



9 771 450 611 023
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 Владимир ВУЧКОВИЋ
МОГУЋНОСТИ ЗА ЗАШТИТУ ОД РИЗИКА
ДЕВИЗНОГ КУРСА У ПРЕДУЗЕЋИМА СРБИЈЕ

♦ др Благоје НОВИЋЕВИЋ
♦ др Татјана СТЕВАНОВИЋ
МЕРЕЊЕ И ПРАЋЕЊЕ ПЕРФОРМАНСИ
ПОСЛОВНИХ ПРОЦЕСА

♦ др Милена ЈАКШИЋ
МЕСТО И УЛОГА ДОБРОВОЉНИХ
ПЕНЗИЈСКИХ ФОНДОВА НА
ФИНАНСИЈСКОМ ТРЖИШТУ СРБИЈЕ

3-4

РАЧУНОВОДСТВО

ЧАСОПИС ЗА РАЧУНОВОДСТВО, РЕВИЗИЈУ И ПОСЛОВНЕ ФИНАНСИЈЕ
ГОДИНА LIV * Бр. 3-4 * Београд, март-април 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"
мр Јован ЧАНАК

Лектор
мр Ана Бојановић,

Технички уредник
Витомир Савић

РЕДАКЦИОНИ ОДБОР

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

ИЗ ИНОСТРАНСТВА
Prof. Alexander Russell, Scotland
Prof. Mieczyslaw Dobija, Poland
Prof. Frants Butynets, Ukraine
Prof. Metka Tekavcic, Slovenia
Prof. Robert W. McGee, US
Prof. Serdar Ozkan, Turkey
Prof. Željko Šević, 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
Прештампанање објављених текстова није
дозвољено без одобрења издавача и
навођења извора.
Текст не може бити репродукован
снимањем, фотокопирањем, електронски
или на други начин, без претходне
сагласности издавача

Штампа: Космос, Београд, Светог Саве 16-18

CIP – Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд
657

РАЧУНОВОДСТВО : часопис за
рачуноводство, ревизију и пословне финансије
/главни и одговорни уредник Перо Шкобић;
одговорни уредник Јован Чанак. – Год. 43,
бр. 1 (јануар 1998)–. – Београд : Рачуноводство:
Савез рачуновођа и ревизора Србије, 1998 –
(Београд : Космос). – 29 цм

Месечно. - Наставак публикације: Књиговодство
(ћирилично изд.) =ISSN 0023-2394

ISSN 1450-6114 = Рачуноводство

COBISS.SR-ID 139739399

Садржај

ТЕМА БРОЈА

др Владимир ВУЧКОВИЋ

Могућности за заштиту од ризика девизног курса у предузећима Србије3

УПРАВЉАЧКО РАЧУНОВОДСТВО

др Благоје НОВИЋЕВИЋ

др Таијана СТЕВАНОВИЋ

Мерење и праћење перформанси пословних процеса.....14

др Надица ФИГАР

SAIIS модел управљања перформансама предузећа23

др Војислав МАРЈАНОВИЋ

Сучељавање Activity-Based Costing-a
и процесног обрачуна у оквиру концепта обрачуна трошкова
заснованог на активностима на примеру BMW Werk Dingolfing.....31

др Зоран МИНОВСКИ

мр Јован ЧАНАК

Управљање трошковима засновано
на рачуноводству активности и теорија ограничења44

ПОСЛОВНЕ ФИНАНСИЈЕ

др Мирослав ТОДОРОВИЋ

Теорија хијерхијског редоследа -
теорија или антитеорија структуре капитала.....54

др Владан ПАВЛОВИЋ

Откуп сопствених акција - циљеви, методи и ефекти63

др Ксенија ДЕНЧИЋ-МИХАЈЛОВ

Специфичности управљања обртним средствима
у мултинационалној компанији.....80

ФИНАНСИЈСКА АНАЛИЗА

мр Бојана ВУКОВИЋ

Концепти формирања и анализа добитка.....90

КОНТРОЛА И РЕВИЗИЈА

мр Миле СТАНИШИЋ

Интегрисано управљање ризиком и интерна ревизија99

БАНКАРСТВО

др Драган БОЖИЋ

мр Томислав ТОДОРОВИЋ

Улога и одговорност банака у IPO емисији хартија од вредности120

ЈАВНЕ ФИНАНСИЈЕ

др Милена ЈАКШИЋ

Место и улога добровољних пензијских фондова
на финансијском тржишту Србије.....130

др Велизар ГОЛУБОВИЋ

Јавни капитализовани пензијски фондови.....143

IN MEMORIAM

Момчило Томић (1927 - 2010)152

Contents

THE THEME OF THE ISSUE

Vladimir VUCKOVIC, PhD

Possibility to Protect Serbian Companies from Foreign Currency Risks3

MANAGEMENT ACCOUNTING

Blagoje NOVICEVIC, PhD

Tatjana STEVANOVIC, PhD

Measuring and Observing of Business Processes Performances14

Nadica FIGAR, PhD

SAILS Model for Enterprise Performance Management23

Vojislav MARJANOVIC, PhD

Confronting of Activity-Based Costing and Process Calculation within the Concept for Calculation of Expenses Based on Activities on the Example of BMW Werk Dingolfing31

Zoran MINOVSKI, PhD

Jovan CANAK, Msc

Cost Management Based on Accounting Activities and Limitation Theory44

BUSINESS FINANCE

Miroslav TODOROVIC, PhD

The Hierarchy Theory – Theory or Anti-theory of Capital54

Vladan PAVLOVIC, PhD

Goals, Methods and Effects of Purchase of Own Shares63

Ksenija DENCIC-MIHAILOV, PhD

Specificities of Current Assets Management in Multinational Company80

BUSINESS ANALYSIS

Bojana VUKOVIC, Msc

Concepts of Formation and Analysis of Gain90

CONTROL AND AUDIT

Mile STANISIC, Msc

Integrated Risk Management and Internal Audit99

BANKING

Dragan BOZIC, PhD

Tomislav TODOROVIC, Msc

Role and Responsibility of Banks in the IPO Issue of Securities120

PUBLIC FINANCE

MILENA JAKSIC, PhD

Place and Role of Voluntary Pension Funds in the Financial Market of Serbia130

Velizar GOLUBOVIC, PhD

Centralized Public Pension Funds143

IN MEMORIAM

Momcilo TOMIC (1927 - 2010)152

др Владимир
ВУЧКОВИЋ*

Могућности за заштиту од ризика девизног курса у предузећима Србије

Резиме

Промене девизног курса утичу на резултате пословања у тој мери да се од креатора економске политике, а нарочито од Народне банке Србије, захтева да у већој мери контролишу његово кретање. У раду су размотрене могућности заштите од ризика девизног курса у самим предузећима. С обзиром на велики значај који девизни курс има за одлуке у међународном и домаћем пословању, потребно је да предузећа у Србији примене неке од расположивих мера заштите од курсног ризика. Након разматрања расположивих послова и техника заштите, указујемо на њихова ограничења и потенцијале у привреди Србије.

Кључне речи: девизни курс, ризик девизног курса, курсна изложеност, девизни деривати, заштита од ризика девизног курса.

Увод

Девизни курс динара је водећа микроекономска и макроекономска тема у Србији. Да ли режим девизног курса треба да буде фиксни или флукутирајући, да ли треба увести евро или остати при динару, да ли Народна банка Србије треба више и јаче да интервенише на девизном тржишту, нека су од питања која заокупљају јавност. Србија се споро креће ка Европској унији и, имајући у виду званичан став ЕУ, неће моћи да уведе евро (чак и када би хтела и када би то било препоручљиво) пре пуноправног чланства и испуњења критеријума конвергенције из Мастрихта. С обзиром на лоша искуства са фиксним девизним курсом и инфериорност овог режима у односу на флукутирајући курс за државу попут Србије, реално је да се претпостави да ће још дуги низ година девизни

курс динара бити променљив и нестабилан. Зато је уместо разматрања претходних питања, претежно концептуалне природе, упутније да привредници размисле на који начин могу да се изборе са будућом курсном нестабилношћу.

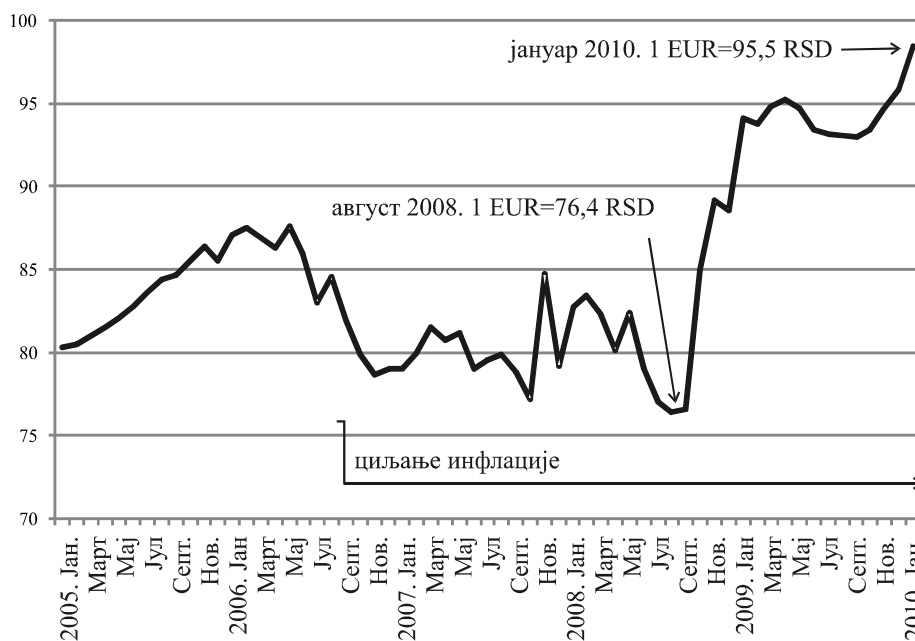
У раду се разматрају значај девизног курса за пословно одлучивање, изложеност резултата предузећа промени девизног курса, различити начини и технике заштите од ризика девизног курса и могућност примене одређених врста заштите у Србији.

1. Ризик девизног курса и курсна изложеност

“Привредници траже стабилан курс”, пише крупним словима на насловној страни часописа

*) Ванредни професор Факултета за међународну економију Мегатренд универзитета у Београду

Слика 1 - Девизни курс (динар/евро), 2005-2009, просечни месечни курсеви



Извор: НБС, Статистички билтен - серије података у XLS формату, www.nbs.rs

Привредне коморе Србије¹. Не јењавају притисци појединих привредника и њихових удружења на Народну банку Србије. Захтева се да се НБС интервенцијама на девизном тржишту спречи, или бар успори, депресијација динара. Гувернер Народне банке Србије одговара да је задатак НБС постизање ниске инфлације и да неће да продаје девизе “по ћефу појединаца”². Стратегија циљања инфлације подразумева да се курс формира слободно на девизном тржишту. Након што је НБС започела да примењује ову стратегију (септембар 2006. године) дугорочне и краткорочне промене девизног курса биле су интензивније него раније (Слика 1). Најнижи курс забележен је у августу 2008. године (просечан курс у овом месецу је 76,4 динара за евро), а највиши у последњем месецу периода, у јануару 2010. године (98,5 динара за евро).

Претходни подаци подсећају на још један сукоб који је тињао између предузећа и Народне банке Србије, у периоду јаког динара и ниског девизног курса (2007. и највећи део 2008. године). Тада се могло чути да јак динар угрожава конкурентност, што је значило да привредници сматрају да низак курс дестимулише извоз, па самим тим и развој најздравијег дела привреде. Од НБС се, дакле, тражило потпуно супротно

актуелним захтевима – монетарна политика која ће довести до пораста девизног курса и слабљења динара.

У сваком случају, увек ће бити предузећа која су незадовољна девизним курсом. За неког ће он увек бити пренизак, а за другог превисок. Када курс расте, неки морају да издвајају све више динара за своје девизне обавезе (које обухватају и динарске обавезе са валутном клаузулом), па ће бити незадовољни, док ће извозницима пораст курса одговарати. Када курс пада, дужници и увозници ће бити мирнији, али ће трпети и бити незадовољни извозници. Зато се поставља питање: да ли је могуће да се умањи утицај који девизни курс има на пословање предузећа у Србији?

Основна функција девизног курса је успостављање везе између цена у земљи и цена у иностранству. Помоћу девизног курса се, наиме, иностране цене прерачунавају у националну валуту и домаће цене се исказују у девизама. На овај начин омогућава се упоређивање цена у земљи и у иностранству и утврђивање производа који се могу извозити (пошто им је цена у земљи нижа него у иностранству), односно увозити (цена им је нижа у иностранству него у земљи). Није тешко утврдити сличне рачунице и за

1) Корак, часопис Привредне коморе Србије, број 57, фебруар 2010. године.

