање теме чланка указује на следеће закључке.

Прво, управљање променама развоја економије предузећа, те њима примерна генеза промена економије предузећа и трансформација анализе – утемељују неопходност усвајања система пословне анализе (Business analysis) оријентисане на спознају економије предузећа у целини „ex post“ и „ex ante“.

Друго, спознаја економије предузећа, односно испитивање и одређивање квантитета и квалитета остварене пословне активности, раста и развоја у датом текућем периоду и пројекција у будућем периоду – нису могући без „изграђеног и усвојеног система и методологије пословне анализе“.

Треће, преферирање само система „анализа биланса“ (анализе финансијских извештаја) генерише само финансијске информације које нису довољне за валидно одлучивање без нефинансијских информација.

Четврто, анализа треба да подлеже и буде интегрални део сваке битне пословне одлуке. То значи да доносиоци одлука треба да користе само анализирани податке из којих се генерише знање и обликује у информације ради управљања пословним одлучивањем, планирањем и предстојећим акцијама.

Пето, развој и коришћење напредних комплексних метода „стратешке анализе“, као што су: SWOT анализа, Benchmarking анализа, SPACE MATRIX анализа и друге методе, технике и алати, претпостављају вредновање FAROUT сис-

темом. Наиме, анализа мора бити FAROUT концептирана да би дала најбољу равнотежу елемената у примени овог система.

### Литература

- 1) Fleisher S.C., Bensoussan E. B.: *Strategic and Competitive Analysis*, PEI, USA, 2009.
- 2) Phillip O'Regan: *Financial Information Analysis*, John Wiley/Sons Ltd.
- 3) Samuelson Paul A., Nordhaus V.: *Ekonomija*, MATE, Zagreb, 2009.
- 4) Stecey D.R.: *Strateški menadžment i organizacijska dinamika*, MATE, Zagreb, 1997. (превод)
- 5) Van Horne J.C., Wachowicz J.M.: *Osnovi finansijskog menadžmenta*, MATE, Zagreb, 2002.
- 6) Ziegenbein K.: *Kontrolling, RRI F – plus d.o.o.*, Zagreb, 2008.
- 7) Kaplan Publishing, Званични приручник за професионалну квалификацију: *Финансијски менаџмент и контрола*, СРРС, Београд, (превод), 2007.
- 8) Малешевић Ђ., Чавлин М.: *Пословна анализа*, ФИМЕК, Нови Сад, 2009.
- 9) Малешевић Ђ.: „Реафирмација пословне анализе кључног инструмента креирања информација за пословно одлучивање“, Зборник радова 41. симпозијума, Златибор, 2009.
- 10) Popović Ž, Vitezić N.: „Revizija i analiza – instrumenti uspešnog donošenja poslovnih odluka“, izdavač Hrvatska zajednica računovođa HZRI RD, Zagreb, 2000.
- 11) Pučko D.: *Analiza poslovanja*, E.F. Ljubljana, 2005.
- 12) Tintor J.: *Poslovna analiza, „Masmedia“*, Zagreb, 2009.

[www.ima.org](http://www.ima.org)

[www.controllingportal.de](http://www.controllingportal.de)

[www.my-controlling.de](http://www.my-controlling.de)

[www.kontrolin-rs.org](http://www.kontrolin-rs.org)

Снежана  
КНЕЖЕВИЋ\*  
Марко  
ФАБРИС\*\*

## Управљања обртним средствима и краткорочним обавезама

### Резиме

*Динамичан развој светске привреде и раст конкуренције током последњих неколико деценија наметнули су предузећима императив да се константно усавшавају и оптимизују све сфере свог пословања. Управљање обртним средствима и краткорочним обавезама једна је од значајних димензија управљања која представља ефикасан начин повећања вредности предузећа. Ослобађање „заробљених“ обртних средстава има директан и видљив утицај на пословање кроз раст конкурентности и профитабилности, као и смањење захтева за финансирањем.*

**Кључне речи:** обртна средства, управљање, ефикасност, анализа

### Увод

Појавом глобалне економске кризе управљање финансијама постаје широка преокупација менаџера свих привредних субјеката. Криза је иницирала велике промене у пословном окружењу које су се у различитом интензитету рефлектовале на следећи начин: (1) повећан број ликвидираних предузећа, (2) опште смањење тражње, (3) отежано задуживање, (4) раст ценовне конкуренције, (5) раст неликвидности, (6) нестабилност цена, (7) отежано предвиђање кретања девизних курсева и камата.

Пословање у измењеним, отежаним околностима захтевало је од менаџера предузећа проналажење и примену ефикасних мера које ће омогућити

предузећу опстанак. С обзиром на чињеницу да је задуживање код финансијских институција постало отежано, наметнуло се као логично решење да се активности менаџера фокусирају на интерне изворе у смислу изналагања активности за оптимизацију обртног капитала, односно активирања интерних ресурса предузећа. Поред тога, важно је напоменути и познату чињеницу да приходе диктира и одређује тржиште, а расходе (улагања) рационализује предузеће, као и да постоји значајан број предузећа која су остварила висок профит, али су завршила у стечају због неликвидности и инсолвентности, при чему је један од кључних узрока било неадекватно управљање обртним капиталом. Постоје различите дефиниције обртног капитала, а за потребе наше анализе дефинисаћемо га као разлику између краткорочних средстава и краткорочних обавеза.

\*) доцент Факултета организационих наука Универзитета у Београду

\*\*) финансијски саветник, PwC Consulting, Београд

Краткорочна средства најчешће се класификују у три групе:

- залихе,
- готовина и готовински еквиваленти,
- остала краткорочна средства, пре свега потраживања од купаца.

Најзначајнији елемент краткорочних обавеза свакако су обавезе према добављачима.

Адекватан ниво оперативне готовине остварује се довољно ефикасним управљањем кључним компонентама обртног капитала, а то су: 1) залихе, 2) потраживања од купаца и 3) обавезе према добављачима.

### 1. Управљање залихама

Оптимизација залиха захтева претходну идентификацију односно поделу свих залиха на следеће основне групе:

- 1) залихе материјала и сировина;
- 2) залихе недовршене производње и готових производа;

- 3) залихе робе; и
- 4) залихе резервних делова\*\*\*.

Процес оптимизације залиха биће приказан кроз шест активности обухваћених графиконом 1.

#### Попис залиха

Честа грешка у покушајима предузећа да изврше оптимизацију нивоа залиха је што програм оптимизације отпочне пре него што је реално сагледано шта је објективно расположиво у магацину и колика је вредност залиха. Информација о стварном квантитативном и квалитативном стању залиха може се добити детаљним пописом у коме ће учествовати квалификовани кадрови који су у могућности да процене вредност залиха у складу са Међународним рачуноводственим стандардом 2 – Залихе. Према овом стандарду, вредност залиха\*\*\*\* у финансијским извештајима се исказује по набавној вредности или цени коштања, односно нето продајној вредности, ако је нижа. Нето продајна вредност је процењена продајна цена у убичајеном току пословања, умањена за процењене



Графикон 1 - Активности оптимизације нивоа залиха

\*\*\* Видети: Subramanyam K. R., Wild J. J. „Financial Statement Analysis“, McGraw Hill, New York, 2009, стр. 540-542

\*\*\*\* Детаљније видети: Horngren C. T., Harrison Jr. N. T. „Financial and Managerial Accounting“, Pearson Prentice Hall, New Jersey, 2008, стр. 316-355.

трошкове довршења производње и процењене неопходне трошкове продаје.

Спровођењем пописа, односно вредновањем и анализом залиха омогућава се добијање следећих информација:

- 1) количина и вредност залиха које имају употребну вредност за предузеће;
- 2) количина и вредност залиха које немају употребну вредност за предузеће али имају тржишну вредност;
- 3) количина залиха које немају ни употребну нити тржишну вредност.

#### *Продаја или отпис залиха*

Након спроведеног пописа и анализе, предузеће ће имати јасну слику о томе које су залихе употребљиве, а које нису и које само заузимају простор у магацину и оптерећују биланс стања.

Залихе које су идентификоване као неупотребљиве треба продати уколико имају тржишну вредност, односно отписати уколико је немају. Пракса је показала да су материјал и резервни делови најчешће групе залиха које су предмет отписа, односно продаје. На овај начин предузеће ослобађа новчана средства заробљена у неупотребљивим залихама, односно реално приказује стање залиха, што је основа за њихово планирање и даљу оптимизацију.

#### *План продаје*

План продаје за наредни период, односно буџет продаје, ако говоримо о периоду од 12 месеци је полазни документ при даљем планирању потребног нивоа залиха током године. Што је план продаје детаљнији и прецизнији, биће ефикасније планирање и управљање залихама. Детаљни план продаје садржи информације о продаји свих група или појединачних производа, односно роба, на месечном, па и на недељном нивоу. Квалитетно припремљен план продаје одражава тржишне околности, фазу животног циклуса појединачних производа, сезонски карактер продаје, социоекономске факторе и слично. На основу плана продаје руководство предузећа може да предвиди количину производа односно робе која ће сваког месеца бити предмет продаје, а та количина суштински представља

минимални ниво залиха које треба да буду на лагеру сваког месеца.

Посебно је важно истаћи да планирање залиха у великој мери зависи од тачности плана продаје односно буџета. Један од често коришћених модела буџета који рефлектује све интерне и промене у окружењу и увек обухвата период од следећих 12 месеци јесте тзв. „rolling forecast model“ који представља план продаје који се сваког месеца коригује и укључује предвиђање за следећи месец.

#### *План производње*

У производним предузећима се на основу плана продаје израђује и план производње. Да би готови производи били на располагању купцима према плану продаје, неопходно је да потребна количина сировина буде обезбеђена на време односно довољно раније да би се завршио процес производње. План производње треба да рефлектује и тзв. „уска грла“ у производњи односно лимитираност капацитета. Уколико се за одређени месец очекује продаја која превазилази месечне производне капацитете, планом производње се предвиђа веће ангажовање капацитета у претходним месецима.

План производње заснован на плану продаје представља улазни документ (налог) за сектор набавке.

#### *Оптимизација процеса набавке*

Основна функција сектора (службе) набавке је да правовремено обезбеди потребне сировине, односно да њихова расположивост буде наменски усклађена са планом производње. Сектор (служба) израђује план набавке и реализује набавку од одобрених добављача у складу са усвојеним процесом (процедуром) који треба да има за циљ стабилно снабдевање под најповољнијим условима.

#### *Оптимална набавка залиха*

Илуструјмо међузависност плана продаје, производње и набавке следећим примером<sup>+</sup>.

Предузеће *Максимум* је предвидело продају 5.000 комада малих јастука за месец април. Време потребно за набавку сировина – 400 кг перја и

<sup>+</sup> Из разлога једноставности анализе грануларност информација у примеру је цео месец то јест продаја и производња нису сагледавани на недељном или дневном нивоу. Време потребно за доставу производа купцима није укључено у анализу.



2.500 метара платна је 10 дана, а време потребно за производњу јастука је још 20 дана.

Да би производи били на располагању у априлу, морају бити задовољена следећа два услова:

- производња мора почети 20 дана раније, односно у првој половини марта и
- набавка сировина мора бити иницирана 30 дана раније, односно на почетку марта.

Овим примером илустрована су два кључна елемента за оптимизацију нивоа залиха:

- коју количину сировина треба набавити – на основу плана производње и
- у ком моменту набавити сировине – на основу плана набавке.

Уколико ова два елемента нису оптимизована, предузеће ће имати или вишак или мањак залиха у односу на оптималан ниво. Уколико набавка резултира нивоом залиха који је виши од оптималног, то значи да новчана средства нису оптимално искоришћена, а у исто време су повећани и трошкови складиштења. Уколико је набављено мање сировина (или робе) него што је потребно, неће бити могуће реализовати продају у планираном обиму.

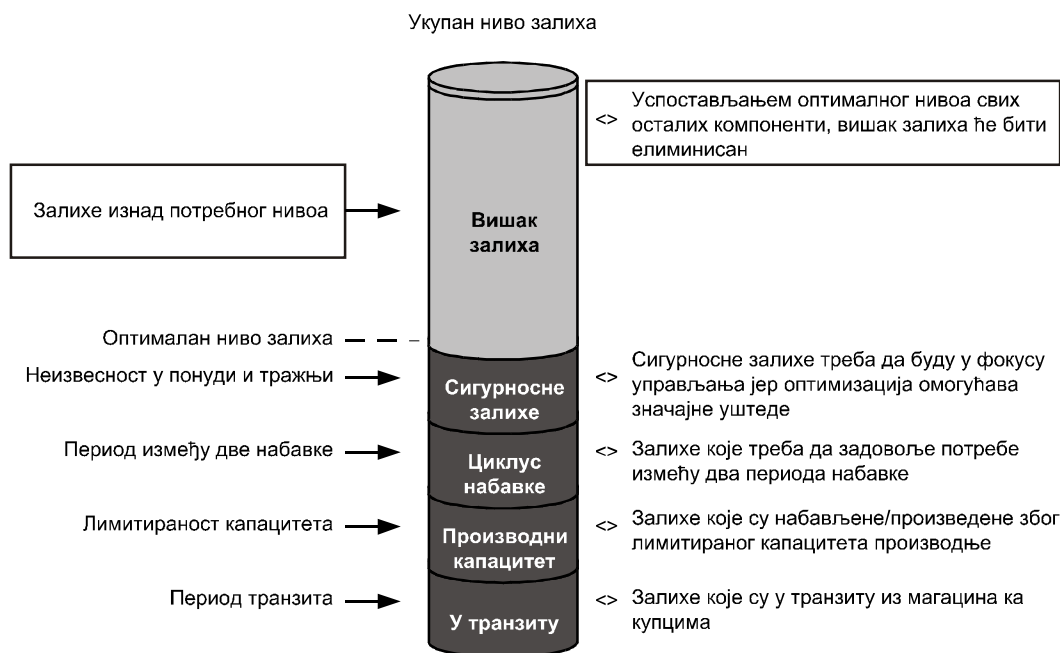
У пракси предузећа чешће имају тенденцију набављања већих количина од потребних, јер на тај начин ће ипак моћи да задовоље тражњу што је и примарни циљ пословања. Основни симп-

томи који указују на неадекватно управљање залихама су:

- повећан број повраћаја производа односно робе од стране купаца;
- континуирани раст вредности залиха у магацинима;
- мањак магацинског простора при непромењеном нивоу продаје;
- значајне разлике између књиговодственог и стварног стања залиха (у магацину);
- погоршање односа са партнерима, односно купцима, добављачима и дистрибутерима;
- раст количине застарелих залиха;
- недостатак квалитетног ИТ система, односно управљање залихама преваходно коришћењем Excell програма.

Поред нивоа залиха које су довољне да задовоље потребе редовног пословања, предузеће мора да има на располагању и додатне количине залиха, односно такозване сигурносне залихе које имају за циљ да одговоре на флукуације у тражњи и кашњења у испорукама од стране добављача. Одређивање оптималног нивоа сигурносних залиха захтева добро познавање интерног и екстерног амбијента, то јест привредне гране у којој послује предузеће, тржишних прилика, сезонског карактера продаје односно набавке сировина и робе, конкуренције, расположивости сировина и робе и слично.

Структура нивоа залиха представљена је Графиконом 2.



Графикон 2 - Структура нивоа залиха

Два кључна елемента за одређивање оптималног нивоа појединачних ставки залиха, величина поруцбине и момента набавке, могу се одредити и математичким путем. Оптимална величина поруцбине може се израчунати следећом формулом:

$$Q_{opt} = \sqrt{\frac{2 \cdot S \cdot O}{C \cdot I}}$$

при чему су:

- S – годишња тражња за одређеном ставком залиха,
- O – трошак једне поруцбине,
- C – набавна цена по јединици залихе,
- I – цена ангажованог капитала (изражена као каматна стопа).

Илуструјмо употребу математичке формуле за одређивање оптималне величине поруцбине следећим примером: Транспортно предузеће *Дел* има сопствену бензинску пумпу коју користе искључиво службена возила предузећа. Цена једног литра бензина је 120 динара, трошак једне поруцбине је 30.000 динара, укупна годишња потрошња бензина је 600.000 литара, а цена ангажованог капитала је 8%.

$$Q_{opt} = \sqrt{\frac{2 \cdot 600.000 \cdot 30.000}{120 \cdot 0,08}} = 61.237 \text{ литара}$$

Претпоставке коришћења при израчунавању оптималне величине поруцбине су:

- тражња за бензином је позната и константна током следећих 12 месеци;
- цена бензина је непромењена током године;
- трошак поруцбине је константан током године;
- цена ангажованог капитала је константна током године;
- добављач не одобрава количинске попусте.

Тачност наведених претпоставки је у пракси мало вероватна, али и поред тога због своје једноставности формула се често користи као индикација оптималне величине поруцбине. Укључивање више варијабли у анализу захтева употребу сложених математичких модела и алгоритама.

Други кључни елемент у оптимизацији залиха је одређивање оптималног момента за набавку (пласирање поруцбине). Оптимални момент за набавку такође се може израчунати математичким путем, следећом формулом:

$$Q_n + \frac{S \cdot D}{365} + \text{сигурносни ниво залиха,}$$

при чему је D време извршења поруцбине односно број дана који протекну од тренутка пласирања поруцбине до тренутка испоруке.

Претпоставимо да добављачу транспортног предузећа *Дел* треба четири дана да изврши испоруку, али су могућа и два дана закашњења, посебно ако се бензин поручи у суботу после 14 сати. Оптимални момент за набавку је:

$$Q_n = \frac{300.00 \times 4}{365} = \frac{300.000 \times 2}{365} = 4.932 \text{ литара.}$$

Значи, када ниво залиха падне испод 4.932 литре, *Дел* треба да поручи нову количину бензина од свог добављача.

## 2. Управљање потраживањима од купаца

Оптимизација нивоа потраживања од купаца спроводи се ефикасним управљањем у следећим областима:

- кредитна политика: а) кредитни лимити и б) сегментација купаца у циљу дефинисања различитих периода кредитирања;
- процес наплате потраживања;
- процес фактурисања;
- факторинг;
- остале области од значаја.

### Кредитна политика

Чест разлог за неуспех пре свега малих и средњих предузећа је непостојање ефикасне кредитне политике. Кредитном политиком предузеће дефинише рокове (број дана) и нивое (лимите) одложеног плаћања које ће одобрити својим купцима.

Први корак у креирању адекватне кредитне политике је оцена кредитног ризика (потенцијалног) купца. Поред финансијских извештаја, информације од значаја за оцenu кредитног ризика купца су:

- да ли је у скорије време било судских поступака против (потенцијалног) купца који се односе на неизмиривање обавеза према добављачима;
- да ли је било промена у руководству (потенцијалног) купца за које не постоје разумна и логична објашњења;
- да ли је (потенцијални) купац на време доставио финансијске извештаје надлежној институцији;

- да ли је значајан партнер (потенцијалног) купца у процесу ликвидације или је престао да послује;
- да ли постоје значајне промене у окружењу или делатности (потенцијалног) купца које могу негативно утицати на будуће пословање.
- у зависности од нивоа доспелих, а неизмиренних потраживања;
- у зависности од оствареног промета у прошлости (на пример, током последњих месеци);
- у зависности од уговореног месечног промета за будући период.

Оцену кредитног ризика могуће је обезбедити и од специјализованих агенција које анализирају финансијске извештаје и друге интерне и екстерне информације. Напомињемо да је код нас пракса ангажовања специјализованих агенција тек у зачетку, док у економски развијенијим земљама агенције за процену кредитног ризика асистирају при дефинисању кредитних политика већ деценијама уназад.

### Кредитни лимити

Наплата потраживања од купаца подразумева одређену дозу ризика и због тога је економски оправдано ограничити ниво продаје са одложеним плаћањем, односно увести кредитне лимите. Логично је да велики и значајни купци имају могућност да купују више робе на кредит, али принцип опрезности налаже редовно преиспитивање одобрених лимита. Оптималан кредитни лимит представља максималан ниво продаје уз одложено плаћање при којем предузеће редовно наплаћује своја потраживања. Не постоји јединствен модел или метод на основу којег се може одредити оптимални кредитни лимит, али се у пракси примењују комбинације следећих критеријума:

- процена кредитног ризика (бонитета), која може бити интерна, али и екстерна од стране специјализованих агенција;

Адекватност дефинисаних кредитних лимита може се тестирати анализом старосне структуре потраживања. Илуструјмо ово на примеру предузећа *Гама* које производи и продаје школски прибор великим малопродавцима и књижарама. Старосна структура потраживања на крају трећег квартала текуће године за пет највећих купаца може се видети у Табели 1.

Потраживања купаца 1 и 2 су у валути или су доспела највећим делом до 30 дана што даје индикацију да предузеће *Гама* нема већих проблема у наплати, односно да није потребно умањивати дефинисане кредитне лимите. Купац 3 је већим делом у валути, али има и дуговања која су доспела до 90 дана. У условима стабилног пословног окружења, предузеће *Гама* би требало да размотри постојећи ниво кредитног лимита одобреног купцу 3 и да га у зависности од процене руководства умањи. У условима економске или кризе ликвидности, доспелост потраживања до 90 дана може се сматрати и тржишном реалношћу у којој није неопходно кориговати одобрене кредитне лимите. Купац 4 је такође највећим делом у валути, али има и неизмирену обавезу старију од 180 дана која појединачно није материјална, али даје индикацију ризика наплате. Руководство предузећа *Гама* је пре наставка сарадње са купцем 4 требало да инсистира на наплати овог заосталог потраживања. Старосна анализа потраживања од купаца 5 показује да је

000		30	30 60	60 90	90 120	120 150	150 180	180 360	360
1	15.000	4.500	-	-	-	-	-	-	-
2	9.800	2.300	100	-	-	-	-	-	-
3	7.400	2.300	2.000	2.300	-	-	-	-	-
4	4.500	-	-	-	-	-	-	500	-
5	1.200	2.200	1.300	-	250	6.000	800	-	500
	12.000	1.500	3.500	1.500	800	1.000	600	300	150
	49.900	15.800	6.900	3.800	1.050	7.000	1-400	800	650

Табела 1 - Старосна структура потраживања предузећа *Гама* д.о.о.

могућност наплате веома ризична и да је неопходно умањити кредитни лимит, односно у потпуности обуставити даљу продају док се не измире доспеле обавезе.

Поред одређивања оптималног нивоа кредитног лимита, подједнако важно је и ефикасно спровођење дефинисаних политика. Систем награђивања у већини предузећа мотивише продавце (сектор продаје) да остваре што већу реализацију и то је наравно у складу са циљевима пословања, али се не сме занемарити ризик наплате односно појава значајног износа застарелих потраживања. Због тога је неопходно постојање контролних механизма који ће осигурати доследно спровођење дефинисане политике.

#### Сегментација купаца

Предузећа могу смањити ниво потраживања уколико изврше сегментацију својих купаца по величини и значају. Циљ сегментације је да се великим и значајним купцима обезбеде услови продаје који ће бити повољнији у односу на остале купце, а то се пре свега односи на дуже рокове плаћања.

Илуструјмо ово на примеру предузећа *Бета* које се бави veleпродајом спортске опреме. Предузеће *Бета* није до сада вршило сегментацију својих купаца, а период кредитирања је био исти за све купце и износио је 60 дана. Анализом рачуноводствених

евиденција утврђено је да је у прошлој години *Бета* пословала са 200 купаца од којих је:

- 20 купаца остварило промет изнад 10 милиона динара, са укупним прометом од 250 милиона динара;
- 30 купаца остварило промет у интервалу од 5 до 10 милиона динара, са укупним прометом од 200 милиона динара;
- 50 купаца остварило промет у интервалу од 2 до 5 милиона динара, са укупним прометом од 150 милиона динара;
- 100 купаца остварило промет испод 2 милиона динара, са укупним прометом од 160 милиона динара.

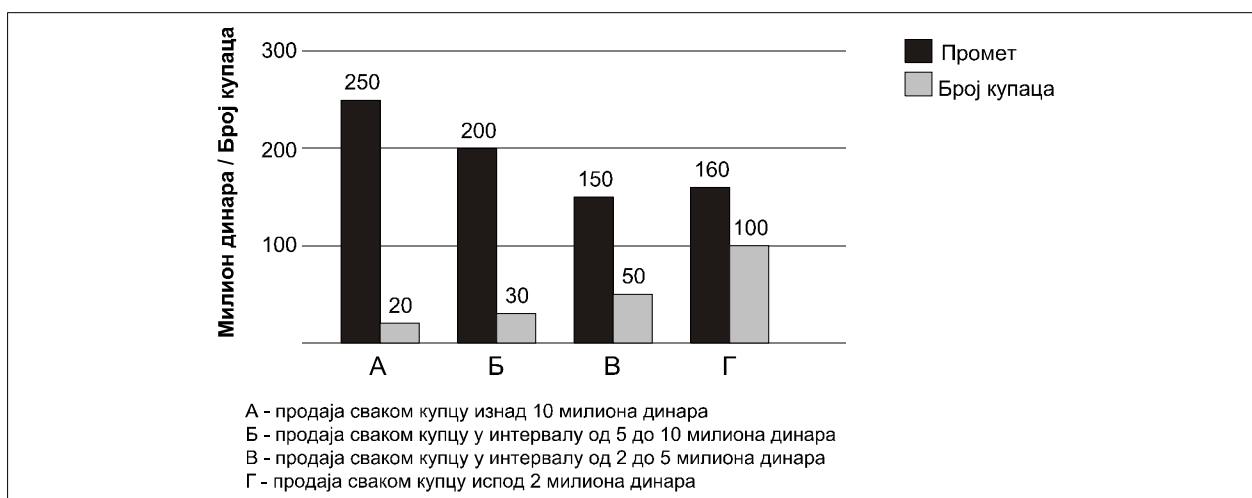
Према овим параметрима, сви купци су подељени у четири сегмента: **А**, **Б**, **В** и **Г**, као што је приказано на Графикону 3.

У зависности од тржишне позиције и других екстерних и интерних фактора као што су преговарачка моћ и конкуренција, предузеће *Бета* може одлучити да измени период кредитирања свим или само појединим сегментима.

Размотримо финансијски ефекат смањења кредитног периода купцима који припадају сегменту **Г** са 60 дана на 30 дана током првих шест месеци текуће године. Претпоставимо да је политика промењена у јануару текуће године, односно да је у примени за продају реализовану од јануара па надаље.

'000									
				32	34	35	38	40	42
( )	25	30	25	30	32	34	35	38	38
( )			25	62	34	35	38	40	40
			-	32	2	1	3	2	2

Табела 2 - Финансијски ефекат смањења кредитног периода за сегмент Г



Графикон 3 - Структура продаје предузећа Бета

У јануару је предузеће *Бета* наплатило потраживања из новембра, а у фебруару потраживања из децембра као и потраживања из јануара у складу са промењеним периодом кредитирања са 60 на 30 дана. Од марта па надаље, предузеће ће остварити позитивну промену у приливу готовине (или негативну) у висини стопе раста (смањења) продаје.

#### Процес наплате потраживања

Стварни просечан период наплате (стварни ППН) приказује колико је у просеку дана било потребно предузећу да наплати своја потраживања сваког месеца у току једне године. Жељени (циљни) просечан период наплате (жељени ППН) приказује који би био оптималан просечан број дана за предузеће да наплати своја потраживања сваког месеца у току једне године. Жељени просечан период наплате је одређен условима продаје купцима, то јест уговореним кредитним периодом.

Илуструјмо ово на примеру предузећа *Максимус*, које се бави производњом и продајом јастука.

Претпоставимо да је стварни просечан период наплате предузећа *Максимус* током године флукутирао у интервалу од 78 дана до 87 дана, односно у просеку је износио 82 дана. Жељени просечан период наплате је износио 60 дана, односно у просеку 22 дана мање од стварног просечног периода наплате. Према томе постоји

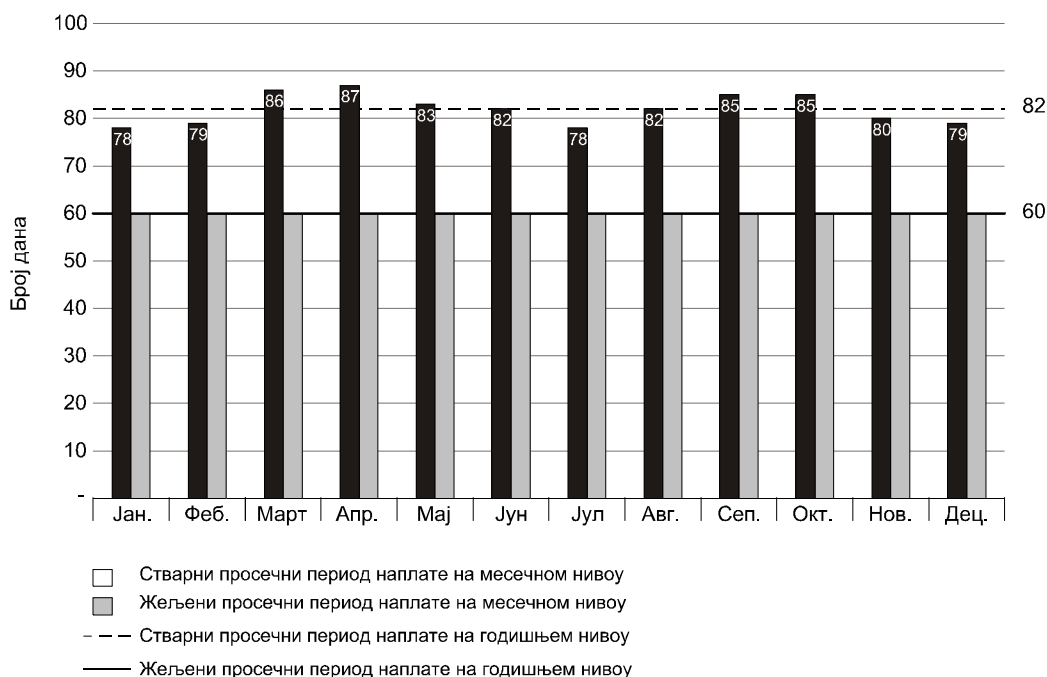
потенцијал да се наплата убрза у просеку 22 дана, односно 26,8% и на тај начин раније ослободе новчана средства предузећа.

Да би се одредио потенцијал за уштеду који би се реализовао ако се број дана наплате смањи са 82 на 60 дана, потребно је анализирати стварно стање (салдо) потраживања од купаца.

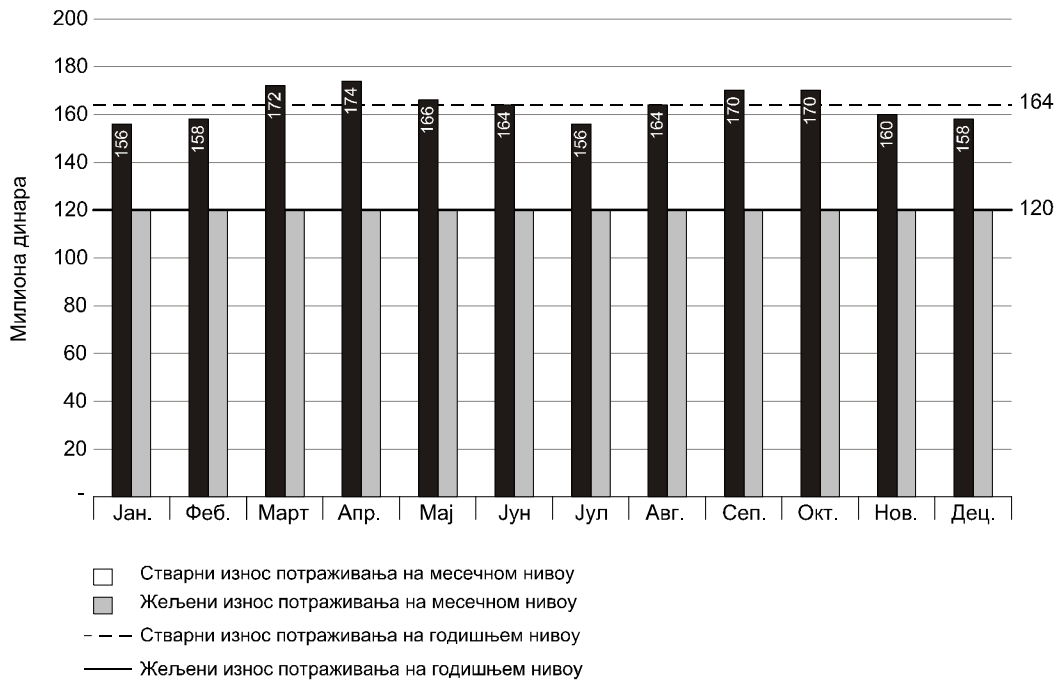
Према примеру предузећа *Максимус*, стварно стање (салдо) потраживања од купаца је током године флукутирало у интервалу од 156 до 174 милиона динара, односно у просеку је износило 164 милиона динара. Жељени износ потраживања представља просечно стање (салдо) потраживања, уколико је наплата током године у потпуности била у складу са уговореним кредитним условима.

Можемо га израчунати ако стварно просечно стање потраживања умањимо за 26,8% односно за већ идентификовани потенцијал за смањење просечног периода наплате.

Према томе, жељени износ потраживања предузећа *Максимус* је 120 милиона динара, односно у просеку 44 милиона динара мањи од стварног. Значи, потенцијал за уштеду који би се остварио смањењем броја дана за наплату са остварених 82 дана на жељених 60 дана износио би 44 милиона динара.



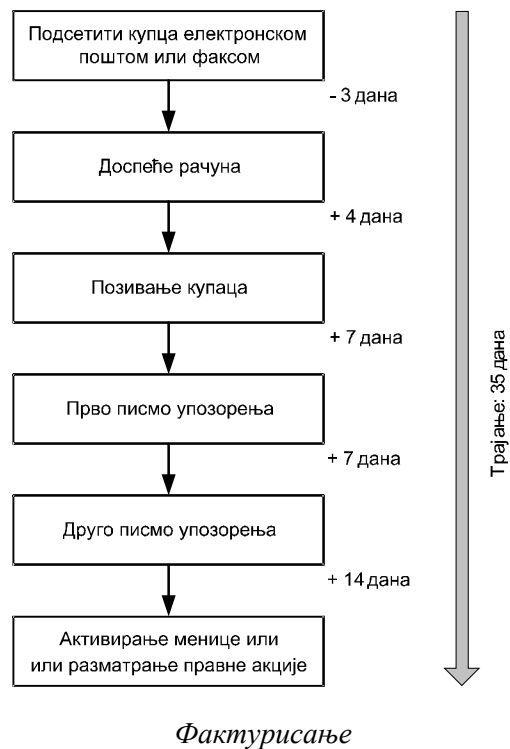
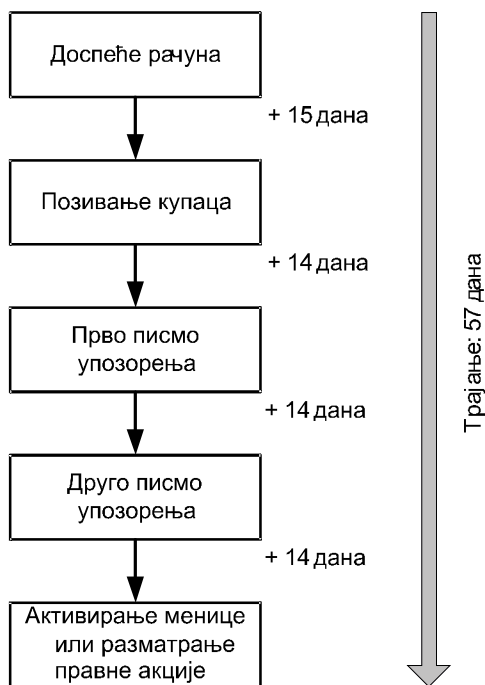
Графикон 4 - Поређење стварног и жељеног просечног периода наплате (ППН)



Графикон 5 - Поређење стварног и жељеног износа потраживања од купаца

Да би се потенцијал уштеде у пракси и остварио, потребно је унапредити процес наплате потраживања од купаца. У случају предузећа *Максимус*, процес наплате је био дефинисан следећим корацима:

Унапређени процес наплате који отклања ове недостатке је приказан следећим редоследом корака:



Недостаци овог процеса наплате су: 1) први контакт са купцем се остварује 15 дана након доспећа фактуре, то јест када је купац већ дужи период у доцњи; и 2) целокупан процес наплате од 57 дана пређује траје.

Ажурност и тачност приликом фактурисања могу значајно допринети бржој наплати од купаца. Посматрајмо две уобичајене ситуације чијег постојања компаније понекад нису ни свесне:

1) Фактура (рачун) није послата купцу у моменту када су се стекли услови за њено достављање, већ са закашњењем од неколико дана, недеља, па чак и месеци. Овакве ситуације су типичне пре свега за предузећа која се баве услужном делатношћу у случајевима када је динамика фактурисања условљена динамиком пружања уговорених услуга. Моменат пружања услуге треба да се поклопи са моментом издавања фактуре (односно у складу са уговором), међутим у пракси то често није случај углавном због недовољно развијене комуникације између службе рачуноводства и оперативе то јест извршиоца услуга. Решење за превазилажење овог проблема је често једноставно и своди се на увођење контролних механизма исплативих у кратком року. Резултат контроле је ажурно фактурисање, а крајња корист бржа наплата односно смањење просечног периода наплате од купаца.

2) Постојање неусаглашености између договорног периода кредитирања и периода кредитирања наведеног у фактури достављеној купцу. Ризик од грешке расте уколико предузеће послује у амбијенту са следећим карактеристикама:

- са истим купцем у току године закључује се већи број уговора под различитим условима и издаје се велики број фактура;
- продаја се обавља без уговора односно у складу са општим условима продаје продавца који се најчешће разликују за различите сегменте купаца;
- период кредитирања зависи од директних преговора купца и продавца.

Пракса је показала да запослени, свесно или несвесно, углавном праве грешке на штету своје компаније. То значи да је чешће период кредитирања исказан у фактури дужи у односу на договорени, него обратно. Овај проблем се такође може превазићи увођењем ефикасне контроле приликом фактурисања купцима.

### *Факторинг*

Велике банке и друге финансијске институције пружају услуге факторинга. Факторинг је финансијска трансакција која се спроводи најчешће тако што трећа страна (Фактор) откупљује краткорочна потраживања која предузећа имају од својих купаца-дужника на основу докумената којима се доказује постојање потраживања (фактуре, привремене ситуације и слично).

Фактор обично одмах, директно на рачун клијента исплаћује 70% – 90% вредности фактуре купца-дужника умањено за износ факторинг камате и накнаде. Преосталих 10% – 30% вредности фактуре се исплаћује након што купац-дужник исплати Фактору целокупан износ са фактуре.

Финансирање путем факторинга је често скуп, али и ефикасан начин да предузећа обезбеде додатни обртни капитал уколико не желе или не могу да га добију на класичан начин путем кредитног задужења.

Најчешћи разлози за продају потраживања Фактору су неизвесност у погледу рока наплате и проблеми у ликвидности када се потраживања продају и пре доспећа за наплату. Фактор ће бити селективан у поступку прихватања потраживања које ће откупити, односно вероватно ће одбити фактуре које су под спором или су од купаца-дужника чија је ликвидност испод задовољавајућих критеријума.

### *Остале области од значаја*

У циљу ефикаснијег управљања потраживањима предузеће може размотрити потребу за спровођењем следећих активности:

- 1) понудити купцима касу сконто уколико су трошкови попушта нижи од трошкова ангажовања додатног капитала за којим постоји потреба;
- 2) реално приказати вредност потраживања од купаца:
  - а) ажурно књижити исправку вредности потраживања у складу са усвојеном рачуноводственом политиком и
  - б) редовно спроводити и књижити компензације, односно чим се стекну услови за то;
- 3) увести систем награђивања (казни) запослених одговорних за продају односно наплату;
- 4) увести аутоматизацију у процес наплате потраживања (на пример аутоматско слање e-mail-а у складу са дефинисаним процесима).

### *3. Управљање обавезама према добављачима*

За разлику од потраживања где наплата умногоме зависи од купца, одлуку о моменту плаћања својим добављачима доноси руководство преду-

зећа. Треба имати у виду да та одлука поред уговорене валуте зависи и од тренутне ликвидности као и опште снаге и тржишне позиције предузећа. Неретко се у пракси дешава да мала и средња предузећа буду угрожена закаснелим плаћањима великих и снажних предузећа која своје обавезе измирују уз значајно закашњење и на тај начин се финансирају бесплатним „overdraftom“.

Иако логика налаже да је економски оправдано да предузећа што више пролонгирају плаћање својих обавеза, односно и након рока доспећа, на дужи рок је оптимално да се обавезе измирују у складу са уговореним условима продаје (односно набавке). Неки од разлога у корист ове тезе су:

- кредитна политика се дефинише уговором, а не одступањем од уговорених услова;
- у условима непоштовања рокова плаћања/наплате, добављачи често продајну цену увећавају пропорционално очекиваном ризику;
- затезна камата, односно уговорени пенали могу бити скупљи од користи које се остварују пролонгирањем плаћања;
- у условима изражене конкуренције, повећење између партнера, односно извесност у погледу измирења обавезе може имати предност у односу на цену производа или услуге.

У циљу ефикаснијег управљања обавезама предузеће може размотрити потребу за спровођењем следећих активности:

1. платити обавезе пре рока доспећа уколико добављач одобри попуст који је већи од цене ангажовања додатног капитала;
2. размотрити могућност закључења уговора са кључним добављачима на годишњем нивоу у циљу смањења неизвесности за обе стране што за резултат има релаксацију услова набавке;
3. дефинисати адекватну политику за селекцију добављача која има за циљ одабир и пословање са поузданим и репутабилним компанијама;
4. идентификовати добављаче који су одбравали различите услове продаје у прошлом периоду и покушати уговорити најповољније услове. На пример, исти добављач по једном уговору је одобрио кредитни период од 45 дана, а по другом уговору 60 дана. Предузеће треба да по-

куша да уговори све будуће набавке уз одложено плаћање од 60 дана;

5. Размотрити могућност смањења броја добављача за исте групе производа, односно њихове концентрације у циљу обезбеђења повољнијих услова набавке, пре свега нижих цена и дужег периода кредитирања;
6. Размотрити оправданост централизоване функције набавке како на нивоу појединачног предузећа, тако и на нивоу групе повезаних правних лица. Концепт централизације набавке добија на значају у случају постојања групе повезаних предузећа уколико појединачна предузећа врше набавке у потпуности или делимично самостално.

### Закључак

Оптимизација обртног капитала доприноси смањењу нивоа ангажованог капитала, бржем ослобађању новчаних средстава, као и повећању ликвидности, те укупне вредности предузећа.

Предузеће треба да спроводи активности у циљу одржавања што нижег нивоа потраживања од купаца, односно оптимално би било да су сва потраживања у валути, то јест да нема доспелих, а ненаплаћених потраживања.

Залихе је такође оптимално одржавати на најнижем нивоу који омогућава неометано функционисање пословних активности. То подразумева да је ниво залиха довољан да се оствари планирана производња и задовољи тражња купаца, али и да може одговорити на флукуације у тражњи као и могућа кашњења у испоруци од стране добављача.

Уколико је предузеће успешно у оптимизацији потраживања и залиха, ниво обавеза према добављачима је такође оптимално одржавати на што нижем нивоу, односно салдо обавеза треба да укључује само недоспеле обавезе. У пракси је тешко постићи оптималан ниво потраживања и залиха тако да ове две неефикасности предузећа често компензују са одлагањем плаћања својих доспелих обавеза.

Ефикасно управљање обртним капиталом подразумева и ангажовање у следећим областима:

- 1) унапредити информациони систем који ће побољшати квалитет података који се користе приликом анализе обртног капитала;



- 2) дефинисати адекватне политике, процедуре као и контролне механизме за управљање залихама, потраживањима и обавезама;
- 3) дефинисати и пратити кључне показатеље који се односе на обртни капитал као што су:
  - а) залихе: ниво залиха у односу на продају, просечни период обрта залиха, вредност неупотребљивих залиха и слично;
  - б) потраживања: ниво потраживања у односу на продају, просечан период наплате, старосна структура потраживања и слично;
  - в) обавезе: ниво обавеза у односу на набавку, просечан период плаћања, старосна структура обавеза и слично.

### *Литература*

1. Hopper T., Northcott D., Scapnes R. „Issues in Management Accounting“, Prentice Hall, London, 2007.
2. Horngren C. T., Harrison Jr. W. T. „Financial and Managerial Accounting“, Pearson Prentice Hall, New Jersey, 2008.
3. Ryan B. „Finance and accounting for Business“, South-western Cengage Learning, 2008.
4. Subramanyam K. R., Wild J. J. „Financial Statement Analysis“, McGraw Hill, New York, 2009.
5. Vaassen E. H. J. „Accounting Information Systems A Managerial Approach“, John Wiley & Sons Ltd. New York, 2002.
6. Žager K., Mamić-Sačar I., Sever S., Žager L. „Analiza finansijskih izveštaja“, Масмедиа, Загреб, 2008.

др Дејан  
МИКЕРЕВИЋ<sup>0</sup>

## Различити приступи вредновању акција

### Резиме

Велика финансијска и економска криза 2008. године је проузроковала велике осцилације и нестабилност на светском тржишту капитала. Значај информација добијених из анализа финансијских стручњака за успешност пословања на међународном тржишту капитала је посебно дошао до изражаја у кризном периоду. Посебно важне информације за инвеститоре обезбеђује фундаментална анализа која обрађује велики број чињеница, а обухвата макроекономску анализу, анализу гране, као и анализу индивидуалних компанија. Инвеститори веома често користе резултате техничке анализе да би остварили профит на тржишту капитала. За разлику од фундаменталне анализе, техничка анализа примењује обрасце кретања цена акција у прошлости да би предвидела њихово кретање у будућности. Основа ове анализе је претпоставка да се обрасци кретања цена акција понављају. Бихејвиористичке теорије су се тек недавно појавиле као покушај да се објасне кретања на тржишту капитала и њихово тумачење је у супротности са теоријом о ефикасности тржишта. Ова теорија у центар своје анализе ставља понашање људи и утицај кретања тржишта на то понашање активних учесника трговине хартијама од вредности. Савремено тржиште капитала се непрестано мења и доноси иновације, које могу имати позитиван, али и негативан ефекат на фер трговање. Појава HFT (High Frequency Trading) значајно мења услове трговања на тржишту капитала и може да ствара аномалије, као што је драстичан пад најзначајнијих светских индекса у року од само пар минута који се догодио 6. маја 2010. године.

**Кључне речи:** тржиште капитала, власничке хартије од вредности (акције), фундаментална анализа, техничка анализа, бихејвиористичке теорије, инвеститори, аналитичари, макроекономска анализа, анализа гране, чартизам, пословни циклус, берзански индекс, Дау Џонс, девизни курс.

### Увод

Да би се одредила реална вредност одређене имовине, потребно је извршити одговарајућу анализу. Анализа хартија од вредности је сложена операција, која од извршиоца посла захтева познавање више области, знања и вештина: из рачуноводства, финансијског менаџмента, микроеко-

номије, макроекономије, општих друштвених, политичких и демографских услова у земљи и иностранству. Поред свега наведеног, финансијски аналитичар мора на адекватан начин применити сва та знања и вештине које су у функцији остваривања зараде. Питање оптималне комбинације двеју или више врста имовине односно како улагање у више различитих облика капитала

0) Асистент на Економском факултету у Бања Луци.

утиче на одлуке инвеститора, проучава модерна теорија портфолија (МПТ). Ова теорија највећим делом покушава да дође до одговора на питање како остварити најповољнији однос између ризика и приноса портфолија, тј. изучава питање ефикасне диверзификације. Из ове анализе проистичу нови проблеми, као што је мерење ризика појединачне имовине која чини саставни део укупног портфолија, изналажење оптималног односа ризика и приноса и дефинисање минималне стопе приноса прихватљиве за инвеститоре. Најкомплицованије питање модерне теорије портфолија је да ли портфолио менаџери који користе активне стратегије инвестирања могу надмашити оне који базирају свој рад на пасивним стратегијама, које подразумевају просту инвестициону тактику „куповине индексног фонда“<sup>1</sup>. Применом компјутера покушава се предвиђање и кретања цена акција кроз време имајући у виду претпоставку да су цене акција производ пословних изгледа компаније, а обрасци кретања економских варијабли би требало да одређују те цене. Маурис Кендал је први покушао да дође до обрасца кретања цена акција 1953. године, али није успео да открије предвидиви образац. Стога је закључено да се цене крећу насумично, тј. да се тржишта понашају ирационално. Међутим, наредне економске анализе показале су да насумично кретање цена доказује ефикасност тржишта акција. Теорија ефикасности тржишта претпоставља да су све историјске информације за акције већ укључене у тренутну цену тих акција на тржишту. Финансијска тржишта брзо и ефикасно обрађују све релевантне податке који утичу на вредност хартија од вредности и доступни су инвеститорима. У складу са тим, када нове информације о хартијама од вредности постану доступне, истовремено се прилагођава и њихова цена. Самим тим је у сваком тренутку наведена цена идентична процени тржишта у вези са њеном вредношћу. Код инвестиција у хартије од вредности, анализа треба да пружи одговор на то у шта треба инвестирати (коју врсту хартија од вредности), када их купити, али и када продати. Постоје две врсте анализе: техничка и фундаментална анализа. У раду је дат осврт на њихове основне карактеристике и објашњени су предности и недостаци и једне и друге. За исправну оцену будућег кретања тржишта капитала потребно је познавати резултате наведених анализа.

## 1. Фундаментална анализа

Фундаментална анализа подразумева разликовање цене и вредности акција. На тржишту се налазе потцењене (вредност акције је већа од њене тренутне цене) и прецењене акције (вредност акција је мања од њене тренутне цене). Сама анализа тежи да открије слабости тржишта са аспекта разлике између вредности и цена акција. Инвестициона стратегија је стратегија „победи тржишта“ у смислу прављења портфолија, који ће остварити боље резултате од резултата свих акција које се купују и продају на том тржишту. Фундаментална анализа усредсређена је на добијање стварне цене акција и покушава да утврди дисконтовану садашњу вредност свих примања која акционар треба да добије на основу свог власничког удела. Самим тим, основни циљ ове анализе је да се дође до закључака о будућим достигнућима компаније, а која не знају остали инвеститори, што треба да омогући остваривање екстра зараде на тржишту капитала<sup>2</sup>. При анализи се користе различити показатељи, као што су ранији приходи и финансијски извештаји фирме, процена њених будућих прихода и исплаћених дивиденди, ризик и кретање каматних стопа у наредном периоду. Незаобилазан додатни фактор успешности фундаменталне анализе је економска анализа, која подразумева процењивање квалитета менаџмента компаније, њеног статуса у грани, али и сама перспектива комплетне наведене гране привреде.

Постоје два основна приступа фундаменталној анализи:

- 1) *top-down (одозго на доле)* – прво се разматра стање у глобалној економији као целини, затим се разматра грана привреде у којој се компанија налази и на крају сама компанија и њени проспекти унутар гране и комплетне привреде. Процене промена у глобалној економији и привредним гранама засноване су на општим предвиђањима, док су процене пословања предузећа резултат како општих привредних циклуса, тако и циклуса појединих сектора економије;
- 2) *bottom-up (одоздо на горе)* – прво се анализира будућност компаније, затим грана привреде у којој компанија функционише и на крају економија у целини.

1) Активна стратегија инвестирања подразумева сталну куповину и продају различитих акција од стране портфолио менаџера, док пасивна стратегија подразумева куповину једног портфолија који је најчешће сличан одређеном берзанском индексу акција и држи се дуже време непромењен. Bodie и др. (2009), стр. 125-127.