2) Видети: <http://www.blic.rs/Vesti/Ekonomija/171963/Necu> - "Нећу да продајем резерве по ћефу појединаца".

послове кредитирања (задуживања у иностраној валути), инвестирања у иностранству и, у ствари, за сваку пословну одлуку међународног карактера. Девизни курс, дакле, утиче на одлуку да ли се упуштати у одређени међународни посао (извоз, увоз, инвестирање, кредит), а потом непосредно и на резултате такве одлуке³.

Ризик девизног курса (курсни ризик) представља неизвесност у вези са будућим кретањима девизних курсева. Не треба курсни ризик мешати са снагом и положајем валуте и земље – јака валута може бити ризичнија од слабе.

Предузеће је изложено ризику девизног курса уколико његово пословање зависи од промене девизног курса. Изложеност одражава степен у коме је предузеће погођено променом девизног курса. Појам изложености предузећа промени девизног курса (курсну изложеност) треба разликовати од ризика девизног курса. Наиме, и поред присутног ризика, предузеће не мора бити истовремено и изложено курсном ризику. Уколико је, рецимо, куповином девизних форварда предузеће заштитило своје приходе у иностранству од промене девизног курса, онда се може сматрати да не постоји могућност повољних и неповољних последица промене девизног курса, то јест курсна изложеност. Дакле, изложене су само оне области и резултати пословања који су директно подложни промени девизног курса. Док се ризик везује за вероватноћу промене девизног курса, изложеност се фокусира на вредност (новчани израз) која се налази на удару евентуалне промене девизног курса.

Трансакциона (уговорна) изложеност девизном курсу постоји када су уговорени, очекивани новчани приливи и одливи деноминирани у иностраној валути. Уколико је уговором одређено да будућа плаћања или наплате гласе на било коју страну валуту, онда су одговарајући износи у домаћој валути подложни промени девизног курса. Трансакциона изложеност је везана за токове готовине раније уговорених пословних трансакција. Извршавање уговора у будућности (наплата потраживања или плаћање обавеза) по промењеном девизном курсу погађа токове готовине предузећа и доводи до неочекиваних губитака или добитака⁴.

Које пословне трансакције подлежу трансакционој изложености? Уколико се увозник иностране робе обавезао да увоз плати у иностраној валути у фиксном износу, онда евентуални по-

раст девизног курса представља повећано оптерећење у домаћем новцу. Проблем се додатно усложњава ако се увозна роба користи као инпут у производњи намењеној извозу. Тада је, услед неизвесног кретања курса и цене инпута, тешко дефинисати извозну цену. Слично, извозник се може суочити са мањом извозном зарадом израженој у домаћој валути, након пада девизног курса. Уколико се прихвати чињеница да произвођач увози инпуте из једне земље, а финалне производе извози на тржиште друге земље, онда се у анализи мора узети у обзир кретање курсева валута све три земље. Неповољно кретање девизних курсева може бити изражено у толикој мери да се планирани профит у потпуности истопа и да сви елементи конкурентне понуде (ефикасна производња, квалитетан производ, привлачан дизајн итд.) буду недовољни за пословни успех.

Трансакциона изложеност девизном курсу погађа, осим класичног робног спољнотрговинског пословања, и друге облике међународне пословне сарадње. Све активности финансијског инвестирања у иностранству подлежу овој врсти ризика. Кредитна активност подразумева исплату ануитета у будућности. Стране директне инвестиције, било у виду улагања “од ледине” или куповине предузећа, захтевају прибављање туђе валуте за инвестирање у инострану активу. Приходи од инвестирања у иностранству (трансферисани профит, приходи од портфолио инвестиција, дивиденде, приноси од интелектуалне својине) такође могу бити значајно редуковани или повећани услед промене девизног курса. Дакле, увек када постоји временска дистанца између тренутка планирања/уговарања посла и тренутка извршавања наплате, присутна је трансакциона изложеност курсном ризику.

Често се мисли да предузећа која немају уговорене трансакције са иностранством (било спољнотрговинске, било финансијске) не зависе од девизног курса. То је погрешно, јер за мерење последица евентуалне промене девизног курса није довољно регистровати промене у предузећу, већ и реакције на тржишту: конкурената, добављача и купаца производа. У Табели 1. приказан је део могућих директних и индиректних ефеката промене девизног курса (у оба смера) за резултате предузећа. На резултате пословања, очигледно, утичу и ефекти промена девизног курса на добављаче, конкуренте и купце производа пре-

3) О значају и функцијама девизног курса више видети у Предраг Јовановић Гавриловић, *Међународно пословно финансирање*, Економски факултет у Београду, 2010.

4) Видети, на пример, Cheol Eun and Bruce Resnick, *International Financial Management*, McGraw-Hill, 2004.

дузећа. Конкурентска позиција предузећа биће успешнија уколико промена курса позитивно утиче на резултате пословања снабдевача и купаца производа, а негативно на резултате конкурената. Позитивни ефекти могу бити умањени уколико промене курса негативно утичу на остала предузећа у дистрибутивном ланцу. На пример, потенцијалне користи које предузеће може да има од пораста курса и атрактивнијег извоза могу бити умањене услед повећане цене понуде добављача и пада тражње купаца производа предузећа (у оба случаја због повећаних трошкова увоза након пораста курса).

Табела 1 - Директни и индиректни ефекти промене девизног курса

	Јачање домаће валуте (пад девизног курса)	Слабљење домаће валуте (пораст девизног курса)
Директни ефекти		
Извоз	Неповољни – приходи вреде мање у националној валути	Повољни – приходи вреде више у националној валути
Увоз инпута	Повољни – инпути су јефтинији у националној валути	Неповољни – инпути су скупљи у националној валути
Индиректни ефекти		
Конкурент који увози инпуте	Неповољни – мањи су трошкови конкурента	Повољни – већи су трошкови конкурента
Снабдевач увози инпуте	Повољни – мањи су трошкови снабдевача	Неповољни – већи су трошкови снабдевача
Купац који извози	Неповољни – мањи су приходи купца	Повољни – већи су приходи купца
Купац који увози инпуте	Повољни – мањи су трошкови купца	Неповољни – већи су трошкови купца

2. Управљање трансакционом изложеношћу помоћу девизних деривата

Девизни форварди су основни изведени (деривативни) девизни послови⁵. Постоје и други девизни деривати. Заједничко за све је да из основног девизног посла – купопродаје девиза – настаје додатни, изведени девизни уговор. Предмет трговине изведених послова нису непосредно девизе, већ право да се њима у будућности тргује по унапред одређеним условима.

Девизни форвард уговор између банке и клијента прецизира испоруку девиза на одређен дан у будућности, по курсу који је утврђен на дан уговарања трансакције. Форвард, дакле, подразумева утврђивање елемената уговора (износ, термин, девизни курс) о будућој купопродаји девиза. Уговорени девизни курс се назива форвард (термински) курс или форвард цена. Основни циљ форварда је заштита од ризика промене девизног курса. Добици и губици од форварда су одређени разликом између уговореног форвард курса и спот курса који ће важити након истека уговореног рока (а који је у тренутку закључења уговора непознат).

Анализа форвард уговора различита је за увозника и за извозника. Када је увозник у питању, ако је спот курс након истека периода из уговора нижи од форвард курса, онда ће он имати имплицитни губитак на форварду – испоставиће се, наиме, да је било боље да не улази у форвард и да сачека период доспећа обавезе, па да на спот тржишту купи потребне девизе. Међутим, ако је спот курс о року доспећа виши од форвард курса, онда ће увозник имати користи и имплицитни профит од форварда – купио је девизе јефтиније него што може на спот тржишту.

Када је извозник у питању, пад девизног курса резултираће мањим динарским приходом. Уколико извозник са пословном банком закључи форвард девизни уговор, оствариће познати динарски прилив, без обзира на спот курса у тренутку наплате потраживања. Ако је спот курс на дан доспећа нижи од форвард курса, онда је извозник на добитку – добиће више динара за девизни прилив, а ако је, са друге стране, спот курс виши од форварда, онда је извозник на губитку – зарадиће мање динара.

Размотримо могуће начине за управљање трансакционом изложеношћу форвард уговором на примеру домаћег предузећа које 1. јануара закључује уговор о извозу вредном 1 милион евра, који ће бити наплаћен тек 31. децембра исте године. Најочигледнији начин за заштиту од курсног ризика јесте терминска продаја очекиваног девизног прилива. Код већег броја метода и техника управљања трансакционом изложеношћу ради се о успостављању новог уговора (отварање додатне позиције) који ће елиминисати потенцијалне ефекте трансакционе изложености – промене вредности (у домаћој валути) већ закључене трансакције.

Када је предузеће у краткој девизној позицији заштитиће се заузимањем дуге форвард позиције

5) Више о девизним дериватима видети у Callum Henderson, *Currency Strategy*, John Wiley and Sons, 2006.

(предузеће има уговорени одлив девиза, па форвардом купује девизе). Када је предузеће у дугој девизној позицији, заштитиће се отварањем кратке форвард позиције (предузеће има уговорени прилив девиза, па форвардом продаје девизе). У примеру, домаће предузеће очекује девизни прилив на крају године, па ће заузети кратку терминску позицију – форвардом ће продати 1 милион евра. На овај начин ће бити фиксиран динарски износ девизног потраживања. Претпоставимо да је 1. јануара спот курс 90 динара за евро, а форвард курс за испоруку 31.12. износи 88 динара за евро. Форвард продаја милион евра резултираће у сигурном приходу од 88.000.000 динара на истеку године, без обзира на висину девизног курса у том тренутку. Предузеће се, дакле, 31.12. суочава са две трансакције: наплатом потраживања од милион евра и форвард продајом износа од милион евра. Свако негативно кретање девизног курса за извозника – пад, на пример, на 85 динара – биће тачно компензовано добитком на основу форварда. Свако позитивно кретање курса – раст, на пример, на 95 динара – биће неутралисан губитком на форварду.

Пошто девизни курс на крају године може бити и мањи и већи од 88 динара, могуће је да се испостави да би било боље да предузеће није форвардом продало девизе (ако је курс, рецимо 89, испоставиће се да би спот продајом 31.12. предузеће зарадило 89.000.000 динара). Заштита форвардима отклања опасност од неповољне промене курса, али онемогућава искоришћавање повољних промена девизног курса.

Како ће банка утврдити и понудити форвард девизни курс? Форвард курс проистиче из актуелних нивоа девизног курса, домаће каматне стопе и иностране каматне стопе. Релација између спот курса, форвард курса, домаће и иностране каматне стопе позната је као паритет каматних стопа: $\text{форвард курс/спот курс} = (1 + \text{домаћа каматна стопа}) / (1 + \text{инострана каматна стопа})$. (Каматне стопе се уписују у децималном изразу, нпр. $4\% = 0,04$).

Треба још истаћи да често није могуће уговорити форвард посао или фјучерс уговоре за поједине валуте. Предузеће тада мора прибећи *укрштеној заштити*, техници која подразумева заштиту позиције исказане у једној валути, заузимањем позиције у другој валути. Суштина укрштене заштите биће јасније представљена у следећем примеру. Претпоставимо да домаће предузеће извози у Данску и да наплаћује извоз у данским крунама. Ниједна банка не жели да понуди форвард курс за данске круне, нити на девизној берзи постоји фјучерс на данске круне.

Предузеће се сналази и потраживање у крунама покрива терминском продајом одговарајућег износа евра. Пошто данска круна практично има фиксирани курс према еврџу (везана је за евро механизмом ERM-II), онда би умањење вредности потраживања (у случају пада вредности данске круне) било предупређено предузетом заштитом.