2) Мишкин (2006), стр. 250-257.

Могућност неусаглашености процена је веома честа због примене разноврсних параметара којима се вреднују успеси или неуспеси пословања фирми.

Уобичајена пракса је комбиновање ових двају приступа, па би збир појединачних процена требало да буде у складу са очекиваним општим нивоом активности<sup>3</sup>. Фундаментална анализа се састоји из три дела: макроекономске анализе, анализе гране и анализе индивидуалних компанија.

### 1.1 Макроекономска анализа

**Макроекономска анализа** развојних потенцијала једног предузећа се састоји од више фактора. Она почиње проучавањем *глобалног економског стања* и *њеног утицаја* на могућност извоза, ценовну конкурентност или зараду коју предузеће остварује у иностранству. Без обзира на данашњу интегрисаност светске економије у глобални макроекономски систем, привреде земаља се разликују, као и њихове стопе раста. Макроекономска анализа чини централни део процеса инвестирања због њеног могућег утицаја на резултате компаније, као што је могућност да домаће економско окружење утиче на перформансе грана, изложеност политичких ризицима у свету или питање да ли је привреда у рецесији или експанзији. *Кретање девизног курса* националних валута је битан фактор који утиче на конкурентност једне економије на међународном тржишту, а оно је под утицајем одлука монетарних власти држава. Процена *будућег положаја домаће макроекономије* као резултат перформанси тржишта значајан је сегмент макроекономске анализе, а кључни економски показатељи који се користе за ту активност су:

- 1) бруто домаћи производ (БДП),
- 2) запосленост,
- 3) инфлација,
- 4) каматне стопе,
- 5) буџетски дефицит,
- 6) расположење<sup>4</sup>.

Кретање нивоа каматних стопа кључни је фактор који треба размотрити за успешност макроекономске анализе у процесу анализе инвестиција, јер се његовим предвиђањем долази до директних података о приносима на тржишту хартија од вредности са фиксним приходом<sup>5</sup>. *Шокови тражње и понуде* у привреди су догађаји који, с једне стране утичу на тражњу за робом и услугама, док с друге стране утичу на производне капацитете и трошкове. На пример, на тражњу утиче пад пореских стопа, раст понуде новца, повећање државне потрошње или извоза, док понуду могу креирати промене цене нафте, природне катастрофе, образовни ниво и износ зарада радне снаге. *Државна политика* поседује разноврстан спектар макроекономских мера који се могу сврстати у две класе, на оне које имају утицај на ниво тражње за робом и услугама и на оне које кроз производне капацитете и трошкове утичу на понуду у економији. Инструменти државне политике које треба размотрити у макроекономској анализи су:

- 1) фискална политика (државна потрошња и пореске мере),
- 2) монетарна политика (управљање понудом новца преко каматних стопа),
- 3) економска политика понуде (стварање повољног пословног окружења радницима и власницима капитала са максималним стимулансима – овде се издвајају могућности пореских подстицаја и маргиналне пореске стопе, регулисање тржишта радне снаге и технолошки напредак кроз значајно улагање у науку и истраживање и развој)<sup>6</sup>.

Веома значајан део макроекономске анализе представља разматрање *пословног циклуса*<sup>7</sup> у којем се налази привреда. Стање рецесије или експанзије привреде значајно утиче на резултате које ће компанија која послује у тој економији остварити. У зависности како реагују на промену пословног циклуса, значајно је разликовати цикличне и дефанзивне гране привреде. Фирме из цикличне гране (ауто индустрија, луксузна роба, капитална опрема за друге) су осетљивије на промене у привреди (прелаз из рецесије у

3) Шошкић и Живковић (2006), стр. 354-356.

4) Bodie i dr. (2009), стр. 359-361.

5) Повећање каматних стопа углавном има негативне импликације на тржиште акција, тј. повећање каматних стопа прати пад цена акција. Разлог за то је што инвеститори могу да остваре веће приносе на тржишту обвезница уз минималан ризик. Ако је предвиђен бржи раст каматних стопа од очекиваног, избегаваће се дугорочне хартије од вредности са фиксним приходом.

6) Дамодаран (2005), стр. 425-434.

7) Образац непрестаног смењивања рецесије и опоравка привреде назива се пословни циклус.

експанзију или обрнуто), док су компаније које спадају у дефанзивне гране (прехранбена и фармацеутска индустрија, комунална предузећа) мање осетљиве на те промене. На пример, када привреда прелази из експанзије у контракцију, компаније из цикличне гране ће углавном имати веће погоршање пословања него фирме из дефанзивних грана. Са друге стране, приликом процеса опоравка привреде из рецесије, компаније из цикличне гране ће остваривати боље резултате и имаће снажнији раст од предузећа из дефанзивне гране.

Одређени *економски индикатори* могу да предвиђају, мере и тумаче краткорочне промене економске активности и наговесте раст или пад привреде. Постоје три врсте индикатора, које објављује Conference Board у свом издању Business Cycle Indicators:

- 1) водећи индикатори,
- 2) коинцидирајући индикатори,
- 3) заостајући индикатори<sup>8</sup>.

Индекс тржишта акција је водећи индикатор, па је зато индекс водећих економских индикатора мање употребљив за инвестирање (тржиште акција реагује пре него што индекс водећих индикатора предвиди заокрет, док се пословни циклус може предвидети, што је још један доказ теорије о ефикасности тржишта). Поред ових наведених индикатора, постоје и други корисни економски показатељи<sup>9</sup>.

Квалитетна макроекономска анализа предуслов је за остваривање добрих инвестиционих резултата, али није довољна за успех. Да би се остварили велики профити (екстра профит, абнормални профит, тј. профит који је значајно изнад просечно очекиваног) на тржишту акција потребно је да макроекономска анализа буде боља од конкурентских, јер сви на овом тржишту теже да зараде што више новца. Уколико сви инвеститори и портфолио менаџери имају иста сазнања из макроекономских анализа, теорија ефикасности тржишта указује на то да ће те информације истовремено бити инкорпорирани у цене акција

тако да нико неће остварити екстра зараду. Међутим, ако одређени инвеститор или портфолио менаџер изврши квалитетнију макроекономску анализу од других, моћи ће да искористи податке из те анализе да у дужем временском року оствари натпросечан профит, наравно уколико су добијене информације из анализе тачне.

## 1.2 Анализа гране

Као што је значајна макроекономска анализа за предвиђање економских кретања у глобалној економији и домаћим привредама, исто тако је значајна *анализа гране* за процењивање резултата одређених привредних сектора. Аналогно великим разликама у успеху различитих земаља, постоје и разлике у резултатима различитих привредних грана. Уобичајено је да компанија која послује у проблематичној грани остварује слабије резултате од оне која послује у профитабилној грани. Поред тога, велике разлике постоје и код перформанси различитих грана на тржишту акција. На пример, у 2003. години када је био снажан скок цена акција, телекомуникациони сектор растао је за 3,6%, док су акције произвођача полупроводника расле за 93,9%. Стога, инвеститори морају да разматрају све те различите факторе који могу утицати на цене акција на тржишту. Први корак у анализи гране је дефинисање гране, што није лаган посао јер је у пракси тешко прецизно разграничити два привредна сектора. Аналитичари развијају класификације грана, као што је Северноамерички систем класификације делатности (NAICS), Standard & Poor's (S&P) и Value Line Investment Survey<sup>10</sup>.

*Осетљивост привредних грана на пословни циклус* је исто важан елемент анализе, због тога што све гране нису једнако осетљиве на пословни циклус. На пример, индустрија цигарета није осетљива на пословни циклус јер потрошња њених производа је питање навике и не чини значајан део породичних буџета. С друге стране, производња аутомобила изузетно је осетљива на пословне циклусе зато што представља луксуз. Потрошачи се

8) Десет водећих индикатора су: просечан број сати рада недељно (радници у производњи), број захтева за накнаду за незапосленост, нове наруџбе произвођача (производња потрошне робе и материјала), перформансе добављача – дифузни индекс старијих испорука, нове наруџбе капиталних добара (војноиндустријски сектор није укључен), број одобрених грађевинских дозвола, крива приноса, распон између приноса десетогодишњих трезорских обвезница и стопе на федералне фондове, цене акција – 500 обичних акција, понуда новца (M2) и индекс очекивања потрошача. Четири коинцидирајућа индикатора су: број запослених ван пољопривреде, лични приход умањен за социјална давања, индустријска производња и промет у производњи и трговини. Седам заостајућих индикатора су: просечно трајање незапослености, однос трговачких залиха и промета, промена индекса трошкова радне снаге по јединици производње, просечна најповољнија каматна стопа (прајм стопа – prime rate) по којој банке одобравају зајмове, обим одобрених комерцијалних кредита и кредита индустрији, однос отплата потрошачких кредита и лични приходи потрошача и промена у индексу потрошачких цена (CPI) услуга.

9) Sperling (2003), стр. 96.

10) Bodie и др. (2009), стр. 371-372.

у рецесији најпре одричу луксуза, па тек онда свих других ствари. Аналитичари користе *концепт ротације* приликом разматрања односа анализе гране и пословног циклуса. Овај концепт указује на то да инвеститори треба да улажу у секторе који ће на основу процене стања пословног циклуса остварити натпросечне резултате у односу на остале секторе. Анализа *животног циклуса гране* може обезбедити битне и релевантне информације за процену тржишта акција. Животни циклус гране дели се на четири сегмента:

- 1) почетна фаза – карактерише је брз раст,
- 2) фаза консолидације – стопа раста није изразито висока, али је виша од стопе раста укупне привреде,
- 3) фаза зрелости – раст је приближан расту укупне привреде,
- 4) фаза релативног опадања – опадање привредне стопе и ситуација када је она нижа од стопе раста укупне привреде<sup>11</sup>.

Структура и перформансе привредне гране значајне су са аспекта односа између гранске структуре, конкурентске стратегије и профитабилности. Michael Porter је 1980. и 1985. године одредио пет елемената који одређују опасност од конкуренције:

- 1) опасност од уласка нових конкурената,
- 2) ривалитет између постојећих конкурената,
- 3) притисак алтернативних производа,
- 4) преговарачка моћ купаца,
- 5) преговарачка моћ добављача<sup>12</sup>.

### 1.3 Анализа и вредновање акција појединачних компанија

Након макроекономске анализе и анализе гране, наредни корак фундаменталних аналитичара је утврђивање исправности вредновања акција компаније у односу на неко мерило стварне вредности<sup>13</sup>. Поступак се заснива на расположивим тржишним подацима и информацијама добијеним из финансијских извештаја. Један од

начина добијања резултата је и *вредновање путем поређења*, где се, на пример, могу поредити тржишна и књиговодствена вредност компаније. Недостаци књиговодствене вредности огледају се у примени рачуноводствених пракси и међународних стандарда, а надокнађују се коришћењем других термина: ликвидациона вредност, трошак замене и Тобиново  $q$ <sup>14</sup>. Значајно је поређење интринзичне (унутрашње) вредности насупрот тржишној цени, затим модели дисконтовања дивиденди (модел дисконтовања дивиденди константног раста, двофазни модел дисконтовања дивиденди и вишефазни модели раста), однос цене према заради (P/E ratio или P/E стопа), комбинација P/E анализе и модела дисконтовања дивиденди и на крају остале упоредне стопе вредновања и модели вредновања на бази новчаних токова.

Сваки од наведених показатеља и модела има своје предности и недостатке, а аналитичари искоришћавају недостатке и прилике које су у супротности са теоријом о ефикасности тржишта. Они користе информације добијене анализама базираним на претходно наведеним моделима и показатељима и идентификују потцењене и прецењене хартије од вредности на тржишту капитала. Један од најпопуларнијих приступа процени комплетног тржишта заснива се на *агрегатном мултипликатору зараде* – прво се предвиђа будући профит појединачних компанија, а затим се процењује мултипликатор зараде (агрегатни P/E рацио) базиран на предвиђањима дугорочних каматних стопа. Производ ове две прогнозиране вредности представља процену вредности комплетног тржишта на крају датог периода<sup>15</sup>. Међутим, најтежи задатак је доћи до вредности прогнозираних вредности у једначини. Оне зависе од инпута (улазних података) које аналитичар користи за добијање процењеног агрегатног P/E рација и профита појединачних компанија<sup>16</sup>. Аналитичари који користе фундаменталну анализу морају узети у обзир *финансијске информације* за вредновање акција, а извор тих информација су *финансијски извештаји предузећа: биланс стања, биланс успеха и извештај о*

11) Bodie и др. (2009), стр. 373-379.

12) Bodie и др. (2009), стр. 379-381.

13) Значајно је нагласити да се стварна вредност може само проценити.

14) Џејмс Тобин је добитник Нобелове награде за економију и овај концепт је добио име по њему. Тобиново  $q$  представља однос тржишне вредности према трошку замене. Оно подразумева да тржишна вредност фирме не може бити много већа од трошка замене, јер би у супротном конкуренти направили сличне конкурентске компаније и то би произвело умањене тржишних вредности свих компанија у тој делатности. Стога, њихова тржишна вредност би се изједначила са трошком замене. Трошак замене активе предузећа умањен за њену пасиву може исто тако бити значајна ставка у билансу стања приликом вредновање компанија.

15) Bodie и др. (2009), стр. 416.

16) Bodie и др. (2009), стр. 388-412.

готовинским токовима. Посебно се наглашава разумевање разлике између економског и рачуноводственог профита и утицај политике задуживања на различите финансијске индикаторе. Нарочито важан фактор за аналитичаре је и спознаја о ограничењима анализе финансијских извештаја, као инструмента за откривање погрешно процењених акција. Постоје два разлога за наведена ограничења, а то су: разлике у рачуноводственој пракси између компанија и утицај инфлације на рачуноводствене податке. Аналитичари морају озбиљно размотрити утицај тих фактора да би извршили успешну анализу и остварили позитивне резултате вредновања акција компанија које котирају на тржишту капитала.

## 2. Техничка анализа

Одступања кретања цена акција на тржишту од тренда који дефинише теорија о ефикасности тржишта и нерационална понашања инвеститора представљају загонетку коју покушавају да одгонетну *бихејвиористичке теорије финансија*. Питање да ли аномалије које се појављују на тржишту само проистичу из узорка, да ли су узроковане конфликтима између институционалних инвеститора или су производ стално присутних и широко распрострањених начина пословања који нису у складу са основним постулатима економске теорије. Бихејвиористичке теорије су млада теоријска школа која покушава да дефинише кохерентне теорије које у потпуности објашњавају тржишне аномалије. Постојање тржишних аномалија, без обзира на њихов извор, оправдава коришћење *методе техничке анализе* за искоришћавање неефикасности тржишта и идентификовање акција чије цене су на нивоу који не представља исправно вредновање од улагача. Наведена анализа се сматра делом активног управљања портфолијом, а успешност се мери висином профита, тј. да ли ствара натпросечне приносе инвеститорима<sup>17</sup>. Она је базирана на анализирању кретања цена предузећа или индекса у прошлости и тврди да ће историјске информације о ценама и обиму трговања утицати на будуће кретање цена. Технички аналитичари занемарује податке које користе фундаментални аналитичари. Претпоставке на којима су засноване ове две стратегије су потпуно супротстављене, као и идеје о вредновању акција на тржишту капитала<sup>18</sup>.

Основа техничке анализе је покушај да се искористе обрасци кретања цена акција у прошлости, за које се претпоставља да ће се понављати, да би се креирао образац кретања цена акција у будућности. Предвиђањем будућег обрасца кретања цена акција на основу информација из прошлости остварује се циљ техничке анализе, а то је зарада изнад просечних профита на тржишту хартија од вредности. Технички аналитичари сматрају да се промене у тржишним фундаменталним факторима могу приметити пре него што се оне одразе на цене и док тржиште преко цена не реагује на те промене. За то време, проницљиви инвеститори или портфолио менаџери искористиће указану прилику и остварити абнормалне зараде. Технички аналитичари не негирају значај и употребну вредност фундаменталних информација и сматрају да ће се цене акција на крају „приближити“ својим фундаменталним вредностима. По њима *бихејвиористички (ирационални) фактори* смањују утицај споменутих тржишних фундаменталних фактора, а насумичне варијације цена ће се кретати у складу са одређеним трендом – који се може предвидети на основу историјских информација о кретању цена акција. Постепени нестанак ових варијација технички аналитичари користе за остваривање изнад просечних зарада. Техничка анализа се веома често назива и *чартизам*, јер изучава информације о кретању цена и обима трговања, тј. чартове или графиконе (charts). Постоји више врста техничке анализе, а то су:

- 1) *Дауова теорија (Dow Theory коју се креирао творац Wall Street Journal-а Charles Dow)* – иако застарела сматра се основом за највећи део техничке анализе, а напреднији методи су само разне варијанте наведеног Дауовог приступа. Циљ теорије је да се утврде дугорочни ценовни трендови на тржишту акција, а користе се два показатеља: кључни показатељ - DJIA (Dow Jones Industrial Average) и показатељ који служи за проверу на бази којег се потврђује или одбацује одређени наговештај на тржишту капитала - DJTA (Dow Jones Transportation Average)<sup>19</sup>. По овој теорији три силе утичу на цене акција: примарни тренд (дугорочно кретање акција од неколико месеци до неколико година), секундарни или интермедијарни трендови (краткорочна

17) Шошкић (2006), стр. 320-332.

18) Дамодаран (2005), стр. 450-465.

19) Bodie и др. (2009), стр. 654.

- одступања цена од основног тренда и она се елиминишу путем корекција када се цене акција враћају у оквиру тренда) и терцијални или минорни трендови (дневне флукуације које немају пуно значаја). За Дауову теорију су изузетно битни и појмови нивоа подршке и нивоа отпора. Ниво подршке је вредност испод које је мала вероватноћа да ће тржиште пасти, док је ниво отпора вредност коју ће тржиште тешко премашити. Вредности нивоа подршке и отпора одређују се на основу кретања цена у блиској прошлости. Постоје варијације Дауове теорије, као што су Elliotova теорија таласа (цене акција се описују као скупови образаца кретања цена у таласима) и теорија о Kondratieffovim таласима (макроекономија се креће у широким таласима који трају између 48 и 60 година), али све оне се заснивају у највећем делу на теорији коју је створио Dow Jones.
- 2) *Графикони тачака и симбола (point and figure charts)* – конструише се применом показатеља за ценовне промене навише и наниже. Одређује се јединица мере (износ новца) за коју се евидентира промена цене нагоре и надолу у будућем графикону<sup>20</sup>;
  - 3) *Свећа графикони (candlestick graphs)* – правоугаоник кроз који пролази вертикална линија омогућава техничким аналитичарима да утврде цену при отварању и затварању дана трговања, као и највишу и најнижу цену. Чартови дају много информација о нивоу цена акција у скоријем периоду, а ова врста графикана може се израђивати за краће и дуже временске периоде од једнодневних приноса. На пример, може се вршити израда чартова применом цена у току једног дана или применом недељних цена. Међутим, приликом трагања за обрасцима кретања цена на тржишту и анализирања различитих графикана постоји могућност да због снажне жеље за остваривањем екстра профита, аналитичар „открије“ привидне обрасце који заправо не постоје. Појам *data timing* је повезан са тенденцијом опажања образаца тамо где
- они не постоје. Историјске информације могу допринети стварању образаца и правила који доносе абнормалну зараду и за које је емпиријски доказано да су доносили зараду у прошлости. Међутим, не постоји гаранција да ће они бити успешни и у будућности. Имајући у виду све наведене чињенице, аналитичар треба прво да провери разумност правила пре него што користи његове информације, јер је могуће да је то правило једно од многих који су доносили зараду у прошлости. Кључно питање за аналитичара је да ли има довољно убедљивих доказа да верује да оно што је добро функционисало у прошлости, да ће наставити да функционише и у будућности<sup>21</sup>;
- 4) *Технички показатељи* – три врсте техничких показатеља које користе чартисти:
    - а) показатељи расположења – одређивање тренутних и будућих очекивања различитих група инвеститора, као што су инвеститори који улажу у инвестиционе фондове, личности које имају руководеће и битне функције у компанијама (инсајдери) или експерти са Њујоршке берзе хартија од вредности (NYSE). Користе се следеће методе за одређивање расположења: трин статистика, трговина непотпуним лотовима, индекс поверења, пут/кол стопа и готовинске позиције отворених инвестиционих фондова,
    - б) показатељи тока средстава – потенцијал различитих група инвеститора за улагање у наредном периоду, а оцењују се помоћу разматрања следећих елемената: интерес за продају на кратко и стање на рачунима код брокера;
    - ц) показатељи тржишне структуре – прате ценовне трендове и циклусе, а за обављање анализе користе се следећи индикатори: покретни просек, ширина тржишта и релативна снага<sup>22</sup>;
  - 5) *Value Line систем компаније Value Line* – највећи је саветодавни сервис за инвестирање у свету. Наведена компанија

20) Bodie и др. (2009), стр. 656-658.

21) Bodie и др. (2009), стр. 656-658.

22) Bodie и др. (2009), стр. 660-666.



објављује извештај *Value Line Investment Survey*, који садржи све податке о фундаменталним индикаторима за око 1700 отворених акционарских друштава. Она такође рангира сваку од ових акција према очекиваном повећању цена (ап्रेसијацији) у наредном периоду од једне године. Рангирање се врши од броја 1 ка броју 5, при чему се компаније са најбољим оценама налазе у групи 1, а затим следе оне лошије. Рангирање се састоји од разматрања трију кључних сегмената: релативно кретање профита, изненађење у погледу објављеног профита у односу на предвиђен од компаније Value Line и индекса вредности<sup>23</sup>.

На основу свега размотреног у овом поглављу, може се закључити да су аргументи техничке анализе у потпуној супротности са основама теорије о ефикасности тржишта. Обрасци кретања цена који су производ техничке анализе представљају потпуно кршење правила о непредвидљивом кретању цена акција, инкорпорирани историјских података у тренутну цену акција и брзом и ефикасном прилагођавању цена акција новим информацијама заступљеним у хипотези о ефикасности тржишта. Проблем техничке анализе је и *самодеструктивност (самоуништавање)* ценовних образаца, која подразумева да након њиховог откривања долази до претераног коришћења тог правила. Као резултат, следи нагли скок или пад цена укључених у дати откривени образац. Након самоуништења откривених ценовних образаца следи потрага за новим и тренутно неоткривеним правилима.

### Закључак

Анализа вредности и цена хартија од вредности представља основ за рад и функционисање портфолио менаџера и инвеститора на комплексном тржишту капитала. Постоје различити приступи анализе акција, али се издвајају два најактуелнија начина: фундаментална и техничка анализа. Достигнућа и резултати фундаменталне и техничке анализе у потпуности су супротни са ставовима теорије о ефикасности тржишта, која подразумева да су у цену акција већ укључене њихове историјске информације и да тржиште брзо и ефикасно

инкорпорира све нове доступне податке о акцијама у њихову тренутну цену. Циљ претходно споменутих анализа је да се искористе аномалије на тржишту, тако да се идентификују потцењене и прецењене хартије од вредности и да се на основу тога предвиде њихове будуће цене. Као резултат успешне анализе, аналитичари остварују екстра профите. Међутим, њихова анализа мора бити квалитетнија од осталих анализа на тржишту да би се остварили наведени профити. Разлог за то је чињеница да када сви учесници на тржишту имају релевантне информације, цена акција се брзо уравниожеује и не могу се остварити напросечне зараде. Фундаментална анализа базирана је на анализи основних економских показатеља, како макроекономских тако и микроекономских, на основу којих се процењују вредност и цена акција. Елементи фундаменталне анализе су макроекономска анализа, анализа гране и појединачна анализа акција компаније. Различити економски индикатори користе се за спровођење ове анализе и коначни резултати дају квалитетну основу за остваривање зарада, као што је праћење глобалних економских показатеља, домаћих макроекономских индикатора, БДП-а, запослености, пословних циклуса, профитабилности грана привреде, готовинских токова компаније, добити, цена акција, укупног прихода и других. Са друге стране, техничка анализа заснива се на утврђивању образаца кретања цена акција у наредном периоду на бази анализирања њиховог кретања у прошлости. Постоји више различитих облика техничке анализе, али сви они су највећих делом ослоњени на Дауову теорију (Dow Theory - чувеног оснивача најпознатијих финансијских новина Wall Street Journal-a). Ова теорија функционише на систему константног праћења Дау Џонсовог индустријског индекса (DIIA) као главног елемента анализе, док се као помоћни показатељ посматра и Дау Џонсов транспортни индекс (DJTA). Елиотова теорија таласа и теорија о Кондратиефовим таласима су варијације Дауове теорије. Веома корисне податке са аспекта техничке анализе обезбеђују и графикони тачака и симбола (point and figure graphs), графикони свећа (candlestick graphs), различити технички показатељи, као и извештаји компаније Value Line. Портфолио менаџери и инвеститори користе резултате фундаменталне и техничке анализе да би максимизовали своју зараду. Ове анализе пружају велики број вредних

23) Индекс вредности се добија:  $V = a + b_1x_1 + b_2x_2 + b_3x_3$ , где је  $x_1$  - оцена од 1 до 10 која зависи од рејтинга у погледу релативног кретања профита у поређењу са рангом компаније у последњих 10 година,  $x_2$  - оцена од 1 до 10 заснована на релативној снази акције, где су односи израчунати слично као и у случају односа између профита,  $x_3$  - однос просечне релативне цене акције у последњих 10 седмица (цена акције подељена просечном ценом свих акција) и 52-недељне просечне релативне цене акције. Показатељи  $a$ ,  $b_1$ ,  $b_2$ ,  $b_3$  су коефицијенти из регресије процењени на основу података за раздобље од 12 година.

Bodie и др. (2009), стр. 667-668.