Своп послови представљају комбинацију спот и форвард послова. Своп чини промптна куповина и терминска продаја девиза или, обрнуто, промптна продаја и терминска куповина девиза. Своп може бити користан и у спољнотрговинском пословању, приликом заштите од курсног ризика. Претпоставимо да је предузећу промптно потребан одређени износ девиза за плаћање увоза. Истовремено предузеће завршава производњу за извоз који ће се ефектуирати за три месеца. Да би се заштитило од ризика промене девизног курса, предузеће уз спот куповину девиза форвардом продаје девизе. На пример, предузећу је неопходно 10.000 евра како би увезло специфичну сировину за довршавање производње, а уговорен је извоз који ће за три месеца донети предузећу још веће девизне приходе. Своп подразумева да се по спот курсу купи 10.000 евра и по форвард курсу прода исти износ. На тај начин, свопом се решава проблем привремене неликвидности у једној валути, у описаном примеру у страниој валути – еврџу. Банка која је предузећу промптно продала евро привремено повећава своју динарску ликвидност. Након три месеца уследиће токови у супротном смеру: предузеће ће продати евро и повратити динарску ликвидност, а банка ће уступањем динара повратити девизну ликвидност. У суштини, предузеће је на кратак рок од три месеца повећало девизну ликвидност, а банка динарску ликвидност. Своп омогућава уговорним странама да за кратак период користе одређену валуту у замену за другу валуту, која им није потребна. Другим речима, своп се може схватити као краткорочно одрицање од домаће валуте (за предузеће) и стране валуте (за банку), а тиме и одустајање од приноса – каматних стопа – које те валуте одбацују. Због тога је нето ефекат свопа одређен каматним диференцијалом (разликом између стране и домаће каматне стопе).

У форвард уговорима је присутна опасност од неизвршавања обавезе: на дан реализације посла постоји могућност да било купац било продавац одустану од купопродаје, јер је текући курс на тржишту повољнији. На пример, уместо да плати девизе по високом курсу из форварда, купац купује по повољнијем промптном курсу. У пракси се наведени проблем решава на два

начина: прво, уговори се закључују само са партнерима високе репутације и кредитног рејтинга и друго, уговорне стране прилажу обвезнице (или неку другу гаранцију) које служе за надокнаду штете у случају неиспуњења обавезе неке од уговорних страна. Наведени проблем је био један од подстицајних мотива за развој организованог тржишта *девизних фјучерса* седамдесетих година двадесетог века. У суштини истим форвард пословима, фјучерси представљају уговоре о купопродаји девиза на одређени датум у будућности, по унапред (у тренутку закључења посла) познатом курсу. За разлику од форварда, фјучерси се премећу на берзама, па су стога стандардизовани уговори. Клијент који жели да заузме позиције у фјучерсима позива свог брокера, који преноси налог до берзе. На берзи се при сучељавању понуде и тражње формира цена фјучерса (тј. фјучерс девизни курс).

Девизне опције су флексибилније од фјучерса. Опције своје власнику (купцу опције) дају право, али не представљају обавезу, да купи или прода одређени износ девиза по унапред утврђеном девизном курсу. Продавац опције има обавезу да испуни уговорну обавезу (продаја или куповина девиза) ако то купац опције жели. Купац опције плаћа продавцу опције провизију (цена опције или опциона премија), као надокнаду за преузети ризик од промене девизног курса. Опције не везују руке као фјучерси, већ пружају право избора свом власнику. Право без обавезе представља основну карактеристику опција – олакшава инвестирање, али усложњава анализу профитних могућности и утврђивање цене овог облика изведеног девизног уговора.

Девизни курс по ком се девизе могу купити или продати на основу опционог уговора назива се извршна цена, а датум после кога опциони уговор истиче зове се датум истека или датум доспећа. За разлику од форварда и фјучерса, опције не елиминишу могућност добитка у случају повољних промена девизног курса. Наиме, форвардима / фјучерсима се прецизира цена по којој ће се трансакција обавити и то је обавезна цена за обе уговорне стране. Власник опције, са друге стране, може одлучити да купопродају не обави по уговором утврђеном курсу, већ по актуелном тржишном курсу. Присутна је, дакле, заштита од неповољне промене девизног курса, али нису жртвовани потенцијални добитци по основу повољне промене курса.

Ако се вратимо на претходни пример, треба истаћи да се опцијама може искористити

повољна висина девизног курса 31.12, што није могуће уколико се предузеће обавезе форвардима. Куповином продајне опције 1.1. стиче се право да се девизни прилив прода 31.12. по унапред утврђеном курсу. Претпоставимо да са пословном банком финансијски менаџер предузећа уговора опцију са следећим елементима: извршна цена је 88 динара за евро и опциона премија 0,4 динара по евр (укупан трошак опције је, дакле, 400.000 динара).

Уколико је девизни курс на истеку године мањи од 88 динара, предузеће ће искористити опцију и зарадиће $88.000.000 - 400.000 = 87.600.000$ динара. Ако је курс већи од 88 динара, предузеће неће искористити опцију, већ ће продати девизе на тржишту (тржишни курс је већи од извршне цене). Зарада је теоријски неограничена и зависи од спот курса 31.12. При курсу од, на пример, 95 динара за евро предузеће ће приходовати 94.600.000 динара (приход од 95.000.000 динара, добијен продајом милион евра по спот курсу, умањен је за трошкове опције).

Девизне опције се користе и за управљање тзв. *условном изложеношћу*. Условна изложеност представља ситуацију у којој предузеће може али не мора да буде заиста изложено. Постоји, дакле, само потенцијална трансакциона изложеност, а најчешће се јавља код инвестиционих пројеката у иностранству. Претпоставимо да предузеће конкурише за изградњу постројења у Русији. Ако се понуда прихвати, што ће бити познато за три месеца, предузећу ће бити уплаћено за почетак радова 10 милиона рубаља. Промптни курс је 1 РУБ = 2 РСД. Предузеће не жели да се препусти курсном ризику и да чека три месеца и прилив у рубаљама; динар може да ојача, па да 10 милиона рубаља вреди мање динара него у тренутку подношења понуде. Форвард није погодан за заштиту од курсног ризика, пошто није извесно да ли ће до прилива рубаља уопште доћи. Решење представља куповина тромесечне продајне опције на износ од 10 милиона рубаља. У овом случају постоје четири могућа сценарија након истека три месеца:

- понуда је прихваћена, а испоставља се да је спот курс нижи од извршне цене; предузеће ће искористити опцију и конвертовати 10 милиона рубаља по извршној цени из опционог уговора;
- понуда је прихваћена и спот курс је виши од извршне цене; опција неће бити искоришћена, већ ће рубље бити замењене по спот курсу за динаре;
- понуда није прихваћена, а спот курс је нижи од извршне цене; иако нема рубље, пре-

дузећу ће се исплатити извршење продајне опције – купиће рубље на спот тржишту и продаће их скупље по вишој извршној цени;

- понуда је одбијена и спот курс је виши од извршне цене; опција неће бити искоришћена.

3. Управљање трансакционом изложеношћу на тржишту новца

Примена девизних деривата може бити недоступна на неразвијеном девизном тржишту. Зато треба размотрити и друге могућности управљања курсним ризиком. Заштита отворене девизне позиције на тржишту новца подразумева истовремено узјамљивање и позајмљивање у различитим валутама⁶. У основи, предузеће може да узјамљује (позајмљује) средства у иностраној валути да би заштитила своја девизна потраживања (обавезе). Исход ових активности исти је као код форварда – фиксирање динарског износа зараде. У нашем примеру, заштита на тржишту новца значила би да се предузеће задужи у еврима на рок од једне године, одмах конвертује тај износ у динаре и инвестира динаре на домаћем тржишту. По доспећу зајма, предузеће користи девизни прилив по основу оствареног извоза за плаћање девизног кредита. Ако се предузеће задужило тачно у износу девизног извозног прилива, онда је нето изложеност једнака нули и предузеће остварује динарску зараду од инвестирања на домаћем тржишту.

Први корак у описаној стратегији је да се одреди износ за који ће се предузеће задужити. Пошто вредност зајма на дан доспећа (31.12) треба да буде једнака девизном извозном приливу (милион евра), кредит ће се добити као дисконтована вредност извозног прилива. Ако претпоставимо да је каматна стопа на евре 5%, износ који ће предузеће узјамити биће 952.380,95 евра (1.000.000/1,05). Другим речима, када предузеће узме 952.380,95 евра на зајам, за годину дана ће морати да врати 1.000.000 евра. Стратегија заштите на тржишту новца имаће следеће кораке. Корак 1: Узјамљивање 952.380,95 евра. Корак 2: Конвертовање 952.380,95 евра у 85.714.285 динара по спот курсу од 90 динара за евро. Корак 3: Инвестирање 85.714.285 динара на период од једне године по стопи од 2,67% у Србији. Корак 4: Извозни прилив од милион евра користи се за плаћање узетог кредита. Корак 5: Приходовање

88.000.000 динара (85.714.285*1,02375) од позајмице на домаћем тржишту.

Сврха заштите је испуњена: милион евра девизног прилива је тачно покривено милионом евра одлива (по основу узетог зајма), уз зараду од 88 милиона динара на домаћем тржишту. Овај износ динарске зараде је тачно једнак износу који се сигурно остварује заштитом форвардом (88 милиона), што није случајност. Ово је последица чињенице да је у примеру испуњен паритет каматних стопа. Када услов паритета није испуњен, заштита форвардом и заштита на тржишту новца не дају исте резултате.

Добитак/губитак заштите на тржишту новца једноставно се рачунају: посматра се колико треба издвојити динара за куповину милион евра по спот курсу 31.12. и тај износ се упоређује са зарађеним новцем по основу пласмана на домаћем тржишту. На пример, ако је курс 95 динара, за милион евра треба платити 95 милиона динара, што је за 7 милиона више од вредности оплођене динарске инвестиције (88 милиона). Добитак (губитак) позиције на тржишту новца биће компензован губитком (добитком) потраживања по основу извоза.

У претходним примерима приказано је управљање трансакционом изложеношћу помоћу девизних деривата и тржишта новца. У Табели 2 дати су основни елементи управљања, и за изложеност потраживања и за изложеност обавеза.

Табела 2 - Управљање трансакционом изложеношћу

Начин заштите	Заштита потраживања	Заштита обавеза
Форварди	Уговарање форварда о продаји износа девиза који ће бити наплаћен	Уговарање форварда о куповини износа девиза потребних за плаћање обавезе
Фјучерси	Продаја фјучерс уговора који гласи на износ и валуту у којој се очекује наплата	Куповина фјучерс уговора који гласи на износ и валуту у којој су назначене обавезе
Опције	Куповина продајне опције која гласи на валуту и износ потраживања	Куповина куповне опције која гласи на валуту и износ обавезе
Тржиште новца	Узјамљивање у валути у којој су деноминирани потраживања, конвертовање у домаћу валуту и инвестирање. Отплата кредита по наплати потраживања	Узјамљивање у домаћој валути и конвертовање у валуту у којој је деноминирана обавеза. Инвестирање до рока доспећа обавезе

6) David Eiteman, Arthur Stonehill and Michael Moffett, *Multinational Business Finance*, Pearson Addison Wesley, 2004.

4. Интерне и екстерне технике управљања трансакционом изложеношћу

Интерне технике усмерене ка спречавању изложености или смањењу ризика девизног курса чине део пословне политике предузећа и не подразумевају посебне уговоре и послове на финансијском тржишту⁷. Екстерне технике се не могу спровести без посебног уговора, са пословним партнером или неком финансијском институцијом.

Умрежавање. Једна од интерних техника заштите је умрежавање (*netting*). Умрежавање уговарају предузећа која међусобно тргују. Предузећа уговарају да ће међусобно исплаћивати обавезе само у нето износу, након пребијања бруто дуговања изражених у различитим валутама, која постоје између предузећа у групи. Код најједноставнијег умрежавања – *билатералног* – два предузећа пребијају отворене позиције (дуг предузећа А предузећу Б у једној валути и дуг предузећа Б предузећу А у другој валути) и исплата се умањује само до преосталог нето износа. На овај начин умањују се обим плаћања између предузећа, трансакциони трошкови и трошкови конверзије различитих валута. Проблем који може да настане је везан за одабир валуте која ће се користити за обрачун преосталог дела за нето исплату. *Мултилатерално* умрежавање подразумева већу групу предузећа у мрежи дуговања и потраживања и, за разлику од билатералног умрежавања, скоро увек захтева постојање заједничког обрачунског центра. Предузећа која учествују у мултилатералном умрежавању прослеђују обрачунском центру све међугрупне билансе, који након централизованог пребијања обавештава предузећа о висини и термину појединих исплата и наплата. Уштеда ресурса по основу мултилатералног умрежавања зависи од комуникационог система и дисциплине предузећа чланица.

Упаривање. Помоћу упаривања (*matching*) предузеће се труди да усагласи девизне приливе и одливе и на тај начин умањи нето изложеност. Приливи у одређеној валути се користе за исплате у истој валути, па се на тај начин смањује изложеност само до нето разлике и постиже се тзв. *природни хеџинг*. Предузеће ће се ослободити иностране валуте и елиминисаће ризик неповољног кретања курса. У примеру предузећа које очекује наплату од милион евра, упаривање би значило да се девизне обавезе уговарају такође у еврима. Обавеза од, на пример, 600.000 евра

умањује нето изложеност предузећа на 400.000 евра. Уколико и обавезе предузећа износе милион евра, онда изложеност не постоји: ефекат неповољног кретања курса на изложеност потраживања биће управо компензован позитивним ефектом на страни изложености обавеза.