података са тржишта капитала и улагачи морају да процене који од њих су валидни за одређену активност и у којем тренутку. Разматрање фундаменталних података приликом анализе акција од изузетне је важности и може донети кључне информације за предвиђање кретања цене акција у будућности у односу на велики број упоредних фактора. Техничка анализа доноси информације о обрасцима кретања цена акција у прошлости, на основу којих се могу предвидети одређени трендови на тржишту капитала у будућности. Многи економисти указују на доказе ирационалности тржишта акција као последице одлука појединачних инвеститора у немилосрдној борби за екстра зараду. Стога, не треба занемарити ни бихејвиористичку критику теорије ефикасности тржишта са аспекта доказа који се односе на кретање цена власничких хартија од вредности (акција). Међутим, изузетно је битно да приликом доношења одлуке о инвестирању не преовлађује утицај ниједне од наведених анализа и да инвеститор одлучује у складу са својим очекивањима, без обзира на крајње резултате анализа.

Тржиште капитала изузетно се брзо развија и модернизује, тако да се константно појављују нови моменти у трговини хартијама од вредности. Настају нови производи и инструменти трговања, нове методе и начини обављања трансакција. Аналитичари морају бити стално упознати са новим елементима који се јављају да би њихове анализе биле успешне. У последње време појављује се феномен *веома интензивног трговања (high frequency trading – HFT) на интегрисаним*

*светским тржиштима капитала*. Овај начин трговања заснива се на компјутерима, где информатички програми у складу са задатим алгоритмима (параметрима или оквирима) извршавају налоге продаје и куповине хартија од вредности. Унапред се постављају оквири за трговање у компјутерском програму, који у делићима секунде извршава налоге на изузетно брзом тржишту капитала. Ови информатички програми реагују доста брзо и човек није у могућности да „голим оком“ праги брзину трговања, пошто налоге за трговину обављају машине (у овом случају су компјутери купци и продавци хартија од вредности – активни учесници на тржишту капитала). Овакав вид електронске трговине хартијама од вредности, који се поред класичног начина куповине и продаје акција, тренутно одвија на тржиштима капитала је недовољно познат широкој светској инвеститорској јавности и може да створи аномалије на тржишту капитала. На пример, познат је случај великог пада америчких берзанских индекса од 6. маја који је изазвао панику на светским тржиштима, а касније је откривено да је то била последица грешке у компјутерском програму једне компаније<sup>24</sup>. Кључно питање које се намеће је да ли је то стварно била „грешка“ или је можда „намера“. Наведена „грешка“ је довела до масовне распродаје великог износа одређених акција од стране машине – у овом случају инвеститора, што је проузроковало панику међу осталим инвеститорима на светском тржишту капитала. Стога, и овакви случајеви могу створити одређене трендове који немају никакво упориште ни у једној анализи, а могући су. Може се

24) Велики пад америчких берзанских индекса десио се 6. маја 2010. године, када је дошло до огромне продаје акција у вредности од 4,1 милијарде долара. Тог дана у 14:42, када је Dow Jones индекс до тада већ био у паду за преко 300 базних поена, десио се нови пад вредности од преко 600 базних поена, у року од само пар минута (у том тренутку пад је досегао рекордан износ од око 1000 базних бодова). То је изазвало панику на тржишту, па су и остали учесници почели да следе тренд продаје акција. Највише су биле погођене цене акција компаније *Procter & Gamble*, које су у једном моменту изгубиле на вредности 37%, али су се на крају дана стабилизовале и њихов дневни негативни биланс је износио 2,2%. Иако је у једном тренутку Dow Jones Industrial Average Index (DJIA Index) пао за близу 10% и S&P 500 за 3%, на затварању тржишта резултат је био следећи: DJIA пао за 3,20%, S&P за 3,24%, а *Nasdaq* за 3,44%. У том кризном тренутку, последице по друга финансијска тржишта су се исто тако негативно манифестовале – цена обвезница је расла, цена нафте у Њујорку је пала за 2,86 USD, док је долар у односу на јен изгубио на вредности за око 6%. Иако су амерички берзански индекси вратили своје предкризне вредности за само 10 минута, никоме није било јасно због чега је и дошло до тако наглог пада на тржишту. У то време тржиште капитала у свету је већ било под снажним притиском због грчке дужничке кризе и могућности да и друге европске државе упадну у сличне дуговне проблеме. Међутим, није постојао ниједан огроман структурни проблем који би могао објаснити тако велику и изненадну кризу. Прва истрага америчких агенција за надзор над трговањем није успела да идентификује кривца и прикупи доказе који би дали објашњење овог проблема. Међутим, друга истрага открила је да је кривац за драстичан пад берзанских индекса 6. маја 2010. године електронско трговање акцијама, које се обавља путем рачунарских алгоритама. То су показали извештаји Агенције за надзор над трговањем хартијама од вредности и Агенције за надзор над трговањем терминским уговорима у Сједињеним Државама, у којима је утврђено да је компјутерски алгоритам у року од само 20 минута продао 75.000 уговора вредних 4,1 милијарду долара. Дакле, проблем је настао због рачунарског алгоритма, који је подешен да осигура компанију од промена цена на тржиштима, али је у овом случају алгоритам урадио управо супротно. Алгоритми су математичке формуле које спроводе трговачке операције у задатим оквирима, које одређују људи. Истрагом је утврђено да је овај програм и раније обављао сличне операције продаје (обим промета и утврђене цене) акција у року од пет сати, али да је у овом случају трансакција обављена у року од само 20 минута. Самим тим, може се закључити колико временска димензија и грешке које настају у компјутерским алгоритмима могу да имају катастрофалне последице на фер трговање и саму ефикасност тржишта хартија од вредности. Агенције нису именовале компанију која је створила претходно споменуто кризу, али је једино компанија *Waddell & Reed Financial* из Канзаса пријавила толики обим трговине 6. маја 2010. Мера за спречавање будућних криза овог типа представљена од стране регулатора у Америци је увођење „circuit breakers“, тј. нових ограничења трговине који предвиђају заустављање трговине за 5 минута уколико акције падну за више од 10% у периоду од пет минута. Ове мере ће бити тестиране на узорку одређених акција компанија котираних на 404 NYSE из групе акција индекса S&P 500, у року од шест месеци који се завршава 10. децембра 2010. године ([www.bbc.co.uk/news/business-11456941](http://www.bbc.co.uk/news/business-11456941), [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com), [www.ft.com](http://www.ft.com), [www.economist.com](http://www.economist.com)).

закључити да ће се овакви случајеви дешавати и у будућности, а наведени пример показује велику рањивост светских берзи у време када се електронско трговање све више приближава класичном. На крају, инвеститори на основу својих одлука добијају награду, тј. остварују натпросечан профит, или бивају кажњени, тј. губе своју имовину, па се и сам процес одлучивања мора заснивати на анализи разноврсних фактора.

### Литература

1. Боди, З., Кејн, А. и Маркус, А., *Основи инвестиција*, превод „Датастатус“, Београд, 2009.
2. Дамодаран, А., *Корпоративне финансије – теорија и пракса*, Модус – Центар за статистичка истраживања и прогнозе, Подгорица, 2005.
3. Ерић, Д., *Финансијска тржишта и инструменти*, II измењено и допуњено издање, Београд, 2003.
4. Fleckenstein, W. i Sheehan, F., *Greenspan's Bubbles – the Age of Ignorance at the Federal Reserve*, McGraw Hill, New York, 2008.
5. Greenspan, A., *The Age of Turbulence*, The Penguin Press, New York, 2007.
6. Howells, P., i Bain, K., *Financial Markets and Institutions*, Pearson Education Limited, Harlow, 2004.
7. Krugman, P., *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, W.W. Norton & Company, Inc, New York, 2008.
8. Микеревић, Д., *Процена вредности предузећа*, Економски факултет Бања Лука и Финрар, Бања Лука, 2008.
9. Мишкин, Ф., *Монетарна економија, банкарство и финансијска тржишта*, „Дата статус“, Београд, 2006.
10. Шошкић, Д. и Живковић, Б., *Хартије од вредности: управљање портфолиом и инвестициони фондови*, Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду, Београд, 2006.
11. Шошкић, Д. и Живковић, Б., *Финансијска тржишта и институције*, Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду, Београд, 2006.

### Веб-странице:

- [www.bbc.co.uk/news/business-11456941](http://www.bbc.co.uk/news/business-11456941)
- [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)
- [www.bondsonline.com/asp/research/bondratings.asp](http://www.bondsonline.com/asp/research/bondratings.asp)
- [www.ecb.int](http://www.ecb.int)
- [www.economist.com](http://www.economist.com)
- [www.federalreserve.com](http://www.federalreserve.com)
- [www.ft.com](http://www.ft.com)
- [www.investopedia.com/articles/03/202203.asp](http://www.investopedia.com/articles/03/202203.asp)

др Властимир  
ВУКОВИЋ<sup>0</sup>  
др Градимир  
КОЖЕТИНАЦ<sup>1</sup>

## Отпорност банкарског сектора Србије на ударе глобалне финансијске кризе и рецесије

### Резиме

Удари глобалне финансијске кризе и рецесије ставили су на пробу отпорност банака широм света. Већ 2008. године постало је јасно да се банке не могу саме изборити са нарастајућим проблемима. Централне банке, као кредитори у крајњој инстанци, такође нису могле да сузбију финансијску кризу без владине помоћи. Захваљујући огромној директној финансијској подршци јавног сектора, спречена је системска неликвидност, банкарска паника и масовна банкротства банака.

Упркос рекапитализацији посусталих банака, остале су недоумице у вези са јачином удара будућих криза које би оне могле издржати. Генерални одговор на ово питање пружају индикатори финансијске снаге, док стрес тестови, односно тестови оптерећења, показују ниво отпорности. Ипак, наведени индикатори и тестови коришћени су и пре ове кризе, али нису упозоравали на недовољну отпорност банака. Очигледно је да су примењивани благи негативни сценарији у настојању да се јавност увери у снагу и здравље банака.

Отпорност банкарског сектора Србије такође је испитивана током 2009. и 2010. године, применом стандардне IMF методологије. Резултати тестова били су одлични, што је и очекивано, имајући у виду екстремно високе индикаторе капиталне адекватности, ликвидности и профитабилности. Међутим, извештавање о добијеним резултатима било је изненађујуће иштуро, због чега су у овом раду коришћени ФСАП извештаји ММФ-а за Србију. Мада је пројектован изразито негативан макроекономски сценарио, са аутопут гепом од – 5,8% и депресијацијом номиналног девизног курса према евр у распону од 12-25%, што неминовно изазива раст проблематичних кредита и пад капиталне адекватности, показало се да овдашње банке имају довољно капитала да амортизују ове ударе. Потреба за рекапитализацијом евидентирана је само код неколико мањих банака у претежно државном власништву. Стрес тестови ликвидности такође су били оштри, јер је претпостављено да током пет дана депозити сукцесивно падају – предузећа за 2%, а грађана за 7% сваког дана! Иако је било претпостављено да тих дана банке немају приступ екстерним изворима финансирања, ниједна банка у Србији, према резултатима тестова, није постала неликвидна. Зато је разумљиво што је ММФ у свом последњем извештају констатовао да је банкарски сектор Србије високо капитализован и ликвидан, као и да показује завидну отпорност у стрес тестовима. Поређење са банкарским секторима земаља у ширем окружењу – чланицама ЕУ, додатно учвршћује оцену о високој отпорности домаћег банкарства на спољне шокове.

**Кључне речи:** глобална финансијска криза, рецесија, отпорност банака, стрес тестови, макроекономски сценарио.

0) др Властимир Вуковић, виши научни сарадник, Институт економских наука, Београд

1) др Градимир Кожетинац, ванредни професор, Београдска банкарска академија, Београд

### Увод

Отпорност банака широм света на ударе глобалне финансијске кризе и рецесије стављена је на пробу од избијања кризе, августа 2007. године. Убрзо је постало јасно да се банке не могу саме изборити са нарастајућом финансијском кризом, која је већ наредне 2008. године изазвала рецесију у многим земљама, а најпре у економски најразвијенијим. Централне банке у улози кредитора крајње инстанце (*lender of last resort*) такође нису могле да сузбију финансијску кризу без помоћи државе. На крају, системска неликвидност, банкарска паника и масовна банкротства банака предупређени су енормном финансијском подршком јавног сектора<sup>2</sup>.

Убризгавањем свежег капитала, које је представљало окосницу финансијске подршке, вршена је рекапитализација посусталог банкарства. Капитално ојачане банке су наставиле пословање, али су остале недоумице у вези са јачином удара евентуалне будуће кризе које оне могу издржати. Генерални одговор на ова питања пружају индикатори финансијске снаге (*Financial Soundness Indicators*), док ниво отпорности показују резултати стрес тестова (*Stress Tests*), којима се симулирају одговарајући (искуствени и претпостављени) негативни сценарији. Међутим, наведени индикатори и тестови коришћени су и пре ове кризе, али нису упозоравали на недовољну отпорност банака<sup>3</sup>. Објашњење је једноставно - године пре кризе биле су просперитетне, а негативни сценарији релативно благи. Тек прошле године су први пут симулиране претпоставке које су донекле подражавале макроекономске поремећаје из времена Велике депресије 30-их година<sup>4</sup>.

Испитивања помоћу стрес тестова нису битна само за утврђивање отпорности банака на непожељне догађаје у будућности, већ и за уверавање јавности у снагу и здравље банкарства и целокуп-

ног финансијског сектора. Медијска пажња са којом је 23. јула ове године праћено објављивање резултата стрес тестова великих европских банака (91), спроведених од стране Комитета европских банкарских супервизора у сарадњи са Европском централном банком, Европском комисијом и националним супервизорима земаља ЕУ, најречитије говори о значају ових тестирања за повратак поверења у банке и друге финансијске посреднике. Отуда је разумљиво што је у први план истицан податак да је од 91 тестираног банака, чак њих 84 или 92% било успешно, односно одолело претпостављеним негативним шоковима<sup>5</sup>. Сумња у преосталих седам поткапитализованих кредитних институција – регионалних штедионица и државних банака - минимизована је пореклом њихових претежних власника, који су одмах најавили своје учешће у будућим докапитализацијама. Стручним опаскама о благом негативном сценарију није дат већи публицитет, док могућност симулације негативнијих претпоставки није најављивана.

Отпорност банкарског сектора Србије такође је испитивана након прошлогодишњег Закључног саопштења тзв. Бечке иницијативе, којим је најављено да ће „бити извршени стрес тестови, у складу са методологијом ММФ, који ће проверити отпорност банака у случају погоршавања спољних услова и домаће тражње током наредних месеци“<sup>6</sup>. Резултати тестова били су одлични, што је и очекивано, имајући у виду екстремно високе индикаторе капиталне адекватности, ликвидности и профитабилности. Међутим, извештавање Народне банке Србије о добијеним резултатима било је неочекивано штуро<sup>7</sup>. Изостао је и агрегатни извештај, уобичајен у другим земљама, као и комплетни резултати за сваку тестирану банку. Зато су у овом раду коришћени *ФСАП* извештаји ММФ-а за Србију<sup>8</sup>, који садрже агрегатне податке за основне врсте ризика: кредитни, тржишни (девизни ризик и ризик каматне стопе) и ризик ликвидности, док

2) BIS (2009), *79<sup>th</sup> Annual Report, 1 April 2008 – 31 March 2009*, Bank for International Settlements.

3) Сажет приказ ранијих стрес тестова према броју и врстама банака и карактеристикама сценарија пружа рад Fender, I., Gibson, M., and Mosser, P. (2001), „An International Survey of Stress Tests“, *Current Issues in Economics and Finance*, Volume 7, Number 10, November 2001, Federal Reserve Bank of New York.

4) Fed (2009), *The Supervisory Capital Assessment Program: Overview of Results*, Board of Governors of the Federal Reserve System, May 7, 2009.

5) CEBS - *Committee of European Banking Supervisors* (23 July 2010), *Aggregate outcome of the 2010 EU wide stress test exercise coordinated by CEBS in cooperation with the ECB*.

6) Закључно саопштење банака учесница на координационом састанку финансијског сектора посвећеном Србији, одржаном у Бечу 27. марта 2009. године, т. 6. ([www.nbs.rs](http://www.nbs.rs))

7) Три слике у презентацији *Актуелна монетарна и макроекономска кретања – резултати стрес-тестова банкарског система* (8. октобра 2009), кратко саопштење са три податка (13. јануара 2010), једна реченица у Годишњем извештају за 2009. (22. јуна 2010) и непунa страница у Извештају о стању у финансијском систему 2010. (23. јула 2010.).

8) IMF Country Report No. 10/147 i IMF Country Report No. 10/149 (May 2010).

резултате по банкама нису дати ни у овим извештајима.

Рад је сегментован у складу са фокусираном истраживачком темом и њеном актуелношћу, тако да након увода следе међусобно повезани делови: перформансе светског банкарства током кризе (1), утицај кризе на банкарски сектор Србије (2), отпорност домаћег банкарства – резултати стрес тестова (3) и упоредна анализа отпорности банака у Србији и земљама ширег окружења (4). Сумарни резултати анализе наглашени су у закључном делу.

### 1. Перформансе светског банкарства током кризе

Глобална финансијска криза и рецесија нису само драматично погоршале перформансе светског банкарства, већ су довеле у питање и његов опстанак. Слом банкарских сектора у најразвијенијим економијама и последични колапс банака у већини других земаља спречен је захваљујући подршци јавног сектора, чији је кумулативни обим од октобра 2008. године само у Европи надмашио четвртину бруто домаћег производа (БДП)<sup>9</sup>. Без ове огромне и комплексне државне подршке банкарском сектору, последице по реални сектор биле би још погубније, при чему би економска рецесија брзо прерасла у депресију дубљу него у време највеће економске кризе 30-их година прошлог века.

Опоравак финансијских тржишта тече веома споро, нарочито тржишта акција и дужничких хартија од вредности, чији су емитенти банке и друге финансијске и нефинансијске институције и компаније<sup>10</sup>. Такође су забележене негативне стопе раста реалног БДП-а у свим економски најразвијенијим земљама током 2009. године (сумарно -3,2%). Највећи пад агрегатне производње, после Јапана (-5,2%), евидентиран је у Европској унији (-4,1%) и групи земаља евро-зоне (такође -4,1%). Појединачно, најизразитије су контракције производње у водећим европским економијама: Немачкој (-4,9%), Великој Британији (-4,9%), Француској (-2,5%) и Италији (-5,0%). Транзиционе економије централне и источне Европе такође су претрпеле велики пад агрегатне производње (-3,6%). Истовремено, Кина је оства-

рила раст производње за 9,1%, а Индија 5,7%, што је пресудно утицало да пад светског аутопута прошле године износи „само“ 0,6%.<sup>11</sup>

У таквим околностима је разумљиво што су перформансе светског банкарства пале на изузетно низак ниво, упркос енормној помоћи. Дубину пада јасно показују основни индикатори финансијске снаге – квалитет активе, капитална адекватност, ликвидност и профитабилност. Опдање квалитета активе најречитије потврђује вишеструки раст удела проблематичних кредита (*non-performing loans*) у укупним кредитима, пре свега у САД (са 0,8% у 2006. на 5,4% у 2009). Максимално учешће лоших кредита забележено је прошле године и у развијеним земљама ЕУ: 7,2% у Грчкој, 6,2% у Италији, 5,3% у Чешкој и 5,1% у Шпанији, док је погоршавање активе банака у другим европским земљама још изразитије (IMF, 2010). При томе је неопходно имати у виду чињеницу да је ниво обезбеђења (колатерализованости) банкарских кредита у мање развијеним европским земљама знатно виши него у економски развијеним, што битно утиче на квалитет активе.

Капитална адекватност, мерено односом капитала и активе банака, слабила је током кризе у већини земаља. Међутим, од октобра 2008. године, када је почела примена мера јавне подршке, капитализованост банака приметно је побољшана, нарочито након убризгавања свежег капитала. Посматрано по земљама, удео капитала испод 5% током кризе имали су највећи банкарски сектори у Европи (Немачка и Велика Британија, као и Холандија и Белгија), као и Јапан и Аустралија. Интересантно је да су банке у САД натпросечно капитализоване (11%), што је случај и у свим европским транзиционим земљама. Слика је знатно повољнија када се капитална адекватност мери односом регулаторног капитала и ризико пондерисане активе банака, мада је криза отворила питање официјелних пондера по врстама ризика. Индикатори ликвидности су побољшани након најтежег периода сумњи депонената у банке, али и међубанкарског неповерења на крају трећег квартала 2008. године (IMF, 2010).

Профитабилност банака у већини земаља пала је на најнижи ниво током 2008. године, мада је у земљама са натпросечном банкарском про-

9) ECB (2009), *Financial Stability Review*, December 2009, European Central Bank. Европа 26,9%, Европска Унија 27,5% и Евро зона 27,1% БДП-а

10) IMF (2010), *Global Financial Stability Report: Meeting New Challenges to Stability and Building a Safer System*, April 2010, International Monetary Fund.

11) IMF (2010a), *World Economic Outlook: Rebalancing Growth*, April 2010, International Monetary Fund. Априлски подаци су кориговани најновијим, датим у *World Economic Outlook: Update*, July 2010.

фитабилношћу, као што су европске земље у транзицији, опадање настављено и у прошлој години. Примарни индикатор успешности банака, принос на активу (*RoA – return on assets*), био је негативан у 2008. години на нивоу домаћих банака ЕУ (-0,1%), мада су банкарски сектори већине ових земаља, упркос великом паду профитабилности, пословали уз добитак. Објашњење пружа распоред губитака по националним банкарским секторима: водећи су остварили и највеће губитке (Немачка -0,38% и Велика Британија -0,37%), мада ни допринос осталих земаља није био занемарљив (Белгија -1,47%, Холандија -0,37% и Данска -0,14%). Принос на капитал (*RoE – return on equity*) био је такође нижи или негативан, у зависности од нивоа леверица<sup>12</sup>. Исте 2008. године *RoA* индикатор у САД пао је на нулти ниво, а у Јапану је био негативан (-0,2%). Према непотпуним подацима за прошлу годину (IMF, 2010), *RoA* профитабилност је додатно пала у већини земаља, осим у земљама чији су банкарски сектори већ пословали са губитком (Велика Британија, Белгија и Јапан). Интересантно је да су банкарски сектори већине транзиционих економија централне и источне Европе и у прошлој години имали натпросечан принос на активу, изузимајући Естонију (-5,8%), Летонију (-4,2%), Литванију (-3,5%) и Црну Гору (-0,9%)<sup>13</sup>.

Сажето презентовани показатељи финансијске снаге банака указују на изразито погоршање њихових перформанси. Квалитет активе и профитабилност су највише опали, јер јавна финансијска подршка није могла директно утицати на њих, као на капиталну адекватност и ликвидност.

## 2. Утицај кризе на банкарски сектор Србије

Утицај актуелне кризе на банкарство Србије упутно је, ради упоредивости, анализирати фокусирањем истих индикатора финансијске снаге, груписаних као и у претходном одељку. Компаративност такође изискује симултано коришћење домаћих (НБС) и страних статистичких извора (ММФ).

Висока адекватност капитала домаћег банкарског сектора, мерено односом регулаторног

капитала и ризико пондерисане активе, додатно је побољшана у последњих годину дана - од 20,8% крајем првог квартала прошле године, до 21,5% на истеку марта ове године<sup>14</sup>. Према овом основном показатељу, банкарство Србије је без премца у Европи, јер су банке другопласиране Белгије, уз све инјекције капитала, достигале 17,3% адекватности у 2009. години. Пре кризе су разлике биле још изразитије, јер су све европске земље<sup>15</sup> имале нижу капиталну адекватност банака, док је у Србији, због рестриктивности монетарне политике, крајем 2007. године евидентирано екстремних 27,9%. Пропорција банкарског капитала према активи такође је рекордно висока, премашујући 23% у протекле две године (IMF, 2010).

Проблематични кредити (доцња преко 90 дана) на крају марта ове године чинили су 16,5% укупно одобрених кредита (брuto), што је погоршање за 0,8 процентних поена у односу на крај прошле године (НБС, 2010). Највећи део проблематичних кредита дугују предузећа (77%), док су обавезе становништва по овом основу вишеструко мање (15%). Ниво проблематичних кредита је међу највишим у Европи, после Летоније, Литваније и Украјине (IMF, 2010). Посебно забрињава брз пораст лоших пласмана од 2008. године. Ипак, квалитет активе је неупоредиво бољи када се има у виду покриће проблематичних кредита обрачунатом резервом за процењене билансне губитке, које је крајем марта износило 141% (крај децембра 143%).

Ликвидност банкарског сектора Србије такође је екстремно висока, што потврђује основни индикатор – однос најликвидније активе према обавезама без рока доспећа и оних које доспевају у року од 30 дана. Прописани минимум је 1, што значи да се захтева потпуно покриће. На крају првог и четвртог квартала прошле године најликвиднија имовина је премашивала краткорочне обавезе за 1,86 пута, а крајем марта ове године чак за 2,13 пута (НБС, 2010). Сувишно је наглашавати да изузетна ликвидност имплицира сигурност, али и нижу профитабилност. Уколико се има у виду да је на крају прошле године ликвидна имовина чинила 34,4% укупне билансне активе банака<sup>16</sup>, јасне су и последице овакве ликвидности по каматне стопе на кредите и депозите.

12) ЕСВ (2009а), *EU Banking Sector Stability*, August 2009, European Central Bank.

13) Пример банкарских сектора у земљама Балтика, који су великим делом (у Естонији готово у целости) у власништву банака из Шведске и Финске, аргументовано доказује да интернационализација банака није гаранција њихове отпорности на егзогене шокове.

14) НБС (2010), Контрола пословања банака – извештај за I квартал 2010. године.

15) Изузимајући изузетно ризичне банкарске секторе Молдавије, Грузије и Јерменије (IMF, 2010).

16) НБС (2010а), *Контрола пословања банака* – извештај за четврти квартал 2009. године.