Мање очигледно је упаривање позиција изражених у различитим валутама. Ако су промене девизних курсева двеју валута позитивно корелисане, предузеће може дугу позицију у једној валути да неутралише кратком позицијом у другој валути. На пример, предузеће може да упари обавезе у еврима и потраживања у францима – евентуални губитак у дугој позицији према еврима биће надокнађен сличним добитком у краткој позицији према швајцарском франку. Тако, када динар слаби, повећавају се обавезе исказане у еврима (прерачунато у динаре) али истовремено приближно једнако расте динарска вредност потраживања у швајцарским францима.

Превремено и закаснело плаћање и наплата. Превремено плаћање значи да се исплата врши пре датума назначеног у уговору, док се закаснело плаћање обавља након тог датума. Слично, превремена наплата подразумева наплату потраживања пре рока доспећа, а закаснела наплата након рока доспећа. Технике су применљиве на трансакције код којих предузеће може да убрза или одложи прилив и одлив средстава.

Предузеће ће имати подстицај да наплати раније, када су потраживања исказана у слабој валути и да наплати касније, када су потраживања исказана у јакој валути. Обрнуто, пожурује се плаћање када су обавезе исказане у јакој валути, а касни се када су обавезе у слабој валути. Дакле, када предузеће има обавезе према иностранству и када плаћање треба извршити у валути иностраног партнера, онда се, уколико постоји уверење да ће национална валута депресирати, предузећу исплати да убрза плаћање обавезе, јер ће потребан износ у националној валути бити мањи него након депресијације. Ипак, предузеће мора имати у виду да превремена исплата подразумева и трошак који се мери каматном стопом на домаћем финансијском тржишту. Наиме, да би предузеће превремено исплатило обавезе, мора да се задужи или да из сопствених средстава изврши плаћање обавезе. У оба случаја камата представља неминовно оптерећење: у првом случају трошак је директан, док се у другом случају он мери пропуштеним приходом на пласирана слободна

⁷⁾ Alan Shapiro, *Multinational Financial Management*, John Wiley and Sons, 2003.

сопствена средства на домаћем финансијском тржишту. Наведени трошкови би могли бити мањи уколико би се са иностраним партнером уговорио попуст за раније измирене обавезе. Дакле, при анализи ефеката превременог плаћања морају се сагледати користи по основу заштите од непожељне промене курса, али и повећани трошкови који настају након предузимања овог посла⁸. Трошкови и потенцијални проблеми са иностраним предузећем (губитак репутације и нарушавање дугорочних партнерских односа) смањују атрактивност техника превременог и закаснелог плаћања/наплате, тако да их пре свега користе филијале транснационалних компанија у интрафирмској трговини.

Валута фактурисања. Предузеће може у потпуности да пребаци ризик девизног курса на друго предузеће инсистирањем да се потраживање/обавеза фактуришу у националној валути (динарима). У примеру предузећа које има уговорен извоз од милион евра то би значило да се захтева наплата у динарима. Предузећа се могу договорити о подели ризика, на тај начин што ће пола потраживања исказати у еврима, а пола у динарима. Коначно, за валуту фактурисања може да се одабере и корпа валута. На тај начин се избегава умањење вредности потраживања услед пада вредности једне валуте.

Клаузула о подели курсног ризика. Подела курсног ризика може бити уговорна одредба према којој купац и продавац заједнички сnose терет промене девизног курса. Најчешће се јавља када партнери желе да одрже дугорочни однос поверења и да изолују утицај непредвиђених осцилација курса на вредност закљученог посла. Претпоставимо да домаће предузеће из месеца у месец, из године у годину, увози из Босне и Херцеговине дрво и производи намештај. Једно могуће решење је да се два предузећа договоре да се обавеза закључује у конвертибилним маркама, а исплаћује у динарима по фиксном курсу по 40 динара, све док је курс на дан доспећа у распону, на пример, од 37 до 43 динара за конвертибилну марку. Ако, међутим, девизни курс на дан доспећа обавезе буде изван наведене неутралне зоне, српско и босанско предузеће деле изложеност. На пример, домаће предузеће има обавезу за следећи месец од 20.000 BAM у динарској противредности. Претпоставимо да курс не одговара српском предузећу (динар је ослабио). Ако је спот курс у месецу исплате 45 динара за марку, курс је већи од договорене горње границе

неутралне зоне, а разлика је 2 динара (45 – 43). Половину ове разлике прихвата српско, а половину босанско предузеће, па ће износ који се плаћа бити: Обрачунски курс се добија на тај начин што се средњем курсу неутралне зоне распона дода половина одступања тржишног курса од горње границе зоне, или се од средњег курса одузме половина разлике између доње границе и тржишног курса. У примеру када је курс виши од горње границе (45), уместо да плати 900.000 динара (колико би платило по курсу од 45 динара), српско предузеће плаћа 820.000 динара (20.000 марака по курсу 41). Уштеда српског предузећа је 80.000 динара, а босанско предузеће губи 1778 марака – уместо 20.000 приходује 18.222 конвертибилних марака (пошто се овај износ може купити на спот тржишту за добијених 820.000 динара). Није тешко израчунати да ће у случају пада курса испод доње границе неутралне зоне прилагођавање донети позитивне ефекте босанском, а негативне ефекте српском предузећу. У сваком случају, варијације износа плаћања су мање него када нема поделе ризика, што унапређује стабилност калкулација и пословања предузећа.

Факторинг. Факторинг је продаја потраживања пре рока доспећа. Подразумева уступање права на будуће приходе некој финансијској институцији (фактору), при чему предузеће одмах добија новац, а фактор преузима потраживање. Предузеће одмах долази до прихода, не чека наплату потраживања од извозног посла и на тај начин се штити од неповољних промена курса у периоду до наплате. Пошто је приход који предузеће на овај начин остварује повезан са трошковима – зарадом фактора (урачунавају се кредитни ризик дужника, трансакциони трошкови, па и ризик девизног курса), продаја потраживања је често скуп начин покривања курсне изложености. Износ који се одмах добије је, наиме, знатно мањи од износа потраживања.

Закључак

Прво ћемо навести начине заштите од курсног ризика на које у овом тренутку и у ближој будућности предузећа у Србији тешко могу да рачунају, да бисмо на крају навели применљиве послове и технике.

8) Закаснело плаћање би се обавило када предузеће очекује да ће национална валута јачати, па су потребна инострана средства јефтинија са протеком времена. Уз то, слободна средства се могу пласирати до тренутка исплате. Неизбежан трошак везан је за пенале које предузеће плаћа за прекорачење термина плаћања обавеза.

Девизни фјучерси подразумевају трговање на берзи, а берзанско котирање неког производа започиње када постоји критична маса ванберзанских уговора. Пошто ванберзанско тржиште деривата код нас скоро не постоји, не може се очекивати да ће у наредних неколико година настати тржиште девизних фјучерса.

Девизне опције су софистициранији инструмент од форварда и фјучерса и, као што смо видели, купцу опције пружају могућност заштите без одрицања од зараде у случају повољне промене девизног курса. Овај девизни посао може бити берзански производ, али се може закључити и изван берзе, у непосредном контакту између банке и клијента (предузећа). Купац опције (било куповне или продајне) било би предузеће, а продавац опције пословна банка. С обзиром на то да опције “везују руке” продавцу опције (тј. пословној банци), може се претпоставити да ће оне оклевати да понуде својим клијентима девизне опције, све док се тржиште девизних деривата не развије и конкуренција их примора на то.

Од умрежавања, превременог и закаснелог плаћања и наплате, одабира валуте фактурисања, користи може да има само ограничен број предузећа. Умрежавање је повезано са специфичном тржишном ситуацијом (предузећа која имају међусобне обавезе изражене у различитим валутама), превремено и закаснело плаћање може да угрози кредибилитет нејаких српских предузећа (евентуално превремено плаћање може бити примењивано), док се одабир динара као валуте фактурисања не може наметнути страним партнерима којима наша валута није потребна.

О клаузули о подели валутног ризика вреди размишљати, нарочито у регионалној трговини. У овом случају српска предузећа нису инфериорна и добро познају своје partnere, као што је и предузећима из околних земаља познато у којој мери промена девизног курса динара може да угрози пословање и трговинске токове.

Трансакције на тржишту новца као начин заштите од курсног ризика могу да буду привлачне за предузећа која имају капацитет да се привремено задуже и чекају наплату / исплату потраживања деноминираних у иностраној валути. То данас није лако, с обзиром на пад кредитне активности и појачану одбојност банака према кредитирању предузећа.

Долазимо и до применљивијих послова и техника заштита у Србији. Већ дуже у Србији постоје услуга факторинга. Факторинг омогућавају државни Фонд за осигурање и финансирање спољнотрговинских послова, различите пословне банке, па и специјализоване факторинг фирме.

Наравно, у случају факторинга неутрализује се изложеност потраживања, али не и обавезе.

Девизни форварди постају заступљенији, иако се још увек мали број предузећа опредељује за ову (и било коју другу) заштиту. Пословне банке нуде форвард уговоре. Предузеће које преговара са банком о форвард курсу треба да размотри да ли је банка формирала цену у складу са принципима покривеног каматног паритета. С обзиром на могућност да се испостави да је било боље да се није предузимала заштита форвардом (када је спот курс на дан доспећа повољнији за куповину/продају), важно је да топ менаџмент прихвати чињеницу да је боље штитити се (па и по цену повремених губитака), него ризиковати са отвореном позицијом и могућим високим губицима.

Упаривање, као интерна техника заштите, указује на значај валутног повезивања прилива и одлива (потраживања и обавеза) предузећа. Предузеће које извози може се лакше и више задужити у иностраној валути (од предузећа које не зарађује девизе), јер ће његова нето - изложеност бити мања. Предузеће које приходује у динарима треба да размисли при преузимању обавезе – динарски кредити јесу скупљи али нису подложни валутном ризику; инострани кредити могу имати нижу номиналну каматну стопу, али ваља водити рачуна о ефективној каматној стопи. У општем случају, ефективну каматну стопу у националној валути ћемо израчунати према следећем обрасцу:

$$i_f = \left[(1 + i^*) \left(1 + \frac{S_{t+1} - S_t}{S_t} \right) - 1 \right] * 100 = [(1 + i^*)(1 + e_f) - 1] * 100$$

где су: i_f ефективна каматна стопа у домаћој валути у процентима, i^* номинална каматна стопа на евротржишту у децималном запису и e_f релативна промена девизног курса у децималном запису. Што је пораст девизног курса већи, већи су и трошкови задуживања.

Литература

1. Amihud, Y. and Levich, R. (eds.), *Exchange Rates and Corporate Performance*, Irwin, 1994.
2. Anthony, S. *Foreign Exchange in Practice*, Palgrave Macmillan, 2003.

3. Eiteman, D, Stonehill.A. and Moffett, M. *Multinational Business Finance*, Pearson Addison Wesley, 2004.
4. Eun, C. and Resnick, B. *International Financial Management*, McGraw-Hill, 2004.
5. Henderson, C. *Currency Strategy*, John iley and Sons, 2006.
6. Madura, J. and Fox, R. *International Financial Management*, Thomson, 2007.
7. Shapiro, A. *Multinational Financial Management*, John Wiley and Sons, 2003.
8. *Корак*, Часопис Привредне коморе Србије, бр. 57, 2010.
9. Предраг Јовановић Гавариловић: *Међународно пословно финансирање*, Економски факултет у Београду, 2010. године,
10. Callum Henderson, *Currency Strategy*, John Wiley and Sond, 2006.
11. www.blic.rs/Vesti/Ekonomija/171963/Necu - "Нећу да продајем резерве по ћефу појединаца"

др Благоје
НОВИЋЕВИЋ*
др Татјана
СТЕВАНОВИЋ**

Мерење и праћење перформанси пословних процеса

Резиме

Процеси омогућавају креирање вредности како за потрошаче, тако и за остале стејкхолдере предузећа. Континуираним мерењем и праћењем процеса стварају се услови за њихово унапређење и постизање конкурентских предности предузећа. Током излагања најпре ћемо сагледати процесе као основ управљања предузећем, а затим указати на мере и могућности праћења перформанси пословних процеса. У току израде чланка биће примењене методе анализе на основу релевантне и расположиве иностране литературе и праксе, методе синтезе и методе аналогије и континуитета. Од рада се очекује да домаћој и стручној јавности укаже на значај процеса као основа управљања савременим предузећем, а потом и на значај развијања система мерења и праћења њихових перформанси.