Профитабилност овдашњих банака расла је све до краја 2008. године, да би током прошле године дошло до опадања њихове RoA и RoE успешности. Уочава се да је рекордни принос на активу од 2,1% остварен у кризној 2008. години<sup>17</sup>, када су банке у Србији издржале повлачење више од милијарде евра депозита у последњем кварталу. Пад RoA профитабилности на 1% у прошлој години (НБС, 2010) још увек је изузетан резултат, не само у условима кризе. Значајно побољшање евидентирано је већ у првом тромесечју ове године, када је профитабилност износила 1,3% (НБС, 2010).

Низак ниво мултипликације капитала годинама узрокује знатно слабији принос на капитал, међу најнижима у Европи<sup>18</sup>. Максимална RoE профитабилност остварена је 2006. године (9,7%); наредне 2007. била је нижа (8,5%), а затим опет побољшана 2008. (9,3%). Прошла година је била најнеуспешнија (4,6%), али је већ у првом кварталу ове године остварено значајно побољшање (6,1%). Овогодишњи почетни опоравак RoE профитабилности остварен је захваљујући, пре свега, снижавању нивоа рестриктивности монетарне политике.

Сумарно се може закључити да је домаће банкарство издржало ударе глобалне финансијске кризе и рецесије без драматичног погоршања индикатора квалитета активе и профитабилности, истовремено побољшавајући већ високу капиталну адекватност и ликвидност.

### **3. Отпорност домаћег банкарства – резултати стрес тестова**

Спровођење стрес-тестова банкарског сектора Србије према методологији ММФ-а започето је, као што је у уводу већ истакнуто, након закључног саопштења тзв. Бечке иницијативе, крајем марта 2009. године. Први резултати укратко су дати почетком октобра прошле године. Тестирање репрезентативног узорка од 16 банака са

83% секторске активе, према претпостављеном песимистичком сценарију за 2009. и 2010. годину, према коме би годишње стопе раста БДП пале са 5,4% на -6% и -3,5% респективно, производни јаз са 0,7% на -5,8% и -8,5%, валутна депресијација са 11,8% на 12% и 10%, док би каматне стопе биле минимално промењене (за 0,1 и 2 процентна поена), дало је веома позитивне резултате – адекватност капитала била би смањена са 19% на 18%, а затим на 16,4%, уз двогодишњи пораст удела проблематичних кредита са 8,1% на 22%. Имајући у виду да је прописани минимум капитализованости 12%, као и износ покрића лоших кредита одговарајућим резервама, разумљив је закључак да је банкарски сектор способан да апсорбује све евентуалне губитке у случају остваривања нежељених претпоставки<sup>19</sup>. Исти закључак је реинтерпретиран у Годишњем извештају, у јуну ове године<sup>20</sup>.

Резултате наредних тестова НБС је објавила у Извештају о стању у финансијском систему, крајем јула ове године<sup>21</sup>. Извештајем се прецизира да је на основу података од 31.03.2009. тестирана 31 банка са 98% активе, док је целокупан банкарски сектор тестиран према подацима од 30.09.2009. и 31.03.2010, али нису дате претпоставке негативног сценарија. Након почетног стања у првој варијанти су презентовани резултати за крај 2009. и 2010, а у другој и трећој за крај 2010. и 2011. године. Промене капиталне адекватности биле су минималне у првој варијанти (20,8% - 19,9% - 18,2%) и нешто веће у другој (21,3% - 16,9% - 16,3%) и трећој (21,5% - 18,6% - 16,8%). Повећање удела проблематичних кредита било је изражитије у сва три случаја (од 31.03.2009. +8,2 процентна поена и +5,7 процентних поена, од 30.09.2009. +15,7 процентних поена и +5,7 процентних поена и од 31.03.2010. +11,2 процентних поена и +7,2 процентних поена, респективно), али уз расположиве резерве и капитал, то није умањило оцену да је „банкарски сектор Србије изузетно отпоран на спољне шокове“. На крају је констатовано да је висока отпорност остварена

17) Вуковић, В. (2009а), „Парадоксална профитабилност банкарског сектора Србије у кризној 2008. години“ у зборнику *Економска политика Србије у 2010. г.: Ка новом моделу макроекономске стабилности*, стр. 335-347, Научно друштво економиста и Економски факултет у Београду.

18) Вуковић, В. (2009), *Структурне промене и перформансе банкарства Србије: 2002-2008.*, Институт економских наука, Београд.

19) Презентација НБС *Актуелна монетарна и макроекономска кретања – резултати стрес-тестова банкарског система* (8. октобар 2009).

20) „Извршени стрес-тестови за 31 банку показали су да је банкарски сектор отпоран и на спољне и на унутрашње потресе чија је вероватноћа дешавања веома мала, те да не постоји потреба за ванредним, превентивним докапитализацијама.“ (НБС, Годишњи извештај за 2009, стр. 98).

21) НБС (2010б), Извештај о стању у финансијском систему 2010. Претходним кратким саопштењем под називом *Банкарски сектор високо капитализован и отпоран на макроекономске шокове* (13.01.2010.), апострофирана су три података, којима су само поновљени оквирни резултати прошлогодишњих тестова, очигледно у циљу подсећања јавности на стабилност и отпорност банака у Србији, након ескалације кризе у Грчкој и потреса у неким матичним банкама, пре свега у аустријској Хипо-Алпе-Адриа банци.



захваљујући пруденцијалним мерама рестриктивне монетарне политике и веома малом броју потенцијално проблематичних банака (НБС, 2010б).

Растућа почетна адекватност капитала резултат је пословне политике банака и ендогене докапитализације, без помоћи матичних банкарских холдинга и/или државе. Отуда није изненађујуће што су резултати све бољи са протоком времена. Исто се може закључити и за проблематичне кредите, чији кумулатив је у последњој трећој варијанти мањи за 2,7 процентних поена него у другој варијанти, шест месеци раније.

Најпотпунији опис макро сценарија и резултата стрес тестова домаћих банака објављен је у посебном *ФСАП* извештају ММФ-а за Србију<sup>22</sup>. Тестови су базирани на подацима из јуна 2009. године, пројектована су два негативна сценарија, док су резултати систематизовани према основним врстама ризика (кредитни, тржишни и ризик ликвидности), како на агрегатном (секторском) нивоу, тако и по власничким групама банака, разврстаним на државне банке, локалне приватне банке и стране банке. Међутим, стандарди преглед резултата по банкама није презентован.

Према првом сценарију производни јаз је -5,8%, валутна депресијација 12%, а каматне стопе расту за 0,1 процентних поена, док је према другом јаз -5,8% (-6,5%), депресијација 25% и раст каматних стопа 8 процентних поена. Претпоставке су утврђене на основу домаћих и упоредивих страних историјских података о макроекономским варијаблама. Овим тестовима је обухваћено 16 банака – 15 највећих приватних банака и једна државна банка, које су управљале са 84% секторске активе (IMF, 2010б).

Увећање кредитног ризика илуструје раст проблематичних кредита за 13,5 процентних поена, од чега је преко 10 процентних поена последица валутне депресијације (слабљења динара) и производног јаза, док је остатак од око 3 процентна поена резултат раста каматних стопа. Адекватност капитала је такође погоршана, са почетних 21,2% на 18,2% (први сценарио), односно 15,9% (други), али је и најлошији резултат знатно изнад прописаног минимума од 12%. Интересантни су резултати отпорности на кредитни ризик по групама банака: најотпорније су локалне приватне банке, које су иначе и највише докапитализоване (27,9% - 26,7% - 24,5%), затим стране банке (20,4% - 17,4% - 15,3%) и на крају је тестирана државна банка (21,4% - 17,6% - 14,2%).

Поређење показује да су затечени ниво и промене капиталне адекватности за државну и стране банке приближни, за разлику од екстремно докапитализованих и отпорних локалних приватних банака. У првом сценарију ниједна банка није остала без капитала, једна је пала испод 8% и три су бележиле адекватност капитала у распону 8-12%, док би докапитализација ових банака до прописаног минимума изискивала пет милијарди динара или 0,2% БДП-а. Према негативнијем сценарију једна банка губи капитал, једна банка је пала испод 8% и четири испод 12%, при чему би за докапитализацију било потребно 20,6 милијарди динара, односно 0,7% БДП-а.

Тржишни ризик је приметно нижи, пре свега због незнатног ризика каматне стопе у маргинализованом трговачком портфолију овдашњих банака, који представља одраз неразвијености тржишта капитала. Отуда највећи део тржишног ризика у нашим условима чини девизни ризик. Под претпоставком депресијације динара за 12%, капитална адекватност банкарског сектора пала би са 21,2% на 19,6%, а у случају депресијације од 25% докапитализованост би износила 17,9%. У првом случају ниједној банци није потребан додатни капитал, а у другом би се једна банка морала докапитализовати за 0,3 милијарде динара. При томе је разумљиво да су девизном ризику најизложеније стране банке (20,4% - 18,7% - 17%), знатно мање државна банка (21,4% - 20,6% - 19,1%) и најмање локалне приватне банке (27,9% - 27,3% - 25,5%).

Мултифакторски сценарио симулира истовремено (комбиновано) деловање кредитног и тржишног ризика, претпостављајући макроекономске осцилације и монетарну политику из кризне 2008. године. Резултати су такође одлични – капитална адекватност свих банака постепено опада (21,2% - 19,6% - 16,5%), нешто брже опада код државне банке (21,4% - 18,8% - 14,9%) и страних банака (20,4% - 18,3% - 15,3%), док докапитализованост локалних приватних банака парадоксално расте (27,9% - 33,1% - 30,4%). У првом сценарију само једна банка остаје без капитала, што захтева милијарду динара додатног капитала, док друге банке остају изнад границе од 12%. Симулацијом другог сценарија једна банка је остала без капитала, једна је пала испод 8% и пет испод 12%, узрокујући потребу за докапитализацијом у износу од 10,7 милијарди динара или еквивалентних 0,4% БДП-а (IMF, 2010б). Сумарна оцена отпорности банкарског сектора Србије на прет-

22) IMF (2010c), *Republic of Serbia: Financial Sector Assessment Program Update – Technical Note on Banking Sector Soundness and Stress Testing*, Country Report No. 10/149 (May 2010).

постављене макроекономске шокове и ескалацију кредитног и тржишног ризика је одлична, при чему су далеко најробусније локалне приватне банке, мада је и издржљивост банака у страном и државном власништву такође висока.

Најбољи су, ипак, резултати стрес тестова ликвидности. Симулирани сценарио био је најнегативнији, с обзиром на огроман одлив штедних депозита (18%) у октобру 2008. године. Претпостављено је да се дневно повлачи 7% депозита становништва и 2% привредних депозита, при чему је искључен приступ екстерним изворима финансирања, како матичним банкама у иностранству, тако и међубанкарском тржишту и Централној банци! Током пет дана све банке су уредно измиривале експандирајуће обавезе по основу депозита! Екстремну отпорност потврдио је додатни тест, којим је калкулисано повлачење краткорочних депозита матичних банака.

На крају, намеће се закључак да су овдашње банке екстремно отпорне на евентуалне негативне шокове, док ММФ у свом синтетичком извештају констатује да је банкарски сектор Србије високо капитализован и ликвидан и да показује завидну отпорност у стрес тестовима<sup>23</sup>.

#### 4. Упоредна анализа отпорности банака у Србији и земљама ширег окружења

Основ за поређење отпорности банака у Србији и ширем окружењу пружају резултати стрес тестова банкарских сектора девет земаља<sup>24</sup> централне и источне Европе – чланица Европске уније, спроведених у периоду јун – август 2009. (Европска Централна Банка, 2009). Проблем су различите макроекономске претпоставке, али је сумарно поређење ипак могуће.

Симулиран је пад БДП-а у свим земљама током 2009. и 2010. године, од -1,4% и -1,9% у Чешкој, до -7,8% и -4,1% у Естонији. Захваљујући таквим претпоставкама, раст проблематичних кредита у 2009. био је просечно нижи (између 2 процентна поена и 10,5 процентних поена) него у Србији исте године (8,2 процентна поена), али је наредне године 2010. значајно повећан (од 8,9 процентних поена до 18 процентних поена) у односу на овдашње банке (5,7 процентних поена), према домаћим изворима (НБС, 2010б). Истовремено је капитализованост банака у овим

земљама опала за 2,8 процентних поена до 6 процентних поена, изузимајући Чешку са свега 0,7 процентних поена и нижом адекватношћу капитала. Највећи пад капитализованости банака у непосредном окружењу евидентиран је у Румунији (4,5 процентних поена), а нешто мањи у Мађарској (4 процентних поена) и Бугарској (3,6 процентних поена), док је у Србији смањење капиталне снаге износило 2,6 процентних поена. Уколико се има у виду екстремна капитализованост домаћег банкарског сектора, симулирано погоршање је још ниже релативно.

Апострофирани стрес тестови имају евидентне недостатке, од којих је најочљивији предвиђање благих шокова, супротно међународним принципима тестирања отпорности банака на стресне догађаје<sup>25</sup>. Актуелни колапс агрегатне производње у земљама Балтика недвосмислено потврђује дефектност сценарија. Макроекономски сценарио за Србију је био знатно негативнији, што је несумњиво последица ниског кредитног рејтинга земље. Са друге стране, отпорност исказана у ригорознијем макро оквиру представља вредан резултат, без обзира колико га рејтинг агенције (не)уважавале. Поређење са земљама у ширем окружењу – чланицама ЕУ додатно учвршћује оцену о високој отпорности домаћег банкарства.

#### Закључак

Глобална финансијска криза и рецесија разоткриве су неотпорност банака на негативне шокове. Системска неликвидност, банкарска паника и масовна банкротства спречени су искључиво захваљујући огромној и комплексној помоћи јавног сектора.

Упркос рекапитализацији, показатељи финансијске снаге банака, посебно у Европи, указују на изразито погоршање њихових перформанси. Квалитет активе и профитабилност су највише пали, јер јавна финансијска подршка на њих није могла директно утицати, као на капиталну адекватност и ликвидност.

Истовремено, банкарски сектор Србије издржао је ударе глобалне економске кризе без драматичног погоршавања индикатора квалитета активе и профитабилности, истовремено побољшавајући већ високу капиталну адекватност и

23) IMF (2010b), *Republic of Serbia: Financial Sector Assessment Program Update – Financial System Stability Assessment*, Country Report No. 10/147 (May 2010).

24) Бугарска, Чешка, Естонија, Мађарска, Летонија, Литванија, Пољска, Румунија и Словачка.

25) BIS (2009b), *Principles for sound stress testing practices and supervision*, Basel Committee on Banking Supervision, Bank for International Settlements, May 2009.

ликвидност. Резултати стрес тестова само су потврдили да су овдашње банке екстремно отпорне на евентуалне негативне шокове. Индикативно је да најотпорније локалне приватне банке следе банке страног порекла, а на зачељу су банке у државном власништву. Према врстама ризика, најизраженији је кредитни ризик, затим девизни ризик и ризик ликвидности, док је ризик каматне стопе занемарљив. Отуда није било изненађујуће што је ММФ у свом последњем извештају констатовао да је банкарски сектор Србије високо капитализован и ликвидан и да показује респектабилну отпорност у стрес тестовима (IMF, 2010б).

Поређење са банкарским секторима земаља у ширем окружењу – чланицама ЕУ, додатно учвршћује оцену о високој отпорности домаћег банкарства. При томе је макроекономски сценарио за Србију био знатно негативнији, несумњиво као последица ниског кредитног рејтинга земље.

На крају се још једном може закључити да је домаћи банкарски сектор екстремно капитализован и ликвидан, а према резултатима стрес тестова изузетно отпоран на негативне шокове споља.

### Извори

1. BIS (2009), *79<sup>th</sup> Annual report, 1 April 2008 – 31 March 2009*, Bank for International Settlements, Basel.
2. BIS (2009b), *Principles for sound stress testing practices and supervision*, Basel Committee on Banking Supervision, Bank for International Settlements
3. CEBS (2010), *Aggregate outcome of the 2010 EU wide stress test exercise coordinated by CEBS in cooperation with the ECB*, CEBS - Committee of European Banking Supervisors.
4. ECB (2009), *Financial Stability Review*, December 2009, European Central Bank
5. ECB (2009), *EU Banking Sector Stability*, August 2009, European Central Bank
6. Fed (2009), *The Supervisory Capital Assessment Program: Overview of Results*, Board of Governors of the federal Reserve System, May 7, 2009.
7. Fender, I., Gibson, M., and Mosser, P. (2001), „An International Survey of Stress Tests“, *Current Issues in Economics and Finance*, Volume 7, Number 10, November 2001, Federal Reserve Bank of New York.
8. IMF (2010), *Global Financial Stability Report: Meeting New Challenges to Stability Building a Safer System*, April 2010, International Monetary Fund
9. IMF (2010a), *World Economic outlook: Rebalancing Growth*, April 2010, International Monetary Fund
10. IMF (2010b), *Republic of Serbia: Financial Sector Assessment Program Update – Financial System Stability Assessment*, Country Report No. 10/147 (May 2010)
11. IMF (2010c), *Republic of Serbia: Financial Sector Assessment Program Update – Technical Note on Banking Sector Soundness and Stress Testing*, Country Report No. 10/149 (May 2010)
12. НБС (2010), *Годишњи извештај за 2009*, Народна банка Србије
13. НБС (2010а), *Контрола пословања банака – извештај за четврти квартал 2009*.
14. НБС (2010б), *Извештај о стању у финансијском систему 2010*.
15. Вуковић, В. (2009), *Структурне промене и перформансе банкарства Србије: 2002-2008*, Институт економских наука, Београд
16. Вуковић, В. (2009а), „Парадоксална профитабилност банкарског сектора Србије у кризној 2008. години“ у зборнику *Економска политика Србије у 2010: Ка новом моделу макроекономске стабилности*, стр. 335-347, Научно друштво економиста и Економски факултет у Београду

доц. др. Владимир  
ЊЕГОМИР<sup>0</sup>

## Брокери у пословима пласмана ризика у реосигурање

### Резиме

Осигуравајућа друштва често нису у финансијској могућности да у потпуности самостално носе ризик преузет од осигураника, па последично, у процесу управљања ризиком, један његов део преносе у реосигурање. Имајући у виду да је посао реосигурања обично међународни по карактеру, при чему су осигуравајућа и реосигуравајућа друштва просторно удаљена (што додатно усложњава ионако сложен посао пласирања ризика у реосигурање), осигуравајућа друштва, поготово мања, често нису у могућности да сама у директним односима са реосигуравачима пласирају ризик у реосигурање, што захтева присуство посредника односно брокера у пословима реосигурања. Осим функције посредовања. Услуге брокера су током времена еволуирале, и развиле бројне услуге, комплементарне основној, а које они уз наплату одређене провизије пружају својим клијентима. Осим тога, у раду је извршена анализа тренутног стања на тржишту брокера у пословима реосигурања, као и трендова који карактеришу ово тржиште, а који ће се одразити на будуће обављање послова посредовања у реосигурању.

**Кључне речи:** послови реосигурања; функција интермедијације; брокери; ризик; реосигуравач.

### Увод

Накнада штете настале услед остварења ризика узрокованих људским или природним фактором и смањење неизвесности финансијске сигурности је основна улога коју осигурање, као област од посебног друштвеног интереса, има у друштву. Међутим, постоје ризици чије остварење може угрозити не само способност појединачних осигуравајућих друштава да евентуалне штете које остварењем тих ризика могу настати надокнаде већ, у великој мери, могу угрозити и

сам опстанак појединих осигуравача. Због тога осигуравајућа друштва део ризика изнад прецизно утврђеног нивоа властитог самопридржаја преносе у реосигурање. Реосигурање представља осигурање осигуравајућих друштава, односно реосигурање је трансфер дела ризика који осигуравајуће друштво путем уговора о осигурању преузима у целини у име својих осигураника на друго осигуравајуће друштво, реосигуравача, који нема никакве директне уговорне везе са осигураником. Између осигуравача (цедента) и реосигуравача формира се уговорни однос којим

0) Доцент на Факултету за правне и пословне студије, Нови Сад

се реосигуравач обавезује да ће осигуравачу платити део или у целини износ штете када настане осигурани случај, а осигуравач се обавезује на плаћање премије реосигуравачу. Процес преноса ризика осигуравача на реосигуравача назива се *цесија*. Осим тога, појединачни реосигуравачи често нису у могућности да сами снесу преузети ризик па део тог ризика преносе на друге реосигураваче (ретроцесионаре) у поступку ретроцесије. Кључни разлози за реосигурање су<sup>1</sup>: повећавање капацитета за прихватање ризика у осигуравајуће покриће, стабилизовање профита, редуковање резерве преносних премија (тзв. незарађена премијска резерва) и заштита од катастрофалних губитака.

Суштина процеса реосигурања слична је осигурању с тим што реосигурање карактеришу већа комплексност и међународни карактер. У том процесу учествују осигуравачи (цеденти), реосигуравачи и брокери. Наиме, реосигурање се може обављати директним контактом осигуравача и реосигуравача, односно реосигуравача и ретроцесионара, или индиректно, када се у пословима преноса ризика појављују брокери реосигурања. Посматрано из перспективе осигуравајућег друштва односно цедента, и брокерско тржиште и директно тржиште пласмана ризика у реосигуравајуће покриће имају предности и недостатке, а одлука о избору зависи од перцепције цедента у вези са предностима и недостацима али и анализе трошкова и користи. Реосигураник се може одлучити да ризик трансферише директно на реосигуравача, односно више реосигуравача, или се може одлучити на коришћење услуга посредника у уговарању лимита покрића, премије, искључења и других услова са реосигуравачима.

Лондонски Lloyd's је, на пример, у потпуности брокерско тржиште, а узрок за то је изузетно велики број осигуравајућих друштава (у поједи-

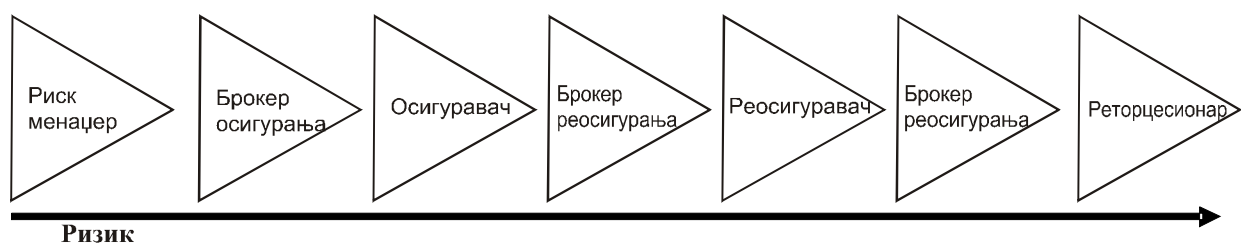
ним гранама осигурања постоји чак 200 осигуравајућих тела Lloyd's синдиката и осигуравача у Лондону) чије адекватно праћење је изузетно сложено и фактички може бити обављено једино захваљујући посредовању брокера. После Лондонског тржишта (обухвата Lloyd's синдикате и независне реосигуравајуће компаније) које је водеће у свету у погледу процентуалног учешћа послова реосигурања закључених брокерским путем, следе САД и Бермудска острва, а значајна тржишта су и Немачка, Француска и Швајцарска<sup>2</sup>. У случају пласмана ризика у реосигурање посредством брокера предност је у истовременом обезбеђењу покрића код већег броја реосигуравача које је брокер "сакупио". Улога брокера такође је значајна у условима ограниченог реосигуравајућег и ретроцесионог капацитета, када је цедентима тешко да пронађу партнера за пренос ризика. Услуге брокера су посебно присутне у домену обезбеђења реосигурања за катастрофалне ризике, при чему се има у виду њихова предност у смислу мреже повезаности са бројним тржиштима реосигурања у свету.

На Графикону 1 приказани су односи између учесника у пословима реосигурања, када се у овим пословима појављују брокери реосигурања о чијој улози ће у наставку бити више речи.

### 1. Ток послова реосигурања и функција интермедијације

Обезбеђење реосигуравајућег покрића за ризике његовим пласманом путем закључења уговора о реосигурању представља кључни корак послова реосигурања. Међутим, погрешно је сматрати да је посао закључења уговора једини елемент токова послова реосигурања. Наиме, имајући у виду чињеницу да је настанак штетних догађаја по правилу неизван, у пласману ризика у реосигурање веома је битан проток

Графикон 1 - Позиција брокера у пословима осигурања и реосигурања

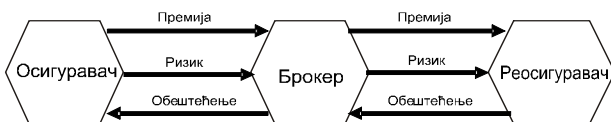


1) Rejda, G.E.: *Risk Management And Insurance*, Pearson Education, Inc., 2005, p. 594

2) Lechner, R. and Raturi, M.: *Commercial insurance and reinsurance brokerage – love thy middleman*, Sigma No 2, Swiss Reinsurance Company, Zurich, 2004, p. 23

времена од одлуке осигуравача (цедента) да пласира ризик у реосигурање до обезбеђења реосигуравајућег покрића. У савременим условима пословања закључење уговора о реосигурању представља круну послова који трају 11 месеци пре самог закључења. Ови послови обухватају<sup>3</sup> прикупљање понуда, разматрање понуда, пласман ризика, обрачун премије и обрачун штета. Ток послова реосигурања сликовито је представљен на Графикону 2.

Графикон 2 - Ток послова реосигурања



Приликом пласмана ризика у реосигурање међу бројним чиниоцима који се морају уважавати, као што су успостављање реалистичног временског распореда, пажљиво планирање, спецификовање циљева, контролисање података, детаљно разматрање услова уговора, избор брокера је кључно питање за успешан завршетак послова реосигурања и закључење профитабилног уговора о реосигурању. Брокери су посредници у закључењу уговора о реосигурању, чија је основна делатност успостављање везе између страна заинтересованих за закључење уговора. При томе, брокер у име и по налогу свог принципала треба да пронађе најбоље могуће услове за трансфер ризика на реосигуравајућа друштва. Веома је значајно нагласити да брокери раде за реосигуранике, а не за реосигураваче, због чега се у литератури називају и агентима реосигураника за које пласирају уговоре о реосигурању<sup>4</sup>. Брокери реосигурања се, осим што помажу у закључивању уговора о реосигурању, брину о одржавању ових уговора и имају значајну улогу приликом решавања одштетних захтева<sup>5</sup>. Улога брокера је доминантна на Лондонском тржишту реосигурања, али су они присутни и у другим земљама, при чему њихова улога варира од земље до земље. У неким земљама могу да прихватају ризике у реосигурање у име реосигуравача. На пример, у Немачкој осигуравајућа друштва настоје да

директно закључују реосигурање; у Јапану<sup>6</sup> се, слично као и у Србији, користе страна представништва глобалних брокера у пословима реосигурања.

Као интермедијари у пословима реосигурања, брокери по правилу ове послове обављају у интересу осигуравача али могу наступити, мада ретко, и ситуације у којима брокери обављају послове у интересу реосигуравача<sup>7</sup> (специфична ситуација када један или више осигуравача настоје да прошире своје тржишно учешће у државама где им то није дозвољено, те брокер у њиховом интересу тражи осигуравача који би то могао, при чему је обављање послова тог осигуравача само посредничко тј. сви ризици су 99% реосигурани код осигуравача у чијем интересу брокер ради). Дакле, у највећем броју случајева примарна функција брокера у реосигурању јесте да обезбеде најбоље, реосигуравајуће покриће које највише одговара интересима њихових клијената – цедента. Брокери саветују осигураваче у вези са адекватним покрићем ризика, преговарају и финализирају уговоре о реосигурању и обављају административне послове везане за уговор о реосигурању.

Поред тога, улога брокера је и да професионално саветује клијенте везано за питања оптималног програма реосигурања, адекватног нивоа задржавања ризика и адекватног капацитета, имајући у виду његово искуство и знање о тржишту реосигурања. Дакле, осим посредовања у закључењу уговора о реосигурању, брокери морају да раде са клијентима, цедентима, како би разумели њихов ризик и били у могућности да препоруче најбоље решење, а потом морају радити са реосигуравачима како би обезбедили покриће тог ризика. Осим тога, брокери у савременим условима пословања, ограниченог капацитета реосигурања и ретроцесија, у великој мери обезбеђују и друге, алтернативне, облике пласмана ризика, о чему ће бити више речи у наредном излагању.

Сам посао трансфера ризика у реосигурање започиње тако што брокери у сарадњи са цедентом припремају све детаље битне за пласман ризика у реосигурање и идентификују реосигураваче који нуде најбоље услове како у економском (у погледу висине премије реосигурања),

3) Маровић, Б., Кузмановић, Б. и Његомир, В.: *Основи осигурања и реосигурања*, Принцип Пресс, Београд, 2009, стр. 416-419

4) Barlow Lyde & Gilbert: *Reinsurance Practice and the Law*, LLP Limited, London, 1993

5) Wallace H.-C.W.: *Reinsurance Regulation: A Contemporary and Comparative Study*, Kluwer Law International, The Hague, The Netherlands, 2003, p. 81

6) Carter, R.L., Lucas, L. and Ralph, N.: *Reinsurance: the Definitive Industry Textbook*, Euromoney Institutional Investor, London, 2000, p. 57

7) Eugene Wollan, *Handbook of Reinsurance Law*, Aspen Publishers, Inc., New York, 2003, p. 42

тако и у погледу солвентности (квалитета реосигураваача). Затим се брокери обраћају реосигураваачу, који је признат као лидер способан за одређену врсту ризика и преговарају са њим о финалним условима, обострано усаглашеним између цедента и реосигураваача, који су сумарно дати у реосигуравајућем слипу. Када су услови усаглашени са лидером, брокер пласира целокупан посао приступањем другим реосигураваачима који се изјашњавају о висини учешћа у уговору, односно изражавају своју сагласност о учешћу са оквирним предлогом дела који ће преузети. Након тога долази до закључивања уговора о реосигурању, а целокупна кореспонденција између цедента и реосигураваача, у вези са обрачуном и плаћањем премија и штета, остварује се посредством брокера, као што је приказано на Графикону бр. 2.

Један од најважнијих аспеката основне улоге брокера у пословима реосигурања током рада на припреми уговора о реосигурању је обезбеђење свих адекватних материјалних доказа и информација о ризику који се реосигурава реосигураваачу. Он нема право избора по принципу слободне воље које су информације релевантне, већ мора да презентује реосигураваачима све информације које је прикупио од цедента. По правилу достављање информација као и додатних питања или захтева за додатним информацијама мора бити промптно. Осим тога, брига брокера у реосигурању се не завршава закључењем уговора о реосигурању, иако је то свакако најважнији део његове основне функције, већ мора да се стара и о испуњењу уговорних одредби обеју уговорних страна – цедента и реосигураваача.

У домаћим условима улога посредника у пласману ризика у осигурање, односно реосигурање није била адекватно развијена, захваљујући релативно малом значају домаћег тржишта осигурања, али и великом ослањању на брокере енглеског тржишта реосигурања<sup>8</sup>. Међутим, потреба за улогом брокера у пословима закључења реосигурања постоји и код домицилних осигураваача, имајући у виду да они омогућавају осигуравајућим друштвима експертизу у домену устаљених пракси на тржишту реосигурања, што је нарочито битно за мале осигуравааче, али и уштеду у трошковима. У свету је уобичајено да брокери својим клијентима пружају

широк асортиман услуга, од припреме информација и слипова и обезбеђења котација, преко пласмана читавих програма реосигурања, до обављања послова ретроцесија и реципрочних размена. Такође, у наредним излагањима биће указано и на то да брокери нису укључени само у послове администрирања премија и одштетних захтева, већ пружају и друге услуге. Међутим, кључне обавезе по основу њихове основне функције интермедијације односе се на<sup>9</sup> фидуцијарне обавезе, обавезу пажљивог и вештог поступања, савестан избор реосигураваача, чување пословне документације и одговорност за надокнаду штете и застарелост потраживања.

За обављање посредовања у пословима пласмана ризика у реосигурање, брокери од реосигураваача добијају накнаду у виду провизије, која се зове *мешетарина* (brokerage), а она се обично утврђује у одређеном проценту од премије реосигурања. Овај износ је значајан приликом калкулације премије реосигурања у коју мора бити укалкулисан уколико је уговор о реосигурању закључен посредством брокера<sup>10</sup>. Износи мешетарине се утврђују споразумно између реосигураваача и брокера, а могу бити обрачунати у виду бруто или нето стопе и зависити од детаља посла уговарања, локације и тржишних пракси карактеристичних за одређену врсту уговора о реосигурању. У новије време, међутим, брокерска провизија је почела да добија и форму таксе, посебно код специјализованих реосигуравајућих послова. Оправданост за плаћање брокерске провизије реосигураваачи налазе у чињеници да, захваљујући учешћу брокера, они имају уштеду трошкова које би узроковали директни контакти са цедентима. Брокерска провизија варира у зависности од тржишних услова и у одређеној мери је повезана са цикличним кретањем индустрије осигурања и реосигурања. По правилу, брокерске провизије за пропорционалне уговоре о реосигурању мање су од провизија за непропорционалне уговоре о реосигурању. Осим тога, брокерска провизија је процентуално мања при већем обиму послова, а некада може бити повезана и са резултатима уговора. Иако брокерска провизија не представља део уговорних односа, код непропорционалних уговора о реосигурању она чини један од елемената које реосигураваач узима у обзир

8) Видети детаљније у: *Четрдесет година осигурања имовине и лица у Социјалистичкој Федеративној Републици Југославији*, Удружење осигуравајућих организација Југославије, Београд, 1985, стр. 91 и Маровић, Б. и Јовановић, С.: *Реосигурање*, ДДОР Нови Сад, Будућност, Нови Сад, 2004, стр. 69

9) Wallace H.-C. W.: *Reinsurance Regulation: A Contemporary and Comparative Study*, Kluwer Law International, The Hague, The Netherlands, 2003, p. 82 и Маровић, Б. и Јовановић, С.: *Реосигурање*, ДДОР Нови Сад, Будућност, Нови Сад, 2004, стр. 73-87

10) Paine, C.: *Reinsurance*, Chartered Institute of Bankers, 2004, стр. 183

приликом одређивања цене реосигуравајућег покрића.

Уговори о реосигурању у чијем закључивању учествују брокери обично садрже клаузулу о интермедијацији. Постоје два различита типа клаузула. Према једном типу предвиђено је да се сва комуникација између осигуравача и реосигуравача остварује преко брокера, а сва плаћања да се врше директно. Ако је уговорен други тип, онда је предвиђено да се сва комуникација и сва плаћања између осигуравача и реосигуравача остварују посредством брокера. За реосигуравача одређени услови уговора у случају другог типа клаузула могу бити изузетно неповољни и због тога је чешће заступљена верзија првог типа (на пример, када се плаћања остварују преко брокера, а он оде у ликвидацију, осигуравач има право, уколико плаћање од реосигуравача брокер није њему преусмерио да тај износ поново затражи од реосигуравача док у супротном, код плаћања осигуравача, реосигуравач нема то право). Изузетак представљају мањи реосигуравачи који су по правилу зависни од брокера како у погледу свих плаћања, посебно администрације одштетних захтева, тако и у погледу администрације обрачуна и рачуноводства.

## 2. Стање на тржишту брокера реосигурања и проширење њихове основне функције – функције интермедијације

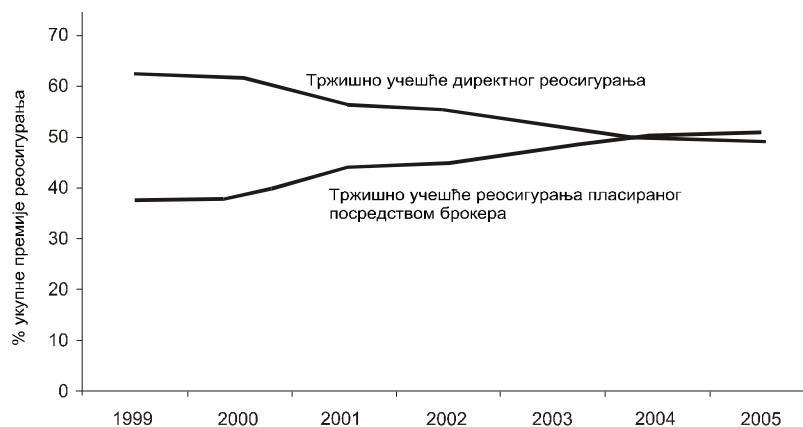
Као што је већ наглашено, послови реосигурања могу се пласирати посредством брокера или путем директних односа цедената и реосигуравача. Обим пласмана ризика у реосигуравајуће покриће посредством брокера је сразмерно посматрано скоро идентичан директном облику пласмана са израженом дугорочном

тенденцијом све већег учешћа тзв. брокерског тржишта, као што илуструје Графикон бр. 3. Брокери готово у потпуности контролишу већину послова трансфера ризика који се односе на реосигурање катастрофалних ризика, поморских ризика, осигурање авијације и ретроцесија, а доминантно је њихово учешће у закључењу уговора о реосигурању вишка штете, као и факултативних уговора реосигурања.

Генерално стање у пословима пласмана ризика осигурања у реосигурање указује на то да улога брокера постаје све важнија, како у погледу обима, тако и у погледу квалитета услуга, како се комплексност пословања повећава. Највећи узроци повећања комплексности пословања у домену пласмана ризика у реосигурање су промене у домену самог ризика, као што су климатске промене, тероризам, правне парнице, повећање вредности осигураних добара, повећање обима и интензитета штетних последица катастрофалних догађаја, као и појава нових ризика.

Поред бројних егзогених фактора, међу којима свакако значајно место припада све чвршћој регулацији брокерских провизија, који утичу на проширење основне функције интермедијације брокера у пословима реосигурања, постоје и ендогени фактори који то форсирају, а међу њима свакако најзначајније место припада високој конкуренцији, која се јавља као последица високо концентрисаног брокерског тржишта узрокованог бројним мерџерима и аквизицијама с краја деведесетих година двадесетог века, јер пружањем додатних услуга брокери стичу конкурентску предност. Консолидација тржишта брокера реосигурања је осим тога и омогућила брокерима, дајући им потребну снагу и ресурсе, пружање софистицираних услуга клијентима. Брокерско тржиште послова реосигурања високо

Графикон 3 - Раст учешћа брокерског тржишта у пласману ризика у реосигурање



Извор: Standard & Poor's, Guy Carpenter



је концентрисано, а од првих десет водећих брокера у пословима реосигурања седиште има у САД или Великој Британији. Концентрација је додатно унапређена куповином брокера Benefield од стране Aon-a током 2008. године, при чему процењени приходи новоформиране групе износе око 1.6 милијарди долара, а следе Guy Carpenter са 900 милиона долара и Willis Re са 600 милиона долара<sup>11</sup>.

Табела 1 - Водећи брокери у свету у 2007. и 2008. години према величини остварених прихода од посредовања (у доларима)

		2008 .	2007 .	
1	Aon Benefield	1,565,500,000	975,000,000	
2	Guy Carpenter & Co. L.L.C.	826,000,000	901,000,000	
3	Willis Re	605,900,000	606,200,000	
4	Towers Perrin	162,000,000	167,250,000	
5	Cooper Gay (Holdings) Ltd.	153,800,000	136,200,000	
6	Jardine Lloyd Thompson Group P.L.C.	134,451,250	124,124,000	
7	BMS Group	79,055,481	69,618,975	
8	UIB Holdings Ltd.	40,799,000	39,989,950	
9	Holborn Corp.	25,600,000	31,200,000	
10	Axiom Re Inc.	24,739,224	19,502,862	

Извор: *Business Insurance*, Crain Communications Inc., Chicago, December 21& 28, 2009, p. 13

Заоштрена конкурентска борба захтева од брокера, као и ограничени реосигуравајући и ретроцесиони капацитети, нову улогу, односно, проширење основне улоге - улоге интермедијације у пословима реосигурања. Проширење њихове основне улоге је у функцији обезбеђења задовољења захтева њихових клијената, цедената, у погледу анализе њихових ризика, “паковања” ризика на комерцијално најизводљивији начин и проналажења адекватног облика трансфера тог ризика, било да је реч о реосигуравачима или алтернативним облицима. Осим тога, проширење основне улоге интермедијације има за циљ проширење могућности за повећање прихода брокера у новим тржишним условима, који

неизбежно намећу потребу за диверзификацијом извора прихода и смањење осетљивости на тржишне поремећаје, као и њихово чвршће повезивање са клијентима.

Брокери су реаговали на захтеве тражње цедената за понудом софистициранијих производа и више холистичком приступу управљању ризиком. То је резултирало да улога брокера буде значајна не само у погледу пласмана ризика у реосигурање, већ и у алтернативне облике. Најефективније алтернативе традиционалном реосигуравајућем покрићу укључују секјуритизацију ризика (емитовање хартија од вредности по основу ризика и њихов пренос на тржиште капитала) као и комбиновање традиционалног и нетрадиционалног осигурања као што је на пример, реосигурање ограниченог ризика.

Осим наведеног, мења се и сама природа обављања послова реосигурања. Наиме, историјски посматрано цеденти су обезбеђивали реосигуравајуће покриће уз минимално стратешко планирање. Постојале су одређене консултације између брокера и цедената, али само у домену резултата уговора о реосигурању, трошкова и премије. Сматрало се да куповина истог обима реосигуравајућег покрића купљеног као у претходној години уз нижу премију има веће предности за цедента него обезбеђење новог, ефикаснијег програма реосигуравајућег покрића ризика. Евидентно је да је овакав приступ био базиран на односима прихода и расхода док се употреба капитала, трошак тог капитала као и приход од реосигурања нису узимали у обзир. Односи између партнера су се заснивали искључиво на добрим међусобним везама. Такво време је у свету реосигурања прошло. Данас остају битне међусобне везе али је њихов прворазредни значај умањен у корист моделирања ризика које постаје кључно у одлукама о куповини реосигуравајућег покрића које у основи имају разматрање користи од реосигурања у смислу трошкова капитала.

Дакле, проширеност улоге брокера односи се на помоћ клијентима у погледу постизања њихових корпоративних циљева, где се брокери виде као консултанци у решавању проблема, а не само као чисти трансактори ризика. Трансакторна функција и даље остаје кључна, али само њено обезбеђење ограничава вредност улоге брокера у односима са клијентима. На данашњем тржишту јавља се експанзија консултантске улоге брокера у пословима реосигурања. Они улажу значајна средства у развој своје консултантске улоге која

11) Global Reinsurance, Newsquest Specialist Media, Ltd, London, October 2008, стр. 8

укључује услуге као што су финансијска анализа и моделирање алокације капитала, моделирање катастрофалних ризика, дизајнирање производа, стратешко планирање, актуарска анализа, портфолио анализу и оптимизација, као и подршка одлучивању о утврђивању премија. Они пружају помоћ цедентима у евалуацији реосигураваача, анализом њиховог кредитног рејтинга, а такође помажу осигураваачима да унапреде сопствену финансијску снагу и кредитни рејтинг.

Посматрано из перспективе осигуравајућег друштва односно цедента, брокерско и директно тржиште пласмана ризика у реосигуравајуће покриће имају своје предности и недостатке, а одлука о избору ће зависити од перцепције цедента о предностима и недостацима. На пример, Lloyd's је у потпуности брокерско тржиште, а узрок те чињенице јесте изузетно велик број осигуравајућих друштава чије адекватно праћење је изузетно сложено и фактички може бити обављено једино захваљујући посредству брокера. После Лондонског тржишта, које је водеће у свету у погледу процентуалног учешћа брокерским путем закључених послова реосигурања, следе САД и Бермудска острва, а значајна тржишта су и Немачка, Француска и Швајцарска<sup>12</sup>. У случају пласмана ризика у реосигурање посредством брокера предност је у истовременом обезбеђењу покрића код већег броја реосигураваача које је брокер "сакупио". Улога брокера такође је значајна у условима ограниченог реосигуравајућег и ретроцесионог капацитета када је цедентима тешко пронаћи партнера за пренос ризика. Услуге брокера су посебно присутне у домену обезбеђења реосигурања за катастрофалне ризике при чему се има у виду њихова предност у погледу мреже повезаности са бројним тржиштима реосигурања у свету.

### 3. Трендови

Постоји неколико трендова који карактеришу делатност брокерских услуга у пословима пласмана ризика у реосигурање који имају значајног утицаја на то како брокери послују и како ће пословати у блиској будућности. Ти трендови су: оштрији регулаторни захтеви, нови приступи интерном организовању, консолидација, кретања финансијских перформанси и ефикасности и већ поменуто проширење тради-

ционалне улоге "чистог" посредовања на бројне допунске услуге.

Пооштравање регулаторних захтева у погледу условних провизија изузетно је погодило брокерски сектор у целини, али је део брокерског сектора који учествује у пословима реосигурања остао без значајнијих промена осим у погледу потребе обављања више административних послова. Међутим, пооштравање регулативе у погледу обезбеђења већег нивоа транспарентности пословања у великој мери се одразило на пословање брокера при чему су неки од њих имали и велике директне издатке. Осим тога, један од ефеката наведених промена јесте наглашена сензитивност на постојање конфликта интереса који је био евидентан код већине великих брокера, а који се више не може наставити. На пређашње стање указују чињенице да су водећи брокери реосигурања спонзорисали или имали водећи пакет акција у новооснованим реосигуравајућим друштвима као што је пример брокера Marsh са Ace, XL Capital, Mid Ocean и Axis реосигуравајућим друштвом, брокера Aon са LaSalle Re и Endurance и брокера Benefield са Montpelier Re. Такође, пооштрени регулаторни захтеви у погледу спречавања конфликта интереса покрећу и промене у погледу самог начина организовања унутар брокерских организација. Тако у оквиру Marsh-а, а у одређеном степену и у оквиру Aon-а, постоје намере да се нагласи сепарација брокерских активности у пословима реосигурања од активности у пословима осигурања.

Мега осигуравајуће и реосигуравајуће групе су постале норма савремених тржишта осигурања и реосигурања у свету како се конкуренција за капиталом и клијентима на овим тржиштима повећава. Ово је продукт консолидација које су нарочито биле изражене крајем деведесетих година двадесетог века. Постоје мишљења да је тржиште брокера реосигурања консолидовано и да значајније структурне промене не би требало очекивати. Међутим, преовлађује мишљење да се могу очекивати даља укрупњавања као неизбежна последица притисака од стране акционара да се остваре постављени циљеви и раст у условима смањујућег тржишта.

Један од кључних покретача неизвесности пословања брокера реосигурања јесте опадајући тренд финансијских перформанси односно зарада брокера, што се јасно може видети из података представљених у Табели бр. 1. Иако у паду, маргине

12) Lechner, Roman and Raturi, Mayank: *Commercial Insurance and Reinsurance Brokerage – Love thy Middleman*, Sigma No 2, Swiss Re, Zurich, 2004, стр. 23

профитабилности брокера реосигурања су и даље атрактивне, а могу бити унапређене искључиво унапређењем ефикасности рада. Ако се има у виду да је ова делатност радно интензивна, при чему издаци за плате чине око 60% укупних трошкова, онда је јасно да ће се већа трошкова ефикасност постићи уштедама у платама односно отпуштањима радника. Овакве тенденције су карактерисале блиску прошлост посебно великих брокера као што су Guy Carpenter и Aon, а и у блиској будућности ће се њихово испољавање наставити. Међутим, има и оних брокера, углавном нових и мањих тржишних играча, као што су британски Cooper Gay и амерички Arthur J Gallagher и John B Collins, који проширују своје пословање, отварају нове пословне просторе и нова радна места.

### Закључак

Иако се мислило да ће технологија и интернет умањити улогу брокера у пословима реосигурања то се није десило. Брокери реосигурања имају кључну улогу у пословима трансфера ризика осигуравајућих друштава. Разлог лежи у чињеници да посао брокера у реосигурању представља посао знања у коме су људи незаменљиви, док технологија може олакшати и унапредити ефикасност њиховог рада, те тиме омогућити брокерима да већи део свог времена могу посветити унапређењу услуга које пружају. Технологија може да замени административне, тзв. back-office послове, али не и послове који су високо радно интензивни (у пословима брокера реосигурања учешће људског рада се процењује на око 60%). Кључна улога брокера, била је и биће, интермедијација, односно, олакшавање послова закључења уговора о реосигурању. Брокери више нису чисто трансакционо оријентисани већ, условљени бројним притисцима, морају да нуде и бројне друге услуге, да пружају савете и врше различите анализе према потребама својих клијената.

Очекује се да ће у будућности још више доћи до изражаја ове њихове функције, чиме ће се брокери све више такмичити са ревизорским и фирмама из области менаџмент консалтинга. Агилни брокери који су вољни и способни да прилагоде свој бизнис модел имаће бројне могућности за консолидацију и раст њиховог тржишног учешћа. Они који не антиципирају тржишна кретања и који се буду ограничавали само на трансакторну улогу, у будућности ће се борити за властити опстанак. Међутим, треба имати у виду да иако су брокери временом уложили, а и даље улажу, огромне напоре и

средства у развој нових услуга, основна сврха свих тих напора, којима се обезбеђује унапређење односа са њиховим клијентима, управо јесте подршка њиховом кључном послу и представља основ остварења њихове конкурентске предности и пословног успеха у модерном тржишном окружењу.

### Литература

1. Barlow Lyde & Gilbert: *Reinsurance Practice and the Law*, LLP Limited, London, 1993
2. Business Insurance, Crain Communications Inc., Chicago, December 21& 28, 2009
3. Carter, R.L., Lucas, L. and Ralph, N.: *Reinsurance: the Definitive Industry Textbook*, Euromoney Institutional Investor, London, 2000
4. *Четрдесет година осигурања имовине и лица у Социјалистичкој Федеративној Републици Југославији*, Удружење осигуравајућих организација Југославије, Београд, 1985
5. Eugene Wollan, *Handbook of Reinsurance Law*, Aspen Publishers, Inc., New York, 2003
6. Global Reinsurance, Newsquest Specialist Media, Ltd, London, October 2008
7. Lechner, R. and Raturi, M.: *Commercial insurance and reinsurance brokerage – love thy middleman*, Sigma No 2, Swiss Reinsurance Company, Zurich, 2004
8. Lechner, Roman and Raturi, Mayank: *Commercial insurance and reinsurance brokerage – love thy middleman*, Sigma No 2, Swiss Re, Zurich, 2004
9. Маровић, Б. и Јовановић, С.: *Реосигурање*, ДДОР Нови Сад, Будућност, Нови Сад, 2004
10. Маровић, Б., Кузмановић, Б. и Његомир, В.: *Основи осигурања и реосигурања*, Princip Press, Београд, 2009
11. Paine, C.: *Reinsurance*, Chartered Institute of Bankers, 2004
12. Rejda, G.E.: *Risk Management And Insurance*, Pearson Education, Inc., 2005
13. Wallace H-C.W.: *Reinsurance Regulation: A Contemporary and Comparative Study*, Kluwer Law International, The Hague, The Netherlands, 2003
14. Wallace H-C.W.: *Reinsurance Regulation: A Contemporary and Comparative Study*, Kluwer Law International, The Hague, The Netherlands, 2003

мр Драгана  
РАДИЧИЋ\*

## Азија и светска криза на почетку XXI века

### Резиме

Финансијска криза и рецесија које су погодиле привреде широм света истакле су Азију као светску економску силу. Само годину дана након најдубље рецесије у новијој историји, Азија је означена као предводница глобалног раста, доприносећи опоравку светске привреде више од било ког другог региона у свету. Неколико њених динамичних економија генерисало је тај раст и помогле светској економији да изађе из кризе док су реформе макроекономског, финансијског и корпоративног сектора, спроведене током последње деценије, одиграле значајну улогу у отпорности региона.

Кина и Индија су земље предводнице на том путу, као две најбрже растуће азијске економије, али феномен азијског раста никако не би могао да се ограничи само на поменуте две земље.