Кључне речи: пословни процеси, мерење, праћење, управљање предузећем, конкурентске предности

Увод

Савременим условима пословања одговара процесно оријентисан, флексибилан, децентрализован и ка потрошачима усмерен систем производње. Сходно томе, у новије време све значајнију улогу добијају процеси и координација рада запослених на обављању пословних процеса. Процеси представљају основ управљања савременим предузећем, па је неопходно успешно их повезати са екстерном тражњом за производима и услугама.

Ефикасним извршењем пословних процеса креира се вредност како за интерне, тако и за екстерне потрошаче. Процеси преузимају непосредну одговорност за потрошњу ресурса и укупну ефикасност предузећа, па је веома значајно њихово континуирано праћење и мерење које води ка жељеним перформансама. У ту сврху потребно је креирати и развијати одговарајући систем мера перформанси процеса, састављен како од финансијских, тако и од нефинансијских мера.

Управљање базирано на процесима мора уважавати како стратешку, тако и оперативну димен-

*) Редовни професор Економског факултета у Нишу, Универзитет Ниш

**) Асистент на Економском факултету у Нишу, Универзитет Ниш

зију савременог пословања. С тим у вези, неопходно је пратити технолошку, организациону и архитектонску димензију пословних процеса, али и њихов стратешки аспект и, стога, развити методе и технике мерења и контроле перформанси по свим поменутих основама.

1. Процеси као основ управљања предузећем

Процеси постају неизбежан услов континуираног унапређења и усавршавања са циљем постизања конкурентских предности на конфронтационом тржишту. Управљање базирано на процесима заснива се на следећим кључним принципима савременог пословања:

- креирање вредности за потрошаче,
- идентификовање активности које додају вредност за потрошаче и
- креирање одговарајућих процеса за релевантне групе потрошача².

Менаџмент оријентисан на процесе мора уважавати како стратешку, тако и оперативну димензију савременог пословања. Стратешка димензија подразумева формулисање, развијање и имплементацију пословне стратегије која досеже непосредно до циљаних перформанси, задовољењем захтева потрошача и ширењем њиховог миљеа, односно ширењем базе података о потрошачима, док се оперативна димензија реализује елиминисањем губитака и повећањем продуктивности, односно управљањем временом кроз начин и брзину остваривања циљева. Знатан проценат укупних губитака у савременим предузећима везује се за прекомерну производњу, непотребан транспорт, вишак залиха, непотребно кретање, чекање, дефекте и сувишне процесе. Њиховим идентификовањем, контролисањем и минимизовањем могуће је остваривање постављених стратешких циљева и конкурентске предности предузећа.

Како би се достигао примат на висококонкурентном тржишту неопходно је најпре детерминисати делове вредносног ланца који захтевају најозбиљније стратешке опције и стратешку алокацију ресурса, тј. стратешке приоритете. С тим у вези, компаније које формулишу и развијају стратегију вођства у трошковима својим потрошачима нуде поуздане производе по најнижим ценама, компаније усредсређене на производ и диференцијацију пружају крајње иновативна решења и производе, док компаније усмерене ка

корисницима највише пажње посвећују управо њиховом задовољавању. Кључне карактеристике поменутих генеричких стратешких праваца за које се везују стратешки процеси, стратешки извори и тактике неопходне за реализацију одабране стратешке опције представљени су у следећем приказу:

Преглед 1 - Основне карактеристике генеричких стратегија

	Стратешки процеси	Стратешки извори	Тактике
Фокусирање на трошкове	<ul style="list-style-type: none"> • Координација набавке, управљања тражњом и услуга купца • Управљање квалитетом 	<ul style="list-style-type: none"> • Цене • Квалитет • Поузданост 	<ul style="list-style-type: none"> • Стандардизовани процеси • Ниски општи трошкови • Технолошка решења • Централизовано доношење одлука
Фокусирање на производ	<ul style="list-style-type: none"> • Развој нових производа • Маркетинг • Нова радна снага 	<ul style="list-style-type: none"> • Водећи производ на тржишту • Стварање најбоље праксе и трендова • Фокусирање на решавање проблема 	<ul style="list-style-type: none"> • Међуфункционални тимски рад • Едукација купца • Постављање високих циљева • Нетрадиционалне структуре • Низак ниво бирократије
Фокусирање на купце	<ul style="list-style-type: none"> • Пружање услуга купцима • Истраживање тржишта • Правовремена испорука 	<ul style="list-style-type: none"> • Сарадња са купцима • Флексибилни производни системи • Висок утицај запослених • Мерење перформанси са аспекта купца 	<ul style="list-style-type: none"> • Успелност висококвалификоване радне снаге • Развијена база података о купцима • Креирање организације која учи • Разумевање захтева купца • Децентрализација

Извор: Wade, D. and Recardo, R., 2001, Corporate Performance Management - How to Build a Better Organization Through Measurement Driven Strategic Alignment, Butterworth Heinemann, p. 91.

2) Новићевих Б., 2009, „Конвергенција информационих захтева рачуноводства и оперативног менаџмента“, 40 година рачуноводства и пословних финансија - донети и перспективе, 229-246, XL Симпозијум СРПС, Златибор, мај, стр. 232.

Фокусирањем предузећа на производњу производа, односно услуга по ниским ценама, у средиште интересовања се постављају процеси набавке, управљања тражњом и пружања адекватних услуга купцима, уз неопходност процеса унапређења квалитета производа. Уколико је предузеће усмерено на производ, највише пажње се посвећује развоју нових производа, маркетингу, продајним услугама, регрутовању нове радне снаге и усмеравању најквалитетнијег кадра ка увођењу иновација. Коначно, концентрисање на купце подразумева истраживање тржишта, правремену испоруку и пружање врхунских услуга купцима.

Процеси организују ток рада и у основи представљају оквир за кооперацију унутар компаније, помажући процесним тимовима да премосте функционалне границе. Подстицањем сарадње на нивоу компаније перспектива потрошача се може наметнути предузећу као целини. Притом, примарни процеси представљају камен темељац за унапређење ефикасности одабраног оперативног дизајна пружајући значајан допринос успешном спровођењу пословне стратегије. Примарним процесом сматра се процес који је блиско повезан са стратешким капацитетима компаније. Уколико је компанија позната по својим супериорним способностима за развој производа, један примарни процес би могао да буде „менаџмент иновацијама“. Ако је компанија добар играч на тржишту, један од примарних процеса могао би да буде „бренд менаџмент“ или „стратешки маркетинг“³. Процеси, који су вођени стратегијом, организационом структуром, операцијама и активностима, постављају се у контекст мултифункционалног модела стварања вредности и постају центар интересовања менаџмента предузећа⁴.

Иако је веома значајно постојање процеса који теку кроз читаву компанију или бар кроз неколико функција, немају сви процеси компанијски ниво. Они који се одвијају само у делу компаније називају се подпроцесима. Тако, на пример, уколико се основним процесом сматра испорука производа купцима, подпроцесе би представљали: набавка, управљање оперативним пословањем, развој производа, управљање ланцем снабдевања, управљање логистиком; за основне процесе повезане са корисницима везују се подпроцеси: управљање постпродајом и опслу-

живање купаца, управљање брендом, управљање продајом, развој пословања, развој понуде; управљање портфолијом као основни процес изискује подпроцесе: развој стратегије, стратешко планирање, истраживање тржишта; основни процес подршке укључује информациону технологију, финансије и рачуноводство, управљање људским ресурсима као подпроцесе⁵.

Илустрована структура процеса варира у зависности од конкретног предузећа или привредне гране. Архитектура процеса представља додаток одабраном дизајну организације, она одређује његово функционисање, начин тока добара и информација и доношење одлука.

Ефикасно управљање предузећем захтева да се након утврђивања примарних и подпроцеса, детерминише њихова међусобна повезаност. Притом, процеси високог нивоа осветљавају редослед свих подпроцеса, њихове међусобне односе и „интерфејс“ са купцима. Дакле, неопходно је развити општа правила и принципе међусобних односа и координације подпроцеса. Идеално, за сваки подпроцес се прави мапа процеса која има опис тока, правила координације и одлучивања и делегирање овлашћења и одговорности. Уз то се додељују и мере перформанси сваком процесу и активностима.

2. Мере перформанси процеса

Редовним мониторингом мера перформанси могу се оценити перформансе процеса, њихова стабилност и ризик. Индикатори усмерени ка будућности представљају оне мере које пружају увид у будуће перформансе процеса. Насупрот томе, мере којима се разматра аутпут процеса фокусирају се на стварне резултате, те су стога усмерене уназад и долазе касно да би утицале на текуће одвијање пословних процеса.

С обзиром на то да је најупутније приликом развијања мера перформанси процеса поћи од краја процеса и развити специфичне мере које указују на успешност израде коначног производа или вршења услуге, најчешћа је подела мера на следећа четири типа:

- мере фокусиране на аутпут, тј. финални производ или услугу, условљене директно захтевима потрошача;

3) Dressler, S., 2004., *Strategy, Organization and Performance Management - from basics to best practices*, Universal Publishers Boca Raton, Florida, p. 162.

4) Stenzel, C. and Stenzel, J., 2003, *Essentials of Cost Management*, John Wiley, New Jersey, p. 102.

5) Dressler, S., 2004, op. cit., p. 166-167.

- мере фокусиране на пословне функције, којима се идентификују проблеми унутар процеса који захватају неколико различитих функција;
- мере фокусиране на полупроизоде, којима се идентификују проблеми већ у фази израде полупроизвода и
- мере фокусиране на губитке, којима се идентификују и коригују проблеми у тзв. тачкама прекида („break points“)⁶.

Полазећи од детерминисане архитектуре процеса, праћење перформанси скоро сваког њеног елемента може се вршити коришћењем пет категорија мера:

- а) време циклуса,
- б) трошкови,
- в) количина,
- г) квалитет и
- д) стандарди корисника⁷.

а) Време циклуса мери време потребно да се доврши један конкретан процес. Процес извршења поручбина, на пример, започиње у моменту када се запослени у услужном центру јави на телефон, а завршава моментом утовара робе у камион. Време циклуса овог процеса одговара укупном времену потребном за завршетак свих појединачних активности, попут пријема и обраде поручбине, провере кредитне способности купца, паковања, етикетирања, утовара и испоруке. Најчешће коришћени метод за израчунавање времена циклуса је тзв. метод радног узорка („work sampling“), којим се од запослених тражи да прецизно мере време потребно за завршетак појединачних послова. Недостаци овог метода огледају се у томе што радници обично не прихватају радо додатне задатке, као и у чињеници да се он често тумачи као покушај убрзања „рада на линији“, што понекад може довести до нетачних података. Коначно, овај метод може проузроковати високе трошкове, па се решење проналази у снимању рада радника приликом обављања послова. Ово се сматра мање наметљивим методом, с обзиром на то да радници брзо забораве на присуство камера, повећавајући поузданост података који се прикупљају.

б) Трошкови процеса се утврђују као збир трошкова рада, материјала, амортизације, закупа, комуналних услуга, трошкова употребе информационе технологије итд., са посебним освртом на цену капитала.

Информације које настају у обрачуну трошкова по активностима нарочито осветљавају разумевање кључних процеса, идентификовање губитака, разумевање остварене и будуће додате вредности и потребу за подршком активности⁸.

Стварање информација о трошковима по активностима захтева поштовање следећих итерација:

- описивање кључних процеса, обухватајући кључне активности које је неопходно обавити,
- утврђивање тзв. пулова активности, тј. организационих делова којима конкретне активности припадају,
- праћење трошкова активности унутар сваког пула активности,
- праћење трошкова процеса,
- утврђивање вредности активности,
- идентификовање узрочника трошкова активности и процеса и
- процена потенцијалних профита⁹.

Сходно изнетом, подаци о трошковима представљају незаобилазни информациони основ при утврђивању потенцијалних користи, нарочито од модерних система производње (попут lean производног система), као и при постављању система менаџмент контроле.

Утврђивањем трошкова процеса стварају се услови за континуирану анализу и кориговање насталих грешака и пропуста у току или непосредно након завршетка процеса. Самим тим отворена је могућност континуираног рада на унапређењу свих процеса и њихових међусобних релација.

Потреба за континуираним усавршавањем пословних процеса условила је формирање тзв. псеудо-профитних центара од стране управљачког рачуноводства. Њихова улога састоји се у томе да се радни тимови, односно фронтални менаџери непосредно задужени за процесе инфор-

6) Wade, D. and Recardo, R., 2001, *Corporate Performance Management - How to Build a Better Organization Through Measurement Driven Strategic Alignment*, Butterworth Heinemann, p. 129.