Кина данас игра одиста значајну улогу у светској економији и њена важност ће наставити да расте одликујући је својом високом и уравнотеженом стопом инвестиција и домаће тражње, као и успехом у превазилажењу свих значајнијих економских суноврата који су последњих година потресали свет. Време Азије тек долази и нико не може да сумња да ће њене економске перформансе наставити да расту.

**Кључне речи:** азијска економија, домаће инвестиције, глобална економија, глобална финансијска криза, глобални опоравак, глобални раст, Индија, Јапан, Кина, рецесија, сиромаштво, Сједињене Државе.

### Увод

Еволуција глобалзације створила је преокрет у светској економији нарочито у периоду од 1995. до 2008. године. Глобална економска равнотежа моћи се нарушила приморавајући светски привредни амбијент да се ужурбано трансформише. Азијске земље у развоју се придружују традиционалним западним центрима моћи као највеће светске економије, међутим по први пут у историји, ме-

рено бруто друштвеним производом *per capita*, највеће економије више нису и најбогатије.

Чини се да је све отпочело перманентним усмеравањем пословних центара ка истоку, што је условило појаву масовне миграције производње и других пословних активности према Азији, а сам тај чин преобразио је азијски континент у центар индустријског света, обезбеђујући му улогу значајну као никада пре у светској економији. Следећа етапа вероватно ће консолидовати

\*) Стручни сарадник за послове са становништвом, Erste банка, Београд

азијску индустријску надмоћ, што би могло довести до концентрације индустријских активности у две најмногљудније и најбрже растуће азијске економије - Кину и Индију.

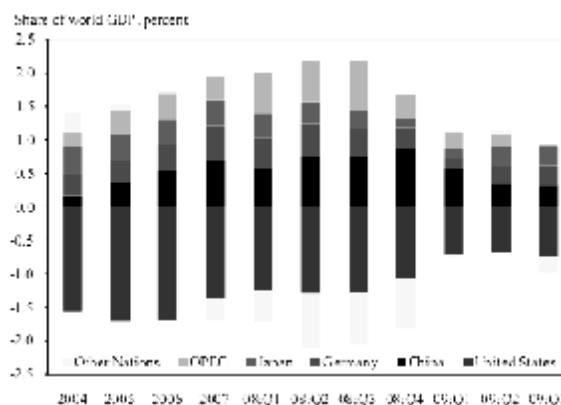
Привредна јавност света уверена је да данашње земље Азије са релативно ниским приходима у односу на остатак света, чине "следећу генерацију светских тржишта" јер многе од ових земаља спроводе политику потребну за развој, раст и посебно је важно да се нагласи, привлаче токове капитала на одржив начин. Тиме Азија постаје нови лидер у креирању светске, односно глобалне економске политике и одрживог раста. С тим у вези, како економски значај Азије расте, расте и њен глас односно њена заступљеност на привредној и политичкој сцени. Томе у прилог иде и чињеница да су шест земаља азијско-пацифичког региона чланице групе Г-20. Индија, Кина и Индонезија доминирају не само у арени светске трговине и инвестиција, већ се могу похвалити и импресивним обимом домаће потрошње. Стога ће међународне институције бити принуђене да подесе своје приоритете ка темама и питањима везаним за готово галопирајући развој азијских земаља, а рапидан раст радне снаге, високе стопе инвестиција и наставак апсорпције високо напредне, развијене технологије на тржиштима у овим земљама ће управо тај развој учинити могућим. Осим тога, данашње најзначајније економије у развоју представљају масовну популацију од преко три милијарде људи. Економски феномен тако великог броја људи имаће дубљи утицај на светску економију од било чега што се десило у протеклих педесет година. У складу са тим и архитектура глобалног управљања треба да се реформише како би га начинила ефикаснијим. Но, кренимо редом.

### 1. Развој привреда Азије

Раст нових економија - Кине, Индије и земаља источне Европе - током последње две деценије и њихове убрзане интеграције у светску привреду, повећале су глобалне дисбалансе који вероватно представљају највећу тренутну опасност за континуирани раст и стабилност светске економије. И управо је погоршање светске привредне неравнотеже током тог периода послужило као позадина за последњу финансијску кризу. Када се Кина придружила Светској трговинској организацији, а земље источне Европе Европској унији, нижи трошкови рада у тим земљама изазвали су раст у извозу и имали дефлаторни утицај на остатак света. Глобалне девизне резерве од

1998. године учетворостручиле су се што је довело до повећане потражње за америчким доларом, као глобалном резервном валутом. Ово повећање ликвидности у Сједињеним Државама побољшало је њену потрошњу. Инфлација је била и даље ниска, делом и због раста глобалне радне снаге. И док већина економија реализује свој раст кроз инвестирање или извоз (који повећава тражњу), економија Сједињених Држава одржавала је раст преко повећане потрошње задуживањем. У таквим околностима економије у развоју попут Кине, искористиле су своју штедњу за потребе финансирања америчке потрошње, по међународно ниским каматним стопама. Позајмљујући више новца него било која друга земља, а на основу привилегованог положаја који је имала као најмоћнија светска сила, америчка привреда је достигла рекордни износ дуга којим је 2007. године увела глобалну економију у дужничку кризу. Те године, дефицит платног биланса текућег рачуна САД достигао је 790 милијарди долара, што ју је учинило најзадуженијом земљом на свету. Познати ланац догађаја довео је светску привреду у рецесију. Трговински токови постали су главни трансмисиони механизми којима се ширила макроекономска узнемиреност у земље које првобитно нису биле изложене финансијским шокovima.

**Графикон бр.1**  
**Дефицит/Суфицит текућег рачуна**  
**одабраних економија**



Извор : IMF

Све то недвосмислено наводи на чињеницу да се макроекономска неравнотежа у САД није могла решити без последица на остатак света. Период од септембра 2008. до краја 2009. године биће упамћен као историјски у светској економији. Пад бруто друштвеног производа и трговине нису били тако апокалиптични још од светске економске кризе назване Велика депресија. Финан-

сијске турбуленције прелиле су се на реалну економију означивши да су потешкоће само наизглед део прошлости и наговештавајући следећи светски економски преврат на помолу. Дојучерашњи центри моћи суочили су се са драматичним последицама: остварен је слаб економски раст и висока стопа незапослености која је донела незадовољство грађанима и социјалне немире, а већина економија имала је енормно висок ниво националног дуга. Дубоки поремећаји на светском финансијском тржишту прерасли су у снажну глобалну рецесију. Први пут у протеклих шездесет година опада светска привредна активност, а доток финансијских средстава ка тржишним привредама у развоју се смањује. Криза је најавила раст фискалних дефицита, депресијацију валуте, погоршање глобалних услова задуживања и повећан ризик од инсолвентности банкарског сектора. Целокупан сценарио указивао је на неопходне фундаменталне промене у постојећем економском поретку света.

Са друге стране, криза је истакла Азију као глобалну економску силу која је остварила водећу улогу на тако узбурканој светској привредној позорници. Неколико њених динамичних економија у региону убрзо су генерисале раст који је регистрован на глобалном нивоу и као такав помогао светској економији да се опорави. Поставља се питање: *зашто је Азија толико успешна?*

## 2. Привреде Азије и реаговање на економску кризу

Азијске економије пребродиле су најновију глобалну кризу са већом лакоћом него што су то учиниле у претходним кризним епизодама. Земље у региону, свесне изазова са којима се суочавају, предузеле су активности на многим фронт-овима. Ојачана монетарна и фискална политика, напори у јачању домаће тражње, као и продубљивање трговинских и финансијских интеграција са другим економијама, представљају средиште учињених напора. Кина и Индија су земље предводнице на том путу, али феномен азијског раста никако не би могао да се ограничи само на поменуте две земље. Развој инфраструктуре с циљем да се повећа економски потенцијал раста одвија се брзо у многим земљама, а у последње време и уз помоћ иновативних механизма као што су јавно-приватна партнерства. Стога и констатација да је економски значај целог региона опипљив и непогрешив. Уз праву политику овај

Графикон бр.2

Засновано на досадашњим трендовима  
Азија има тенденцију да постане највећи  
економски регион на свету до 2030. године



Извор: IMF, staff calculations

економски успех има тенденцију да се настави побољшавајући животни стандард азијских народа који чине готово половину светске популације. Штавише, на основу очекиваних трендова и спроведених истраживања, аналитичари ММФ-а предвиђају да ће за само пет година привреде Азије, Аустралије и Новог Зеланда порастати за око 50%, чинећи више од трећине светске производње, чиме ће бити упоредиве по величини са привредама Сједињених Држава и Европе, док до 2030. године, сматрају, ове земље имају тенденцију да премаше бруто домаћи производ великих индустријских економија Групе 7. Стога могућност да Азија постане економски најјачи регион у свету није само спекулација, а вероватноћа се повећава узме ли се у обзир оно што је Азија постигла за претходне две деценије, укључујући удвостручење удела у светској трговини и утростручење учешћа у светском бруто друштвеном производу. Ове структурне промене у глобалној економији појачавају потребу да глас Азије постане све утицајнији у сфери глобалног економског и финансијског одлучивања. У складу са тим и ММФ наставља реформе да би удео земаља са правом гласа био сразмеран њиховом учешћу у светској економији\*\*.

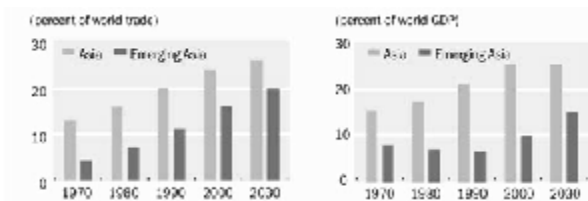
Судећи по свему, време азијске економске доминације је наступило. У међувремену, земље широм света су заинтересоване за азијске успехе. Са друге стране, привреде региона у различитим фазама развоја и суочене са различитим изазовима, нуде широк спектар искустава која могу подарити богат и плодносни скуп лекција. Јачање глобалне финансијске сигурности повећава способност и императив Азије да утиче на политику других великих привреда у циљу да

\*\*) Више видети на: [www.asia21.org](http://www.asia21.org)

обезбеди јак, одржив и уравнотежен раст. У складу са досадашњим трендом, прогнозира се да би се у наредних неколико година могло очекивати око 250 милијарди више вредности у азијском економском расту и око 14 милиона нових радних места. Тако да заступљеност Азије као лидера у глобалној економској политици двадесет првог века није опција већ реалност.

### Графикон бр.3

#### Удео Азије у глобалној трговини и светском бруто друштвеном производу



Извор: IMF, World Economic Outlook database:  
Direction of Trade  
Statistics; IMF calculations

Поред недвосмислених назнака проблема у америчкој привреди који су најавили и увели светску привреду у кризу, било је јасних сигнала да глобална економија није добро избалансирана. Несумњиво, глобални раст је био снажан у периоду од 2002. до 2007. године, међутим он није био добро распоређен у оквиру светске економије која је била поларизирана на оне у развоју, оне са брзом стопом раста и на развијене земље које је одликовао спор темпо раста. Даље, тај раст је био, као што је већ указано, последица неравнотеже у штедњи и задуживања широм света. Глобалне дебате управо на тему те неравнотеже сместиле су “вишак” штедње у Азији под међународни надзор. Иако су расправе углавном биле усмерена на улогу Кине, биланси штедње и улагања и у другим земљама, посебно оним из Удружења југоисточне Азије (ASEAN) укључујући и Индонезију, Малезију, Филипине и Тајланд, такође привлаче пажњу.

Дилема јесте да ли Азија штеди превише у односу на остатак света, односно да ли ипак премало инвестира. Недавна истраживања сугерисала су да ће, више него неопходна, улагања капитала у инвестиције у неким азијским земљама бити већа уколико се кроз реформе фи-

нансијског сектора смање трошкови и изврши ефикаснија алокација што би уједно и обуздало глобалне неравнотеже\*\*\*.

Глобална економија очитује различите брзине опоравка, при чему су предводници раста, као што је речено, азијске економије у настајању. Иако цео свет трпи последице америчке субпрајмовске политике, Азија је успела захваљујући својој јакој политици коју спроводи, да преживи и пружи отпор и у најтежим економским условима који би могли да се означе као тотална економска и политичка декаденција Европе и света. На тај начин, Азија постаје водећи глас дијалога о монетарној и уопште економској политици. У многим аспектима бројке су запањујуће. Данас, регион броји више од пола светске популације са више од 25 одсто вредности глобалног бруто домаћег производа. Најновије прогнозе ММФ-а гласе да ће се пројектовани раст у Азији у 2010. години реализовати по стопи од 8% у односу на глобалну стопу раста која чини 4,5% односно на европску стопу раста од 1,5%. Стога се и поставља питање одакле толика азијска отпорност? У складу са тим, неопходно је да се свет упозна са искуством и знањем Азије која је показала изузетан степен флексибилности и прилагодљивости. Обимне реформе макроекономског, финансијског и корпоративног сектора имплементирани током последње деценије одиграле су значајну улогу у отпорности региона, резултирајући брзим опоравком. Чврста макроекономска политика, висока стопа акумулације људског и физичког капитала, извозна оријентација и нове технологије помогли су умногоме региону доприносећи релативно брзом опоравку који је значајно остварење значајне путање раста. Ове реформе започеле су током болног периода азијске кризе крајем деведесетих година прошлог века, али су се од тада одржале на снази и без сумње помогле Азији да издржи удар нове кризе. Међутим, у садејству са дугорочним плановима, азијски експерти и творци политике су мишљења да Азија мора, и поред њене непоречиве снаге у извозу, пре свега, базирати свој даљи раст и економску снагу на домаћим инвестицијама и потрошњи. Ово је посебно постало актуелно с обзиром на чињеницу да су неки од њених главних трговинских партнера у Европи као и Сједињене Државе ушли у период веома ниске стопе раста, те је потреба да се негују инвестиције и домаћа тражња постала нужност. Охраб-

\*\*\*) Као што цифре јасно показују, током 2005. и 2006. године, Сједињене Државе су позајмљивале скоро 2 одсто светског бруто друштвеног производа, а с друге стране до краја 2008. године Кина је кредитирала готово 1 проценат бруто друштвеног производа света. Данас, Сједињене Државе се задужују са мање од 1 одсто светског бруто друштвеног производа. Истовремено, кинески суфицит је мањи него пре кризе, али Кина је и даље активна са готово 0,5 одсто светског бруто друштвеног производа.

рујуће је то да су многе промене управо реализоване на том пољу, укључујући већу социјалну заштиту која је подстакла приватну потрошњу услед смањења потребе за штедњом из предострожности, бољу инфраструктуру, значајнија приватна улагања и флексибилније девизне курсеве.

Искуство Азије подсетило нас је такође током недавне глобалне кризе, на предности регионалне сарадње и изградње релевантних институција јер како ниједна земља света не стоји сама на глобалној економској сцени, креатори политике нужно морају сарађивати како би се смањила осетљивост светске привреде на привредна турбуленције и евентуално нове кризне етапе. Такође, с тим у вези и ММФ намерава да ојача своју сарадњу са азијским регионалним организацијама како би олакшала растуће регионалне и глобалне напоре Азије.

### 3. Продор Кине

Иако су азијски гиганти најдинамичније привреде у свету, ипак је неопходно напоменути да је глобални опоравак био пре свега под утицајем Кине. Последњи наслови указују на то да је кинеска економија превазишла и Јапан\*\*\*\*. Кинеске власти интензивно имплементирају велики број монетарних и фискалних стимуланса, почев од последњег квартала 2008. године (па све до 2010. године) да је сет таквих мера по свом обиму и значају премашао и онај уведен после азијске финансијске кризе 1997-1998. године и износи, заједно са владиним инвестицијама, око 6% вредности бруто друштвеног производа из 2009. године (рачунајући и повећање од 8,7% раста реалног бруто друштвеног производа). Талас инвестиција, заузврат, довео је до наглог пораста увоза за сврхе домаће употребе (производње), а посебно из источне Азије и овај талас је био најизраженији у првој половини 2009. године<sup>+</sup>. Иако у Кини нису у великој мери биле присутне хартије од вредности које су узроковале глобалну финансијску кризу, њен је извоз био погођен колапсом потражње од стране развијених економија. Ниједна земља у свету није била

имуна на глобалну кризу па тако ни многољудна Кина, али пошто се кинески финансијски сектор није финансирао у великој мери трговинским дериватима, избегао је разарања која су претрпеле америчка привреда и развијене економије у Европи. Прецизније, Кина није искусила "кредитну кризу", која је девастирала билансе банака широм света.

Наполеон Бонапарта, иако никада није посетио Кину, предвидео је њен зенит „нека Кина снева“, написао је пре 200 година, *када се она пробуди потрешће свет*, јер је још у време Наполеона удео Кине у глобалној економији био значајан, а кинески просперитет евидентан.

Темпо и обим убрзаног развоја Кине започиње реформом њеног привредног система 1978. године, када креће једна од најзначајнијих економских прича данашњице. Мерено у америчким доларима током последњих тридесет година величина њене економије је повећана готово двадесет пута, док је бруто друштвени производ удвостручен на сваких 7-8 година. Чињеница је да су ова дешавања умногоме утицала и на становништво које чини петину светске популације: сиромаштво се смањило, а животни услови су побољшани. Ова побољшања су се догодила брже него што је Европа имала искуства током индустријске револуције.

Поред домаћих импликација, Кина је брзим и одрживим растом у последњих неколико деценија имала импликације и на глобалну економију. Њен трговински суфицит са Сједињеним Државама већи је него са било којом другом економијом<sup>++</sup>. Са друге стране, у тој интеракцији Сједињене Државе тврде да Кина смишљено држи курс своје валуте потцењеним, што њеном извозу даје неправичну конкурентску предност.

Кина, као и друге велике економије, користи агресивну фискалну и лабаву монетарну политику у борби против рецесије. Али за разлику од ових земаља, њихова централна влада финансира само око једне четвртине ових подстицаја (стимуланса) док државне банке финансирају остатак што је условило брз раст кредита. Кинески континуирани раст ће зависити од успеха фискалних стимуланса фокусираних углавном на

\*\*\*\*) Међународни економисти наглашавају да се разлика у снази две најмоћније азијске економије знатно смањила и то на штету Јапана већ поткрај 2009. године.

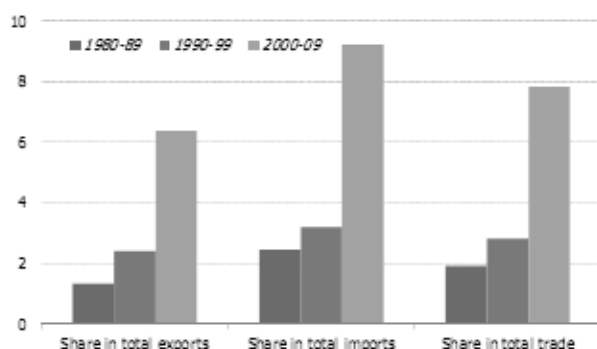
+) И друге земље источне Азије, поред Кине, спровеле су правремене фискалне стимулативне пакете, заједно са брзим и ефикасним монетарним олакшицама. Чак и земље са ниским приходима, пре свега Лаос и Камбоџа, убризгале су фискални стимуланс од око 3 одсто бруто друштвеног производа, свака у 2009. години, помажући ублажавању утицаја кризе на привредну активност.

++) Кинески суфицит текућег рачуна платног биланса током 2006. године износио је приближно 250 милијарди долара односно око 9% њеног бруто друштвеног производа. Њен трговински суфицит поново је удвостручен у првом кварталу 2007. године те је Кина постала далеко највећа суфицит земља на свету, далеко испред других. Њене девизне резерве премашују 1 трилион долара иако је већина популације и даље веома сиромашна.



инфраструктуру, у оквиру једанаестог петогодишњег плана који је почео да се спроводи од 2006. године, а чији је циљ отварање нових радних места и запошљавање на путевима и железницама милиона радника који су претходно изгубили посао понајвише у извозно-оријентисаним фабрикама. С тим у вези нужна је реформа социјалне заштите и политике тржишта рада, с обзиром на пораст њиховог значаја у последњих неколико година.

**Графикон бр.4**  
**Удео Кине у трговинским токовима**  
**Азије у %**



Извор: IMF World Economic Outlook database, Direction of Trade Statistics

Кина је данас друга највећа економија на свету и покретач раста на азијском континенту. С тим у вези поставља се питање: *може ли Кина одржати свој раст?* Кина је у бољем стању од већине земаља. Она је, могло би се рећи, избегла рецесију и остварила циљаних 8% раста у 2009. години. Њена привреда је наставила да расте снажним и сигурним темпом те њени економски изгледи за остварење одрживог високог раста и даље остају повољни. Према пројекцијама ММФ-а, за 2010. годину, очекује се раст кинеског бруто друштвеног производа по стопи од 10,5% односно по стопи од 9,5% током 2011. године. Таква перспектива гарантује даљу нормализацију макроекономских ставова, задржавајући одређени ниво флексибилности. Но, и поред свега, даље реформе су неопходне и требало би да уваже већ напоменути социјалну компоненту која се односи на изворе енергије и животну средину.

Добро осмишљен и благовремено примењен подстицајни програм помогао је Кини да изађе из кризе и брзо и лако. Успех се приписује, дакле, подстицајним мерама односно фискалној ситуацији као и банкарском сектору, који пролазе кроз десет година интензивне реформе.

Међутим, неке бриге и даље стоје. Недавно искуство показује да Кина може да оствари брз раст путем експанзије домаће тражње, укљу-

чујући потрошњу домаћинстава и различите облике домаћих инвестиција, што чини више од 90 одсто њеног укупног раста оствареног током прошле године. И заиста, у Кини је 2009. године остварено 8,7 одсто реалног раста бруто друштвеног производа, упркос великом (скоро 4 одсто) негативном доприносу из реалног нето извоза. Истовремено, потрошња домаћинстава порасла је брже од бруто друштвеног производа, први пут у току много година. Међутим, ова врста домаћег раста, који је катализиран подстицајним односно стимулативним напорима кинеске владе, јасно је да није дугорочно одржива.

Кинески стварни извоз ће наставити да расте брзо, вероватно брже од реалног бруто друштвеног производа, али ће и реални увоз порастати еквивалентно. У овом сценарију, прави трговински биланс ће остати приближно константан, неће допринети нити одузети од реалног раста бруто друштвеног производа Кине. Ипак, са кинеским реалним бруто друштвеним производом, удвострученим на сваких осам година, прави реални трговински суфицит, као проценат бруто друштвеног производа ће се смањити упола у наредних осам година.

Кинески се раст у великој мери ослања на инвестиције и спољну трговину, а за потребе уравнотежења привреда ће захтевати већу домаћу потрошњу. Да би се повећала потрошња, Кина би требало да драстично повећа вредност своје валуте, плате односно приходе домаћинстава, као и каматне стопе. Потцењена валута доводи до већих трошкова за увоз, што заузврат смањује реалну вредност прихода домаћинстава. Ово на крају користи извозни сектор, делујући као трансфер прихода од сектора становништва у извозни сектор.

Такође, ратови валута и нове глобалне неуравнотежености прете да доведу до јаког трговинског протекционизма током наредне године. Кинески реални ефективни курс постао је значајно потцењен, као последица масовних напора кинеских власти да се одупру номиналној апресијацији јуана у односу на амерички долар, константним интервенисањем на девизном тржишту (од јула 2005. године до јула 2008. године, политика је дозвољавала неке номиналне апресијације јуана). Иначе, оваква политика је била кључна за пораст суфицита кинеског платног биланса у току последње деценије, прецизније до 2008. године. Оштар пад суфицита платног биланса Кине у 2009. години несумњиво одражава оштар пад у вредности кинеског извоза, као последицу глобалне рецесије, као и утицаја различитих мера за стимулисање домаће тражње. Поред тога, спровођење политике која дозвољава бржу монетарну и кредитну експанзију, такође је

допринело смањењу суфицита платног биланса. Независно од разлога за нагли пад суфицита платног биланса Кине у 2009. години, многи аналитичари су закључили да је кинески реални ефективни курс тренутно потцењен за 25% до 40%. Велика апресецијација кинеске националне валуте ће вероватно довести до прекида у скоријем економском расту Кине. Сходно тим околностима, пожељна је постепена (али не и превише постепена) апресецијација јуана у складу са одржавањем приближно константног реалног трговинског биланса Кине. Ово оставља креаторима политике остварљив задатак пружања подршке расту домаће тражње, у складу са потенцијалом раста кинеског реалног бруто друштвеног производа. У таквом сценарију, и друге земље, укључујући Сједињене Државе, ће имати користи од брзог раста извоза у Кину, пошто би кинески реални увоз растао тако брзо као и реални извоз, а вероватно и брже од раста кинеског реалног бруто друштвеног производа<sup>+++</sup>.

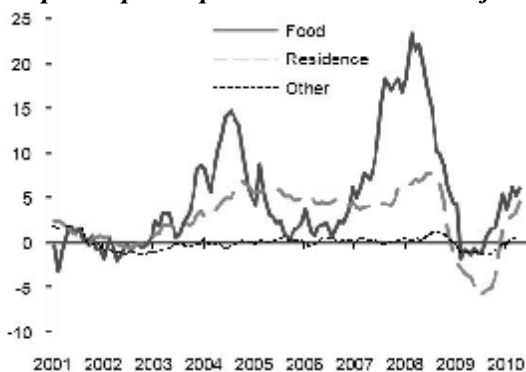
Упркос повољним кретањима, међутим, кинески трговински суфицит је нагло опао од 2008. године, због нестабилних и погоршаних услова трговине.

Инфлација је нешто порасла, углавном услед виших цена хране, али је базна инфлација остала на ниском нивоу.

Да ли је Кина заиста отпорна на рецесију? Као једној од главних економија, у интересу је Кине да препозна свој утицај и помогне обликовању глобалних и интегрисаних тржишта јер су њене одлуке условљене и међународним амбијентом и заузврат ће утицати у ширем глобалном контексту. Кина има капацитет да постане брзорастућа, велика и отворена економија кроз подстицање

Графикон бр. 5

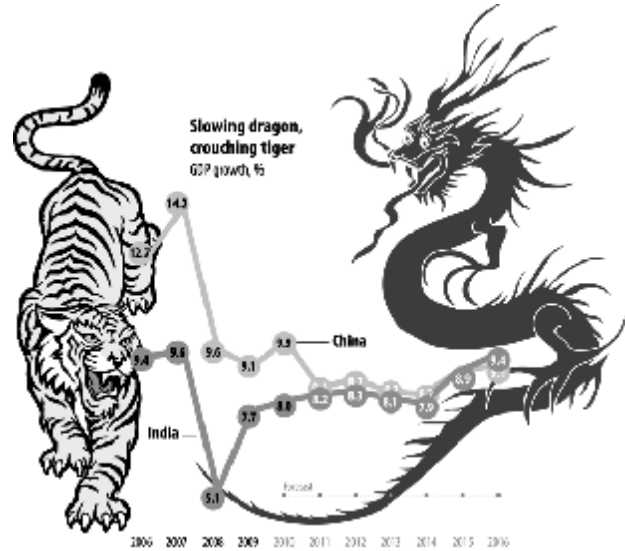
Инфлаторни тренд кинеске економије



Извор: CEIC, World Bank staff estimates

Графикон бр. 6

Иако само неколицина економиста сматра да ће Индија надмашиити раст у Кини већ следеће године, већи број их верује да је то евентуално могуће током наредне деценије када би Индија постала најмоћнија светска сила.



Извор: Economist Intelligence Unit

домаће тражње и развијајући глобално конкурентна предузећа. Посебно имајући у виду још увек низак ниво развоја у Кини, промовисање глобалних интеграција ће бити корисна и за Кину и за остатак света. То се може учинити спровођењем макроекономских реформи које ће стратешки позиционирати Кину у измењеној и променама склоној, неизвесној светској економији. Том приликом нужно је обезбедити стабилност земље током економске транзиције штитећи је од екстерних шокова уз повећање интеграције са светским тржиштима. Ако буде успела да се прилагоди трендовима у светској економији Кина може изаћи из кризе јача него икад<sup>++++</sup>.

#### 4. Индија и њена улога

Економска експанзија Индије такође је значајна\*. Процењује се да ће се индијски бруто друштвени производ реализовати по стопи од 9,75% током 2010. године односно по стопи од 8,5% у 2011. години. Најновија истраживања указују на то да ће заједно, Кина и Индија, дубоко утицати на темпо и карактер светских економ-

+++ Видети више на: [www.en.ccer.edu.cn](http://www.en.ccer.edu.cn) „Does Appreciation of the RMB Decrease Imports to the U.S. from China?” by Miaojie Yu, China Center for Economic Research (CCER) National School of Development, Peking University, 2010.

++++ Видети више на: „From WikiChina“ by columnist Thomas L. Friedman, published: November 30, 2010, The New York Times

\*) Видети више на: [www.imf.org](http://www.imf.org): “India and the Global Recovery Key Policy Challenges”, Speech by Dominique Strauss-Kahn, Managing Director, International Monetary Fund, At the Federation of Indian Chambers of Commerce and Industry (FICCI), New Delhi, December, 2010

ских промена. Стога су и оправдани напори бројних аналитичара да ураде обимну анализу утицаја садашњег и будућег развоја ове две земље на остатак света. Анализе се такође тичу и међународне трговине, индустријализације, страних инвестиција и капитала, као и импликација њиховог ширења у оквиру глобалне економије. Такође, расправља се и о томе како ове две земље решавају проблеме сиромаштва, неједнакости и питање управљања и да ли напредак у овим областима може бити кључ брзог и стабилног раста у региону, а тиме и у глобалним размерама.

Пошто су Кина и Индија два азијска колоса, одлуке спроведене у овим земљама имаће имплицативне последице тј. утицаће на трговину и развој у свету, будућност тог развоја, као и на процес даље индустријализације широм Азије. Предвиђа се да ће привреде ових двеју земаља за двадесет година постати доминантне светске привреде.

### 5. Јапан – ново место

Конечно, и ситуација у Јапану заслужује коментар. Глобална рецесија погодила је јапанску привреду веома тешко. Процењује се да је реални бруто друштвени производ опао за 8,4 одсто између првог квартала 2008. и првог квартала 2009. године. Нажалост, јапанска економска политика није успела да уради много у борби против рецесије с циљем промовисања опоравка. Захваљујући краткорочној политици каматних стопа примењиваној пре почетка рецесије, Централној банци Јапана сужен је простор коришћења традиционалних мера монетарне политике квантитативних олакшица. Фискална политика такође има ограничен успех у јапанској привреди, а њена сфера деловања је брига о огромном дефициту и високом нивоу јавног дуга. Због наведеног, а нимало имун на глобална дешавања, током 2009. године, Јапан је прошао кроз најгору рецесију још од Другог светског рата. Иако је влада Јапана саопштила да ће утрошити 915 милијарди јена (око 10,9 милијарди долара) у оквиру свог новог стимулативног пакета, аналитичари, међутим, сумњају да ће тај пакет имати већег утицаја, с обзиром на то да Јапан има мали простор за велику потрошњу при високом јавном дугу који је два пута већи од

вредности његове економије. Са друге стране, водећи индикатори за Јапан указују на то да ће опоравак привреде бити пре свега у домену извоза. Очекује се експанзија односа са кључним азијским трговинским партнерима и у нешто мањој мери, са остатком света. С тим у вези, у 2010. години раст бруто друштвеног производа за Јапан је пројектован на 2,8%<sup>\*\*</sup>.

### 6. Азијске привреде пред новим изазовом

Иначе, све азијске привреде, укључујући и оне развијене попут Хонг Конга, Сингапура, Јужне Кореје и Тајвана, претрпеле су значајан пад производње током глобалне рецесије пре него што су оствариле снажан раст у пролеће 2009. године. Међутим, у наредна два квартала тај раст је био снажан, али несталан.

Азијске економије у настајању су ушле у кризу, у основи, у солидном „економском здрављу“. Поучене лекцијама из кризних 1997-1998. година смањиле су износ јавног дуга као и фискални дефицит, чиме је обезбеђена здрава и снажна позиција платног биланса. Осим тога, повећале су се девизне резерве, а значајно се побољшао и финансијски надзор. Више него очигледно је да је из недавне финансијске кризе у свету Азија израсла у глобалну економску силу и да њено доба тек долази, односно не може се сумњати у то да ће економски учинак у Азији и даље добијати на важности. Како азијска економска снага расте, њен удео у економским перформансама других земаља такође расте. Међутим, са друге стране ризици, укључујући и све израженија превирања у Европи, указују на неопходност спремности азијских политичара на евентуалне потенцијалне шокове у будућности с обзиром на то да глобални финансијски систем још увек егзистира у амбијенту знатне неизвесности и остаје Ахилова пета економског опоравка.

Како регион постаје све више интегрисан у светску привреду, све су значајнији мултилатерални приступи глобалним изазовима. Поставља се питање како ће се Азија - регион огромног економског динамизма, али и различите економске реалности - суочити са изазовима двадесет првог века. Ово укључује и проналажење начина

<sup>\*\*</sup>) Кина је, ако је ценити на основу података за други квартал ове године, по економској снази премашила Јапан и постала друга светска привредна сила, одмах иза Сједињених Држава. Стручњаци, осим тога, истичу да је богатство међу више од 1,3 милијарде Кинеза сада распоређено веома неуједначено, па је животни стандард неколико стотина милиона руралног становништва у најмногуљуднијој земљи света осетно нижи од просека за целу земљу, а поготово ако се упореди са становницима густо насељених индустријских центара какви су Шангај, Пекинг и други велики градови. Кина ће, међутим, према дугорочној пројекцији, коју су сачинили пре две године амерички експерти, већ крајем наредне деценије по привредној моћи престићи и Сједињене Америчке Државе.

да се помогне азијским земљама са ниским приходима да буду део настајуће брзоразвојне економске империје. Такође, последице кризе - повећана конкуренција између развијених земаља и оних у развоју, висока стопа незапослености, нарасли национални дугови и повећан ниво протекционистичких мера - прете да подрију потенцијал раста у годинама које долазе. Осим тога, ако узроци кризе нису правилно сагледани, у појединим земљама постоје велики изгледи да се криза понови. Само померање економске моћи далеко од традиционалних центара неминовно ће створити трења која би могла довести до политичких тензија и војних сукоба. Сам раст пре кризе био је и превише завистан од тржишта и његових утакмица, док се данас економије и превише ослањају на подршку владе. У складу с тим, креатори политике морају се заложити за проналажење нове равнотеже између тржишног раста и раста оствареног владиним напорима. И на крају, али не најмање важна констатација, јесте да емисија угљен-диоксида, као последица економског раста, води планету ка сигурној климатској катастрофи.

Но, без обзира на све, Азија има своје искуство и причу која се, путем међународних организација, пре свега ММФ, настоји применити и на друге земље. Штавише, улога ММФ-а је више него релевантна у процесу постављања Азије на глобалну платформу.

У светлу глобалне финансијске кризе, Азија је настала као глобална економска сила и нико не сумња да ће њен економски значај и даље наставити континуирано да расте, али свет се мења, а следствено томе и начин на који ће Азија расти и просперирати. Одлуке које доноси сада имаће утицаја на перформансе њене привреде у деценијама које следе. Одабраном политиком коју спроводи Азија ће преобликовати глобалне економске и финансијске оквири, а тиме и целокупну глобалну привредну структуру.

Током 2011. године, очекује се да ће регионални развој у Азији остварити стопу раста од 6,8%. Снажан економски раст доводи до нових изазова у политици: инфлаторни притисци се настављају, док цене некретнина у појединим регионима расту двоцифреним стопама. Како је Азија све привлачнија локација за страна улагања (с обзиром на спор опоравак економија Сједињених Држава и Европе), прилив капитала у наредном периоду може додатно утицати на повећање домаћих цена. Стога је неопходно да земље у региону учине напоре ка нормализацији стања пре свега ка

пооштравању монетарне и фискалне политике, укључујући веће поштовање девизног курса. Ово такође подразумева и неопходност стопирања фискалних стимуланса који су били више него потребни у време кризе, управљање токовима капитала, успостављање контроле над ризиком од инфлације и излечење накупљених рањивости финансијског сектора, а све у складу са снажним растом региона.

Свету је потребно азијско вођство не само да се одржи глобалан раст већ и такође да се развију политички механизми кадри да се изборе са реалношћу сутрашњице. Земље широм света желе да знају како је Азији успело да оствари импресиван развој и успешну глобализацију, јер су азијске економије у настајању довеле до опоравка из велике глобале рецесије. И док су током 2009. године Сједињене Државе имале раст бруто друштвеног производа од -2,4 одсто, Европа, -4,8 одсто, Индија и Кина оствариле су стопе раста од 7,3 одсто односно 8,7 одсто. Штавише, сматра се да су ове земље (укључујући и Индонезију) избегле потпуну рецесију остварујући успешан раст, а биле су угрожене само током фазе оштрих контракција крајем 2008. и почетком 2009. године, што се приписује великој мери укључености ових економија у светске трговинске токове. Привредна активност ових земаља снажно је интензивирана процесом опорављања светске трговине. Осим тога, у региону у међувремену, додатно су ојачале и међурегионалне трговинске везе.

Под претпоставком да економије земаља у развоју остају и даље у тренду брзог раста, може се очекивати да ће се интензивирати политичке и економске несугласице, како домаће тако и међународне, током следећих деценија. Пре свега, период рапидног раста могао би повећати имовинску неједнакост и створити друштвене сукобе и конфликте стога владе треба да раде на промовисању једнаког и правичног развоја како би се избегло нарушавање социјалне кохезије. Неке тензије између развијених земаља и земаља у развоју ће бити ублажене како земље у развоју буду доживљавале економски просперитет.

Постојање хибридних привреда које комбинују карактеристике и развијених земаља и земаља у развоју (као што су гигантске економије - Кина и Индија - које су дом милиона сиромашних), приказује да се, без обзира на импресиван свој раст, ове земље и даље суочавају са великим изазовима. Тако, упркос развоју и едукацији,

Азија остаје регион са великим бројем сиромашних становника \*\*\*.

Како азијске економије у настајању остварују снажан раст, на супрот напредним економијама које проживљавају прилично скроман развој, и са друге стране, с обзиром на то да азијске економије у настајању имају много звучнију финансијску ситуацију, а напредне економије доживљавају фискалне проблеме, можемо очекивати глобално сељење средстава са Запада на Исток.

#### **Графикон бр. 7**

***Иако су учињени значајни напори ка смањењу сиромаштва, Азија је и даље регион са највећим бројем сиромашних који живе са мање од 1.25 \$ дневно***

Извор: World Bank

С тим у вези, управо услед овог феномена, Светска банка је упозорила да прети нова криза јер је повећавана могућност „прегрејавања“ тржишта некретнина. У Светској банци даље упозоравају да тамошње власти треба да буду на опрезу како би се избегле погрешке које су биле узрок азијске кризе више од десет година раније. Наиме, већи прилив капитала у комбинацији са постојећом ликвидношћу и порастом поверења у тржиште, оживљавају тржишта капитала и подижу цене некретнина, али истовремено стварају и страх од новог балона.

Азија треба да преиспита свој модел раста који је и даље извозно оријентисан док би, на домаћу потрошњу оријентисан модел раста био много више уравнотежен и одржив.

Неодложно питање представља и реформа финансијског сектора. Криза нас је научила да јака финансијска политика игра веома значајну улогу у макроекономском управљању. Азија нема развијено тржиште обвезница, што је апсолутно

важно за дугорочно планирање и реализацију раста.

Такође, Азија мора да се бави и глобалним токовима капитала. Сељење капитала у Азију представља велики изазов за регион у наредних неколико година, а креатори политике у Азији треба да решавају ово питање врло пажљиво, дизајнирајући одговарајућу стратегију не би ли се постигла трајна решења.

Највеће регионалне банке помогле су знатно ограничавањем ширења финансијског колапса и преносне снаге глобалне рецесије. Многе централне банке смањиле су каматне стопе готово на нулу, у настојању да стимулишу позајмљивање и задрже и курс привреде на узбурканој пучини. Оне су такође позајмљивале новац међусобно, како би се спречиле дислокације изазване недостатком стране валуте на појединим тржиштима. Осим акција централне банке, и поједине владе су интервенисале на финансијским тржиштима, убризгавајући велике суме новца као фискални стимуланс да би се избегло масовно смањење агрегатне тражње.

За многе земље, светска рецесија је нагласила неодрживост претераног везивања раста за извоз \*\*\*\*.

#### **Закључак**

Забринутост због трговинских дефицита и суфицита, протекционизма и рата валута прети да осујети напоре за изналажење глобалних решења за финансијску кризу. Светска економија може остварити дуготрајан, уједначен раст само путем међународне солидарности. Постоји претња да земље наставе да задржавају курсеве својих валута на нереално ниским нивоима како би својим извозницима дале конкурентну предност на глобалном тржишту, што би могло довести до деструктивног трговинског рата. Земље би такође могле да ставе баријере на увоз, чиме би се поновила пракса која је допринела Великој депресији из тридесетих година прошлог века. Но, за разлику од депресије, ова криза може да покаже како агресивно политичко деловање означено као протекционизам у садејству са чврстом међународном координацијом може помоћи да се светске економије спасу са руба пропасти. С тим у вези, креатори политике ши-

\*\*\* Видети више на: [www.voxeu.org](http://www.voxeu.org) „The poor half billion: What is Holding Back Lagging Regions in South Asia?” by Ejaz Ghani, Economic Adviser at the World Bank (October, 2010)

\*\*\*\*) Амерички стручњаци, такође, предвиђају да ће у групи од пет најмоћнијих светских економија до половине овог века осим Кине, САД и Јапана, бити још две земље - Бразил и Русија - које располажу огромним резервама енергетских и разних других стратешки важних сировина..

ром света брзо су реаговали, понекад спроводећи координиране акције, а понекад делујући независно.

Док са једне стране постоји позитивно мишљење о изгледима за раст у Азији, са друге стране, Азија се суочава са многим изазовима. Њена улога у светској економији и даље расте, како њена улога у светској трговини и финансијама тако и кроз институције економског управљања попут ММФ-а, а сматра се да ће и даље расти. Иако су изгледи раста у многим високо развијеним земљама крхки, глобални опоравак је, преваходно захваљујући азијској економији, еволуирао боље него што се очекивало, а прогнозе глобалног раста од почетка године неколико пута су ревидиране.

### Литература

1. Bergsten C. F. (2009) *“The Dollar and the Deficits: How Washington Can Prevent the Next Crisis,”* Foreign Affairs, Volume 88, No.6;
2. Evenett, J. S. (2009) *“What can be learned from crisis-era protectionism? An Initial Assessment,”* University of St. Gallen and CEPR, Business & Politics, The Berkeley Electronic Press
3. Friedman L.T. (2010) *„From WikiChina“,* The New York Times
4. Ghani E. (2010), *“The poor half billion: What is holding back lagging regions in South Asia?”* A Vox EU.org (research-based policy analysis and commentary from leading economists)
5. Piazza R. (2010), *“Growth and Crisis, Unavoidable Connection?”* Middle East and Central Asia Department, IMF Working Paper
6. Portes R. (2010), *“Currency wars and the emerging-market countries”,* A Vox EU.org (publication)
7. Strauss-Kahn D. (2010) *“India and the Global Recovery Key Policy Challenges”,* International Monetary Fund, New Delhi
8. World Economic and Financial Surveys (2010), World Economic Outlook (WEO), *“Recovery, Risk, and Rebalancing”,* IMF Working Paper
9. Yu M.(2010) *„Does Appreciation of the RMB Decrease Imports to the U.S. from China?”* China Center for Economic Research (CCER), National School of Development, Peking University

### Web странице

1. [www.asia21.org](http://www.asia21.org)
2. [www.bepress.com](http://www.bepress.com)
3. [www.economist.com](http://www.economist.com)
4. [www.en.ccer.edu.cn](http://www.en.ccer.edu.cn)
5. [www.ft.com](http://www.ft.com)
6. [www.imf.com](http://www.imf.com)
7. [www.voxeu.org](http://www.voxeu.org)
8. [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)

## ***Рачуноводство трошкова и учинака***

**проф. др Јован Родић, проф. др Милован Филиповић**

Књига *Рачуноводство трошкова и учинака* штампана је почетком децембра 2010. године, а издавач је ASIMEX DOO, Београд.

Књига започиње тумачењем појмова који имају значајну фреквентност у рачуноводству трошкова и учинака и дефинисањем циљева рачуноводства трошкова и учинака, на које се надовезују следеће структурне целине:

- Свеобухватно рачуноводство трошкова и учинака,
- Поједностављено рачуноводство трошкова и учинака производног предузећа,
- Поједностављено рачуноводство трошкова и учинака пољопривредног предузећа, и
- Рачуноводство сегмената пословања.

### ***Заједничка обележја назначених структурних целина су:***

- (1) приказивање књижења која су међусобно условљена како у рачуноводству трошкова и учинака, тако и у финансијском рачуноводству;
- (2) идентификовање трошкова производње који се диспонирају на носиоце трошкова и трошкова периода који се диспонирају директно на расходе;
- (3) у оквиру групе рачуна 95 – Носиоци трошкова, аналитички рачуни су у функцији преноса полупроизвода, затим преноса производа у складиште, као и преноса трошкова реализованих услуга на расходе у току обрачунског периода.

Ови рачуни се одобравају за вредност полупроизвода, производа и услуга, утврђених на основу планских цена или нето продајне цене на почетку године;

- (4) на дан биланса утврђују се стварни трошкови недовршене производње и произведених учинака. Недовршена производња вреднује се по коригованој нето продајној цени. Коригована нето продајна цена на дан биланса је нето продајна цена, умањена за проценат незавршености производа (дата је формула њеног израчунавања).

Стварни трошкови произведених учинака су збир почетних трошкова недовршене производње и производних трошкова у обрачунском периоду, умањен за трошкове недовршене производње на дан биланса. Изложен је поступак распореда стварних трошкова на производе учинака (производе, полупроизводе и услуге).

Стварним трошковима задужују се аналитички рачуни преноса производа, преноса полупроизвода и преноса услуга. Будући да су ови рачуни у току обрачунског периода одобрани по унапред утврђеним ценама на почетку године, на њима се на датум извештавања јављају салда којима се исказује одступање стварних од планских трошкова завршених учинака. Та салда код производа и полупроизвода преносе се на корективне

рачуне (одступање трошкова) залиха полупроизвода и производа, а код услуга преносе на расходе.

Одступања у трошковима полупроизвода и производа са корективних рачуна преносе се на расходе сразмерно продатим полупроизводима односно производима;

- (5) све четири структурне целине садрже књижења отписа, мањкова и вишкова залиха учинака;
- (6) на дан биланса утврђују се стварни трошкови полупроизвода и производа садржани у залихама, стварна цена коштања залиха (метод обичне дивизионе калкулације или метод дивизионе калкулације са еквивалентним бројевима), нето продајна цена ових залиха (изложен је поступак утврђивања цене коштања и нето продајне цене) и своде се залихе полупроизвода и производа на нето продајну цену када је она нижа од цене коштања, у складу са параграфом 9 МРС – 2 *Залихе*. Овим се искључује могућност појаве скривених губитака у оквиру залиха учинака;
- (7) На дан биланса у све четири структурне целине саставља се интерни биланс успеха, који је обавезан само у рачуноводству сегмената пословања.

#### ***Појединачне карактеристике структурних целина су:***

*Свеобухватно рачуноводство трошкова и учинака* у оквиру класе 9 евидентира све врсте залиха, а трошкови се евидентирају по врстама и местима трошкова у оквиру групе рачуна 92 – Трошкови набавке, техничке управе и споредних делатности, 93 – Трошкови главних производних места трошкова и 94 – Трошкови управе и продаје.

На дан биланса трошкови набавке, техничке управе и помоћних делатности распоређују се на друга места трошкова (дати су критеријуми распореда), трошкови производних места трошкова преносе се на групу рачуна 95 – Носиоци трошкова, а трошкови са групе рачуна 94 преносе се на трошкове периода (рачун 982).

Свеобухватно рачуноводство трошкова и учинака обухвата:

- продају робе из складишта,
- продају производа и робе из продавнице произвођача,

- продају материјала, и
- отпис, мањкове и вишкове материјала и робе.

Ово рачуноводство трошкова и учинака омогућава контролу и приписивање одговорности за настанак трошка на сваком месту трошкова.

*Поједностављено рачуноводство трошкова и учинака производног предузећа примењује се у индустријским и грађевинским предузећима.* У овом рачуноводству трошкова и учинака:

- евидентирају се само залихе учинака,
- преузети трошкови производње из финансијског рачуноводства евидентирају се директно на носиоце трошкова у оквиру групе рачуна 95, с тим што се у оквиру ове групе рачуна отварају аналитички рачуни за сваки погон односно градилиште.

*Поједностављено рачуноводство трошкова и учинака пољопривредног предузећа.* У оквиру овог рачуноводства евидентирају се само залихе учинака. У оквиру групе рачуна 95 – Носиоци трошкова развијају се аналитички рачуни:

- трошкови производње житарица,
- трошкови производње уљарица,
- трошкови производње поврћа,
- трошкови сточарских производа,
- трошкови воћарских производа,
- трошкови виноградарских производа.

Ради објективне алокације трошкова набавке и пољопривредне механизације на носиоце трошкова, ови трошкови у току обрачунског периода евидентирају се у оквиру групе рачуна 92, а на дан биланса, према утврђеним критеријумима, преносе се на поједине линије пољопривредне производње.

У оквиру групе рачуна 95, поред аналитичких рачуна преноса производа у складиште и преноса трошкова реализованих услуга, постоји рачун: продаја живе стоке директно из производње и отпис угинуле стоке.

При преузимању трошкова из финансијског рачуноводства:

- трошкови набавке и пољопривредне механизације евидентирају се у оквиру групе рачуна 92,
- трошкови производње евидентирају се по линијама производње у оквиру групе рачуна 95,
- трошкови управе и продаје евидентирају као трошкови периода (рачун 982).



Ово рачуноводство садржи и рачуноводство основног стада у оквиру финансијског рачуноводства, са приказом књижења промена на основном стаду у току обрачунског периода и на дан биланса.

*Рачуноводство сегмената пословања* конципирано је у складу са МСФИ 8 – *Сегменти пословања*. Оно се разликује од свеобухватног рачуноводства трошкова и учинака у следећем:

У оквиру групе рачуна 92, 93 и 94 постоје две групе трошкова:

- примарни трошкови (трошкови настали из односа са окружењем), и
- секундарни трошкови (трошкови настали трансфером учинака од стране једног другом сегменту).

Расходи и приходи трансферисаних учинака између сегмената пословања евидентирају се на групи рачуна 97. Разлика између прихода и расхода у оквиру ове групе рачуна је интерни финан-

сијски резултат од трансферисаних учинака, који су евидентирани на рачуну 9799.

Ако је интерни финансијски резултат негативан (губитак) са рачуна 9799 преноси се на рачун 780 – Трошкови продатих учинака, с циљем да не остане у оквиру залиха учинака, што би довело до прецењивања залиха учинака. Позитивни финансијски резултат (добитак) расподељује се на залихе учинака и на трошкове продатих учинака, сразмерно залихама учинака на дан биланса и трошковима продатих учинака. На овај начин, биланс успеха предузећа добија се аутоматски у консолидованом облику.

Будући да се аутори десет година баве ревизијом финансијских извештаја, уочили су многе неправилности код немалог броја производних предузећа, што је имплементирано у књизи с циљем да се оне отклоне и да се унапреди и олакша вођење главне књиге рачуноводства трошкова и учинака.

*У Београду, 3.12.2010.  
Проф. др Гордана Вукелић*