7) Исто, p. 129.

8) Милојевић Р., и Новићевић Б., 2009, „Дивергентни информациони захтеви оперативног менаџмента и управљачког рачуноводства“, *Рачуноводство*, 11/12, стр. 16.

9) Silvi, R., Bartolini, M. and Hines, P., 2008, „SCM and Lean Thinking: Framework for management Accounting“, *Cost Management*, jan-feb., p. 15, према Новићевић Б., 2009, op. cit., стр. 234.

мишу о њиховим профитним ефектима као комплетним финансијским показатељима, који уједно представљају веома значајан мотивациони фактор за унапређење процеса и смањење трошкова.

в) Категорија мера перформанси везана за количину уобичајено се односи на количину производа, али и број машина, транспортних средстава и других средстава за рад, као и број обрађених поруџбина у одговарајућем временском периоду. Без оспоравања значаја ове мере, мора се нагласити да је неопходно усагласити је са квалитетом и тиме обезбедити место производа на тржишту и смисао пословања предузећа.

г) Квалитет се најчешће мери степеном удовољења захтевима потрошача у смислу обезбеђења жељених карактеристика производа, односно услуге. Један од приступа детерминисању перформанси процеса је тзв. „six sigma“ приступ који је помогао многим компанијама да оптимизују своје процесе и тиме побољшају квалитет производа и услуга, као крајњих резултата процеса. „Six sigma“ представља управљачки приступ процесима и резултатима процеса, који користи статистичке инструменте при интерпретацији информација утврђених мерењем. Према неким ауторима, овај приступ се сматра пословном стратегијом усмереном ка смањењу дефеката, отпада, трошкова лошег квалитета, броја рекламација потрошача, скраћењу производног циклуса, повећању броја лојалних потрошача, тржишног учешћа, ефикасности и ефикасности свих активности и, коначно, повећању профитабилности предузећа. Почетни импулс овог инструмента за постизање перфектности у извршењу процеса чине захтеви потрошача, као критични елементи квалитета. Њиховим ослушкивањем дефинишу се захтеване карактеристике производа, које се затим упоређују са постојећим карактеристикама производа и утврђују одступања, која се сматрају дефектима. Дефекти су, заправо, мерљиве карактеристике производа или процеса које не одговарају потребама потрошача као стандарду. Пројекат „six sigma“ подразумева постепену оптимизацију процеса све док се не постигне циљна стопа дефеката. Циљ се дефинише на нивоу „сигма 5“, док се „сигма 6“ сматра светском класом¹⁰.

Како би имплементирале овај приступ, компаније најпре морају да идентификују своје основне и подпроцесе и да их повежу у мапу

процеса. Затим се додељује одговорност за сваки процес. Зависно од њихових функционалних улога, вештина и стручности, одабрани појединци ће бити обучени како би преузели одговорност за своје процесе. Менаџмент тим се потпуно ангажује на дизајнирању ефективних и ефикасних процеса јасно наглашавајући значај трошкова, сатисфакције купаца и сатисфакције запослених. Осим овог концепта и други приступи, попут TQM, Kaizen-a и Lean Management-a, такође за предмет анализе имају перформансе процеса.

д) Поштовање стандарда корисника повезано је са испуњењем очекивања бројних учесника у одвијању пословних процеса. Тако, запослени очекују редовне контроле квалитета обављања посла, тимови за информациону технологију очекују прецизне спецификације од менаџмента о програму који треба развијати, док клијенти очекују правовремено извршење поруџбина. С тим у вези, компаније се све више ослањају на међуфункционалну сарадњу како би оствариле што већу успешност у одвијању пословних процеса и поштовање постављених стандарда.

3. Праћење перформанси процеса

Потреба за континуираним унапређивањима процеса условила је развијање праћења перформанси процеса, при чему су се искристалисала три основна приступа:

- мапирање процеса,
- састављање табеле активности и
- анализа задатака¹¹.

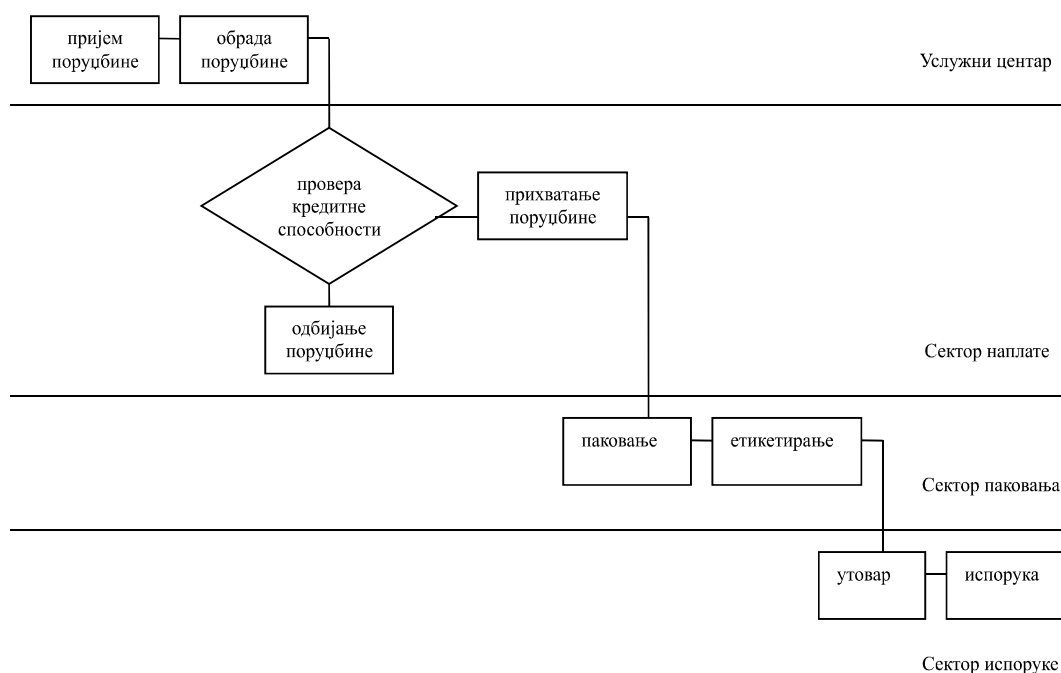
Мапирање процеса подразумева поштовање одређених правила, међу којима се као најзначајнија истичу: концепт поласка од потрошача према процесима најкритичнијим са аспекта потрошача и концепт кретања с лева на десно, тј. мапирање активности и задатака од којих се састоји процес пратећи временски континуитет. Слика бр. 1 представља пример мапе процеса извршења поруџбина, поштујући концепт уважавања потрошача као стартне тачке.

Као што мапа приказује, учешће у извршењу овог процеса узимају услужни, сектор наплате, паковања и испоруке, са припадајућим активностима, попут пријема и обраде поруџбине, провере кредитне способности, наплате, паковања, етикетања, утовара и испоруке.

10) Dan Vogel, 2004, "Combining Process, Quality and Governance Methodologies to Maximize Operational Performance", *Meta Practice*, Meta Group, Inc., материјал преузет са интернета, р. 5.

11) Wade, D. and Recardo, R., 2001, op. cit., р. 138.

Слика 1 - Мапа процеса извршења поруџбина



Извор: Wade, D. and Recardo, R., 2001, Corporate Performance Management - How to Build a Better Organization Through Measurement Driven Strategic Alignment, Butterworth Heinemann, p. 130.

Мапирање процеса заправо подразумева идентификовање есенцијалних активности процеса. Преглед бр. 2. указује на активности и перформансе процеса извршења поруџбине укључујући време циклуса, трошкове, квантитет, квалитет и сагласност са стандардима корисника.

Компаније које примењују ABC системе обрачунавају све трошкове који настају приликом

извршења конкретног процеса. С обзиром да праћење само трошкова рада не представља приоритетну информацију, обрачунавају се укупни трошкови који укључују и амортизацију, трошкове закупа, транспорта итд. (fully-loaded activity cost – FLAC).

Развијањем мапе процеса омогућено је идентификовање најзначајнијих активности унутар

Преглед 2. Активности и перформансе процеса извршења поруџбина

Активност	Окончана активност	Мере купаца	Квалитет	Количина	Време циклуса	Трошкови у \$**
Пријем и обрада поруџбине	Комплетирани поруџбине	Емпатија	100% уредно	>60тнд*	7,5 мин.	1,25
Провере кредитне способности	Одобрен кредит		100% одобрено	60тнд	0,03 мин.	0,49
Наплата	Аутоматски пренос средстава		100% уредно	60тнд	0,03 мин.	0,49
Паковање	Упакована роба		100% уредно	>90	4,5 мин.	0,75
Етикетирање	Спремна за превоз		100% уредно	>280	1,5 мин.	0,25
Испорука	Задовољан купац	Емпатија		>60тнд	<48h	3,15
Свега					13,56	6,38

* тнд - трансакција на дан

** Претпоставимо да трошкови рада, амортизације и транспорта износе 10.000\$

Извор: Wade, D. and Recardo, R., 2001, Corporate Performance Management - How to Build a Better Organization Through Measurement Driven Strategic Alignment, Butterworth Heinemann, p. 141.

Преглед 3 - Табела активности процеса извршења поруџбина

Активност	Купац	Унос података	Кредитни систем	Наплата	Паковање	Превоз
Пријем поруџбине	Поздравити купца Питати за име и презиме Питати за карактер производа Тражити кредитну картицу Проверити кредитну способност Утврдити број поруџбине Понудити робу на распродаји Договорити датум испоруке Захвалити се на поруџбини	Унос имена Провера могућности Унос поруџбине Потврда поруџбине	Унос броја платне картице Провера кредитне картице Потврда платне способности			
Систем наплате				Пријем потврде о наплати Одобравање извршења поруџбине		
Паковање робе				Одабир/паковање Провера пакета		
Етикетирање				Поређење етикете и поруџбине Потврда броја Отпрема за превоз		
Испорука				Утовар за 24h Превоз за 36h		

Извор: Wade, D. and Recardo, R., 2001, Corporate Performance Management - How to Build a Better Organization Through Measurement Driven Strategic Alignment, Butterworth Heinemann, p. 144.

процеса, које се потом користе при састављању табеле активности. Табела активности показује однос између кључних активности, као и однос запослених према идентификованим активностима. Она обезбеђује јасније информације о једном процесу и на тај начин омогућава обухватање развијенијег сета мера перформанси процеса, нарочито оних у вези са квалитетом и услугама крајњем кориснику. Обухватнији систем мера перформанси омогућава боље праћење перформанси пословних процеса и јасније разумевање важности мерења од стране запослених. У вези са нашим примером, радник има ограничену или никакву контролу над системом у целини и он не може знатно да убрза процес продаје; међутим, квалитетан радник може пронаћи начин да

ефикаснијим обављањем кључних активности скрати време извршења поруџбине.

Табела активности прецизно описује мноштво елемената организације и процеса и на тај начин омогућава идентификовање и редуковање губитака унутар предузећа. У садејству са процесном мапом, она постаје драгоцен инструмент управљања. Табела активности такође идентификује активности које не додају вредност, па их треба елиминисати или изменити. На примеру процеса извршења поруџбине може се саставити табела активности као у Прегледу бр. 3.

Активности пријема и обраде поруџбине, као и провере кредитне способности купца, састоје се из низа задатака према којима се запослени морају односити крајње савесно и одговорно. Так активности од система наплате до испоруке

поруџбине, као и неопходан ток задатака, попут пријема потврде о наплати, одобравања извршења поруџбине, одабира, паковања и провере пакета, поређења етикете и поруџбине и отпреме за превоз, такође захтева њихову повезаност и посвећеност запослених, како би се утовар извршио за 24 сата, а превоз до купца окончао у интервалу од 36 сати.

Анализа задатака омогућава разумевање обухватне листе задатака презентованих у табели активности и представља графичку илустрацију тока пословног процеса. Графичка илустрација је обogaћена симболима које развијају разне асоцијације или консултантске фирме, односно саме компаније. Најважније је ове симболе стандардизовати унутар компаније. Пример графичке илустрације анализе задатака представљен је у Прегледу бр 4.

Означеним симболима на графичкој илустрацији наглашава се једна од неколико карактеристика сваког постављеног задатка унутар одговарајућих активности процеса извршења поруџбине. Тако, задатак отпоздрављања купца наглашава потребу упознавања, унос броја кредитне картице подразумева унос одговарајућих података, потврда кредитне картице се фокусира на елементе провере, задатак паковања акцентира потребу за манипулисањем производом итд.

Иако се анализом задатака не обезбеђују додатне информације о самом процесу, разумевањем обухватне лепезе задатака олакшано је континуирано праћење перформанси пословних процеса у циљу њиховог унапређења и постижања конкурентских предности предузећа.

Преглед 4 - Анализа задатака процеса извршења поруџбина

Задаци	Симболи
	● ⇨ □ △ ▽
Поздравити купца	
Питати за име и презиме	
Питати за карактер производа	
Тражити кредитну картицу	
Проверити кредитну способност	
Утврдити број поруџбине	
Понудити робу на распродаји	
Договорити датум испоруке	
Захвалити се на поруџбини	
Одабир/паковање	
Провера пакета	
Поређење етикете и поруџбине	
Потврда броја поруџбине	
Отпрема за превоз	
Превоз	

Испитати/изложити -	○
Транспортовати -	⇨
Руковати -	□
Проверити -	△
Унети -	▽

Извор: Wade, D. and Recardo, R., 2001, Corporate Performance Management - How to Build a Better Organization Through Measurement Driven Strategic Alignment, Butterworth Heinemann, p. 145.

Закључак

Примарни пословни процеси представљају основ за унапређење ефикасности оперативне димензије уз истовремени допринос успешном спровођењу формулисаних и развијених пословних стратегија предузећа. Док се примарним процесима сматрају процеси који су блиско повезани са стратешким капацитетима компаније и одвијају се кроз читаву компанију или бар кроз неколико функција, процеси који се одвијају само у делу компаније називају се подпроцесима.

Редовним праћењем мера перформанси процеса могу се оценити њихове перформансе, стабилност и ризик. Мониторинг перформанси процеса може се вршити коришћењем пет категорија мера: време циклуса, трошкови, количина, квалитет и стандарди корисника.

Континуирано унапређење процеса захтева развијање и усавршавање система мерења перформанси процеса, при чему посебно могу помоћи три основна прилаза: мапирање процеса, састављање табеле активности и анализа задатака.

Обезбеђењем значајног информационог ресурса за запослене који изводе пословне процесе може се допринети како сталном усавршавању знања и вештина запослених, тако и континуираном унапређењу свих пословних процеса. На овај начин омогућава се све сигурније кретање предузећа путевима бесомучне тржишне конкуренције.

Литература

1. Dan Vogel, 2004., "Combining Process, Quality and Governance Methodologies to Maximize Operational Performance", *Meta Practice*, Meta Group, Inc., материјал преузет са интернета;

2. Dressler, S., 2004, *Strategy, Organization and Performance Management - from basics to best practices*, Universal Publishers Boca Raton, Florida;
3. Stenzel, C. and Stenzel, J., 2003, *Essentials of Cost Management*, John Wiley, New Jersey;
4. Wade, D. and Recardo, R., 2001, *Corporate Performance Management - How to Build a Better Organization Through Measurement Driven Strategic Alignment*, Butterworth Heinemann;
5. Милојевић Р., и Новићевић, Б., 2009, „Дивергентни информациони захтеви оперативног менаџмента и управљачког рачуноводства“, *Рачуноводство*, 11/12;
6. Новићевић Б., 2009, „Конвергенција информационих захтева рачуноводства и оперативног менаџмента“, *40 година рачуноводства и пословних финансија - донети и перспективе*, 229-246, XL симпозијум СРРС, Златибор, мај.

др Надица
ФИГАР*

SAILS модел управљања перформансама предузећа

Резиме

За управљање перформансама предузећа користе се бројни модели. Неки од њих су оријентисани ка пословним процесима, неки ка кључним стејкхолдерима, а неки имају интегрални приступ: путем њих се управља и процесима и стејкхолдерима; и екстерним и интерним перформансама; и парцијалним и глобалним; и оперативним и стратешким. У интегралне моделе убрајају се балансна карта резултата (листа уравнотежених показатеља) и призма перформанси. У току 2009. год. осмишљен је и *SAILS* модел, који представља стратешки глобални модел управљања одрживом профитабилношћу. У овом раду се говори о његовим карактеристикама.

Кључне речи: *SAILS* модел, 4Vs концепт, 4M модел, пирамида метричке зрелости модела, покретачи раста, етапе зрелости, метрички систем, методологија за имплементацију, одржива профитабилност.

Увод

Управљање је процес састављен од четири фазе: фазе планирања, фазе организовања, фазе координирања и фазе контроле. У свакој од ових фаза користе се параметри и мерила, односно одговарајући *метрички систем*. Метрички систем и методологија мерења конституишу *модел мерења*. Модел мерења примењен у менаџмент процесу представља *модел управљања*. Резултати који се добијају коришћењем једног истог модела зависе: *ко* мери, *како* мери и *када* мери. Paul Sharman** је ову појаву назвао *синдром „риба у акваријуму“*. Он наводи да ће рибу у акваријуму различито видети лице које добро види и лице које

слабо види; да ће је једно исто лице различито видети зависно од тога да ли је акваријум чист или прљав; да ће утврђено стање зависити од предзнања којим посматрач располаже. Из наведеног проистиче да је имплементација сваког модела управљања под утицајем субјективних фактора и фактора окружења.

Пренето на пословање предузећа, то значи да ће избор и имплементација модела управљања перформансама зависити од тога: *ко* врши избор и имплементацију, *када* и *како*. Избор је могуће извршити између три типа модела: модела оријентисаних ка стејкхолдерима, модела оријентисаних ка процесима и интегралних модела. *Модели оријентисани на стејкхолдере* се користе за мерење

*) Редовни професор Економског факултета Универзитета у Нишу

**) Paul Sharman: „The Fish Tank Syndrome“, Journal of Cost Management, 1/2001, pp. 44-46.

доприноса кључних стејкхолдера перформансама предузећа; модели оријентисани на процесе се користе за мерење доприноса кључних процеса; интегрални модели су оријентисани и на кључне стејкхолдере и на кључне процесе.

Сва три типа модела могу се примењивати као модели за мерење оперативних перформанси предузећа и као модели за мерење стратешких перформанси. Све више се истиче стратешки значај модела, јер се на тај начин сагледавају одрживе перформансе предузећа и његова дугорочна конкурентска позиција. Један од таквих је SAILS модел (Strategy Aligned Integrated Linked Scoring System – стратешки координисани повезани систем мерења резултата), за који његови креатори тврде да је отишао даље од балансне карте резултата². Иначе, балансна карта резултата (Balanced Scorecard) је до сада најпопуларнији интегрални модел мерења перформанси организација.

1. Карактеристике SAILS модела

Bala V. Balachandran, професор рачуноводства и управљања информацијама на Northwestern University, Evanston (SAD), Keshav Narayan Kantamneni, студент MBA студија у Kellogg у истом универзитету и Mohandas Pai T.V., члан одбора директора и директор за управљање људским ресурсима у Infosys Technologies Limited (Индија), развили су 2009. године SAILS (Strategy Aligned Integrated Linked Scoring System) концепт за који тврде да је „нов концепт који обезбеђује интегрисани метрички систем за организације“...“и да ће методологија коју он користи помоћи модерним корпорацијама да поставе стратешке смернице за одрживу профитабилност“³. Наводе да је SAILS концепт настао инкорпорирањем идеја аутора рада „Кретање вредности: како размишљати неколико корака испред конкуренције“ у шестостапну методологију, а на то их је подстакла глобална економска криза из 2008. године⁴.

У условима кризе све организације морају схватити значај четири параметра, која су назвали 4Vs: Value (вредност), Volume (обим), Velocity (брзина, време) и Variability (променљивост). Јер,

„4V модел обезбеђује свеобухватан сет перспектива које су потребне фирмама за управљање у условима комплетнијег и актуелног система управљања перформансама, као што је SAILS“⁵.

Као што су R. Kaplan и D. Norton развили Балансну карту резултата (Листу уравнотежених показатеља)⁶ преко перспектива, тако и креатори SAILS модела овај модел развијају преко 4Vs перспективе. Свака перспектива има више елемената, а на основу њих су креирали *Пирамиду метричке зрелости модела*⁷.

Value (Вредност) је сложен параметар, јер обухвата: знања о тржишту, потенцијално тржишно учешће и трошкове капитала на регионалним тржиштима. Знања о тржишту откривају потенцијална тржишта, тако да се организација у неочекиваним ситуацијама може преоријентисати на њих. Први пут, организације су уочиле такав значај када се догодио терористички напад у Њујорку, 11. септембра 2007. год. Глобална економска криза, која је почела 2008. год., их је научила да треба да познају и регионална тржишта капитала.

Volume (обим) је параметар којим се мери: регионално тржишно учешће, управљање односима са купцима на глобалном тржишту, разумевање система вредности купаца по појединим регионима и профитабилност купаца по тржиштима појединих земаља. Посебан значај имају тржишта земаља БРИК блока (Бразила, Русије, Индије и Кине), а због броја купаца и растуће куповне моћи.

Velocity (брзина, време) садржи параметре који представљају оперативна мерила и директно одређују величину профита. Кључно мерило постаје време, односно којом брзином се обављају активности предузећа. Начело „Време је новац“ замењује се начелом „Новац је у времену“⁸.

Брзина престојавања на нове услове у изненадним околностима подразумева познавање: ризика пословања (економског, политичког и укупног) у појединим регионима и земљама, стабилност валуте по појединим земљама, понашање купаца, технолошке промене и тенденцију скраћивања животног циклуса производа.

2) Bala V. Balachandran, Keshav Narayan Kantamneni, and Mohandas Pai T.V.: „Performance Metrics Maturity Model: Strategy Aligned Integrated Linked Scoring System“, *Cost Management*, November-December 2009, pp. 5-14.

3) Исто као под 2, стр. 5.

4) Ради се о раду аутора A. Slywotzky „Value Migration: How to Think Several Moves Ahead of the Competition“, Harvard Business School Press, 1996.

5) Исто као под 2, стр. 7.

6) Надица Фигар: Основи менаџмента, Издавач: СИИЦ, Ниш, 2000. год., стр. 193.

7) Исто као под 2, стр. 7.

8) Исто као под 2, стр. 6.

Variability (Risk Management) је параметар који подразумева управљање променама у неизвесном окружењу. Креатори SAILS модела истичу да су од 2002. присутне велике промене у менаџменту: средња линија менаџмента нестаје, а топ менаџмент постаје сујетан. Дефинишу се стратегије које не могу да се примене, профитабилност многих компанија због тога опада, а компензације топ менаџмента расту. Зато је нужна „нова парадигма управљања перформансама, која ће садржати такву управљачку метрику која од предузећа захтева извршност на глобалном тржишту, а њеном применом се обезбеђује највећи синергетски ефекат на нивоу предузећа“⁹.

Полазећи од предложена 4Vs параметра и стварног стања метричког система управљања у првој деценији 21. века, креатори SAILS модела конструишу тространу пирамиду метричке зрелости модела (Слика 1)¹⁰. Предњу страну пирамиде чине *етапе зрелости*, а бочне стране су *метрички систем* и *покретачи*. Предузеће може да се налази на неком од пет нивоа зрелости метричког система, зависно од тога шта га покреће да функционише и који метрички систем користи. Метрички систем је предодређен покретачима.

На првом нивоу зрелости (Ниво 1) предузеће користи основну регулаторску (законску и подза-

конску) метрику. Она садржи финансијско-рачуноводствена мерила, као што су: принос на инвестиције, систем показатеља перформанси предузећа и др. Ова мерила су покретачи на наредном нивоу зрелости метричког система.

На другом нивоу зрелости (Ниво 2) предузеће има утврђена финансијско-рачуноводствена мерила и мерила у вези са купцима. Финансијско-рачуноводствени метрички систем допуњен је мерилима која утврђује маркетинг служба, а обухвата: трошкове, приходе и покретаче за стварање вредности.

Трећи ниво указује на ефективну организацију, која има метрички систем управљања на основу балансне карте резултата. Он обухвата финансијска и нефинансијска мерила, интерна и екстерна. То је интегрисани систем, који даје синергетске ефекте. Активности свих унутрашњих организационих јединица у предузећу интегрисане су у јединствену активност предузећа, односно у његову основну делатност. Мере се инпути и аутпути сваке организационе јединице и предузимају мере које дају синергетски ефекат на нивоу предузећа.

Ниво 4 представља адаптивно предузеће, које користи SAILS модел управљања перформансама. Врховни циљ овог система је да омогући дефини-



Слика 1 - Пирамида метричке зрелости модела

9) Исто као под 2, стр. 7.

10) Исто као под 2, стр. 7.



сање и имплементацију глобалне стратегије предузећа, повезујући стратегију са покретачима раста.

Ниво 5 је најзрелији ниво метричког система, а основни модел управљања перформансама је ВАВI модел – модел где бизнис аналитичари користе бизнис интелигенцију. Ради се о глобалним партнерствима или „проширеним предузећима“, која на повезивање покреће визија. Уз пирамиду метричке зрелости модела користи се и табела у којој је приказана трансформација инпута у аутпуте преко одговарајућих процеса. Различите врсте инпута захтевају различите процесе за трансформацију у аутпуте, што се види у Табели 1¹¹.

Процеси могу бити: утврђени, агрегатни, предвиђени и оптимизовани. Сваки од њих користи различите инпуте, а уочава се да је аутпут претходног процеса инпут за наредни процес. Такође, сваки наредни процес захтева зрелији, побољшани метрички систем, а „зрелији“ су и инпути и аутпути: **чињенице** се трансформишу у податке; **подаци** се трансформишу у информације; **информације** се трансформишу у знање; **знање** се трансформише у одрживу профитабилност. Тако се у најзрелији метрички систем уграђује **знање**, као најважнији ресурс и утврђује **одржива профитабилност**, као најважније мерило перформанси.

Аутори SAILS модела инсистирају на дефинисању глобалне стратегије предузећа. То захтева

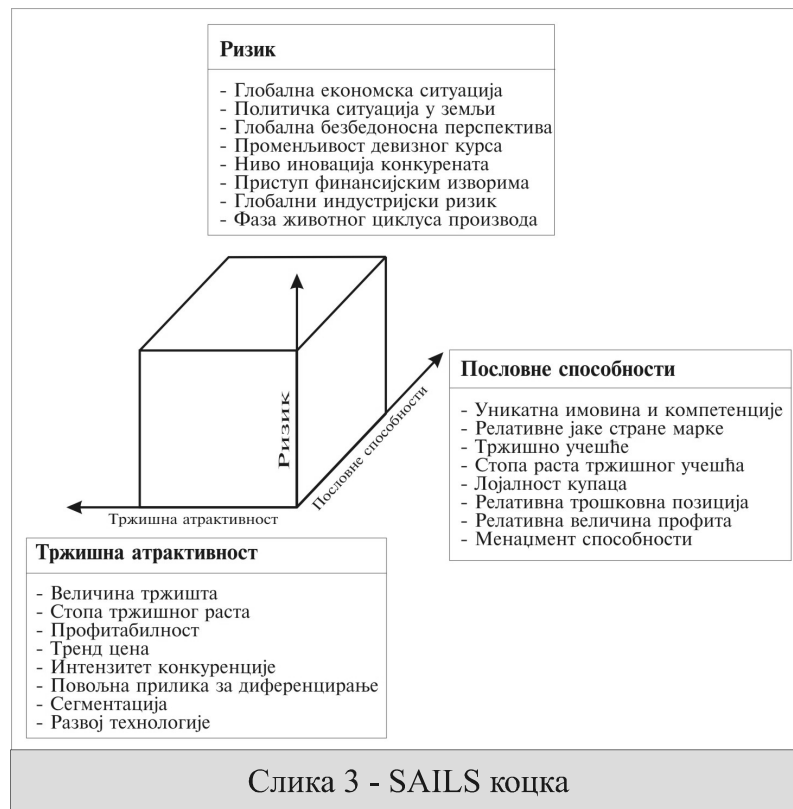
координирање дефинисања стратегија појединих стратешких пословних јединица (SBU) и дефинисања глобалне стратегије. Различите SBU дефинишу различите стратегије, али морају бити интегрисане у глобалну стратегију преко јединственог метричког система и двосмерног имплементирања стратегије: од врха до дна и од дна до врха. Једино тако се могу постићи најнижи трошкови и оптимална глобална профитабилност (Слика 2).

Од менаџера SBU се тражи одговорност за дефинисање и имплементирање стратегије. Различите SBU могу имати различите стратегије: неке SBU могу потенцирати оперативну извршност (ниске трошкове и висок квалитет); неке могу бити усмерене на захтеве купаца; неке могу потенцирати технолошке иновације итд. Али њихова активност и њихов метрички систем морају бити координирани, интегрисани и повезани у глобалну стратегију и глобални метрички систем перформанси на нивоу предузећа.

2. Методологија имплементације SAILS модела

SAILS моделом се **мери** (measuring), **контролише** (monitoring), **усмерава** (managing) и **максимизира** (maximizing) профитабилност на нивоу предузећа. Зато га његови креатори називају и

11) Исто као под 2, стр. 7.



модел 4M¹². Мере се, контролишу, усмеравају и максимирају четири параметра: *вредност* (value), *обим* (volume), *брзина*, *време* (velocity) и *променљивост услова пословања* (variability). Зато се модел 4M назива и модел 4V. Према томе, методологија мора полазити од параметара који се мере, координирају, интегришу и повезују и циља који предузеће жели да постигне. То је процес од шест етапа¹³.

Прва етапа – Идентификовање стратегија по стратешким пословним јединицама

Најпре се идентификују или формирају SBU које могу да допринесу снажном расту. Стратешка пословна јединица може сама да дефинише своју стратегију, али то није лак задатак. Креатори SAILS модела препоручују коришћење тродимензионалне коцке, која представља комбинацију McKinsey матрице и ризика, односно: атрактивности бизниса SBU, његових јаких страна и ризика под којим ће се бизнис обављати. Све три димензије коцке састоје се од више елемената, који се приказују у табели уз коцку и на тај начин је објашњавају (Слика 3)¹⁴. И поред тога, ова етапа је веома сложена, што је и оправдано, јер се у њој трасира пут функционисања и развоја SBU. Трасирање се врши у следећих пет корака.

- У свакој димензији коцке треба одабрати бар четири елемента, што значи укупно најмање 12 елемената. То треба да буду елементи који ће значајно утицати на конкурентску позицију предузећа у будућности. Зато их креатори SAILS модела називају покретачима.
- За сваки одабрани покретач се одреди релативан значај (од 0 до 1), у зависности од његовог значаја за остваривање циљева предузећа.
- Вреднује се сваки покретач, по SBU (од 0 до 1).
- Множењем релативног значаја сваког покретача са бодовима по покретачу за сваку SBU и сабирањем за све SBU добија се укупан број бодова за сваку димензију коцке. Истовремено се може сагледати и позиција сваке SBU.
- Тако позиција SBU у коцки даје тачан увид у портфолио бизниса и ризика уз који се обавља: број бодова 0,6 и више говори о сјајној перспективи SBU, а број бодова 0,3 и мање указује да треба ићи на дивестирање, односно такве SBU треба „уклонити“ из предузећа.

12) Исто као под 2, стр. 9.

13) Исто као под 2, стр. 9-13.

14) Исто као под 2, Слика 3, стр. 9.

Друга етапа – Повезивање стратегије са мисијом критичних бизнис процеса и истраживање критичних проблема бизниса

Одабрана стратегија SBU повезује се са мисијом критичних пословних процеса. Стратегије могу бити: стратегија центрирања на купце, стратегија оперативне изврности и стратегија иновативности производа. Коју ће стратегију SBU изабрати зависи од врсте производа/услуга и организационе културе у SBU. Међутим, центрирање на купце је увек заступљено, а друге две стратегије су подржавајуће. Стратегија се у овој етапи мора ускладити са кључним процесом и мора се дати приоритет једној од двеју подржавајућих стратегија.

Трећа етапа – Интегрисање организације

У овој етапи врши се: интегрисање активности у процесе, интегрисање процеса у производне линије, интегрисање производних линија у SBU и интегрисање SBU у предузеће. Сви покретачи из пирамиде зрелости метричког система морају се пратити одоздо навише и одозго наниже. Таква контрола даје најбоље резултате, јер су у њу укључени сви запослени.

Четврта етапа - Утврђивање мерила перформанси за сваку SBU

Када се постигне интегрисаност у етапи 3, идентификују се одговарајућа мерила перформанси на нивоу предузећа. У овој етапи креатори SAILS модела испољавају највећу недоследност јер, уместо да наведу свој систем мерила преко 4Vs перспективе, они опширно објашњавају четири перспективе из балансне карте резултата¹⁵.

Пета етапа - Утврђивање покретача за континуирано побољшање вредности/прихода/трошкова

Систем мерила треба да представља сет одговарајућих мерила за одрживу профитабилност. Не треба све и свашта мерити, већ то треба да буде систем одговарајућих мерила. Менаџери уче на успеху и грешкама и морају вршити стално побољшање резултата, отклањањем узрока који умањују резултате испод оптималних. Узроци су прави покретачи активности, а креатори SAILS модела их деле на¹⁶:

- вредност (уз одређени ризик и одговарајуће време),
- приход (из претходних и наредних периода) и
- трошкови (фиксни и варијабилни).

„Ово су покретачи одрживе профитабилности, које менаџмент мора идентификовати, мерити и стално побољшавати током времена“¹⁷, закључују они.

Шеста етапа – Мерење, контролисање, усмеравање и максимирање

У пирамиди метричке зрелости, SAILS модел се примењује на четвртог нивоу. Комплементаран је са 4Vs параметра, а предузеће има предиспозицију за значајан дугорочни раст.

3. Домети SAILS модела

Сваки покушај побољшања модела управљања перформансама треба ценити, јер показује да креатори нових модела познају карактеристике постојећих, да су учили неке њихове недостатке и имају решења за отклањање тих недостатака. Управо, све иновације и настају на недостацима постојећег. Креатори SAILS модела су имали у виду значај правог метричког система за тачно мерење перформанси и значај интегрисања подсистема предузећа у предузеће као глобални систем. У те сврхе одабрали су 4Vs параметра, које различито називају (параметри, перспективе, модел). Види се да им је као узор служила балансна карта резултата, интегрални модел мерења перформанси предузећа који се сматра до сада најсавршенијим, јер:

- 4Vs параметра називају перспективама и сваки од њих има више елемената, као што су R. Kaplan и D. Norton указали на четири перспективе (финансијску перспективу, перспективу купаца, перспективу интерних процеса и перспективу учења и раста) у балансној карти резултата са различитим бројем елемената;
- параметри се утврђују по SBU, повезују и интегришу у метрички систем предузећа,
- између мерила у оквиру једне перспективе, а и између перспектива успоставља се узрочно-последични однос.

Оно што разликује SAILS модел од балансне карте резултата је:

- модел садржи методологију преко које се SAILS модел имплементира,
- та методологија већ у првој етапи дели SBU на SBU са сјајном перспективом и SBU које треба укинути,

15) Познато је да су креатори балансне карте резултата Robert Kaplan и David Norton.

16) Исто као под 2, стр. 13.

17) Исто као под 16.

- наглашава се континуирано присуство промена у пословању, што га чини ризичним,
- истиче се значај познавања регионалних тржишта, због могућности премештања с једног тржишта на друго и због ширења ризика са једног тржишта на друго,
- управљање ризиком је посебна перспектива у *SAILS* моделу и посебан параметар (*Variability*) у оквиру 4Vs параметара.

Међутим, креатори *SAILS* модела су доста недоследни у коришћењу термина: на пример, 4Vs модел, 4Vs концепт, 4Vs параметри, а исто важи и за 4М (модел, концепт). Ако су увели 4Vs параметра, па сваки од њих назвали *перспективом* и рашчланили на субпараметре, а сваки субпараметар се мери, контролише и усмерава ради постизања одрживе профитабилности, онда је то *концепт* са развијеном методологијом, па има карактер *модела*. Ако се осим тога наведе да је циљ да се мерила интегришу и повежу у метрички систем за утврђивање одрживе профитабилности и прикажу различити нивои зрелости метричког система и предузећа, *SAILS* модел ће имати концепт 4Vs и методологију 4М. Недоследност се испољава и у коришћењу термина за организационе форме, у којима ће се модел користити (предузеће, корпорација, организација, фирма). Одговарајући израз би био *организација*, пошто се модел може применити на све организационе форме чији примарни дугорочни циљ је максимална профитабилност, нарочито због тога што намеравају да и даље развијају овај модел, тако да садржи метрички систем одрживе профитабилности за глобална партнерства и проширено предузеће, где ће покретач бити визија, а ниво зрелости метричког система бити највиши (Ниво 5 – Оптимизована организација). На том највишем, петом нивоу, користиће „*BABI*“ модел (**B**usiness **A**nalytics / **B**usiness **I**ntelligence).

Према њиховом мишљењу, *BABI* је нова мантра (чаробна формула – Н.Ф.) модерног менаџмента за подизање компанија на виши ниво организованости и профитабилности¹⁸. Не постоји јединствена дефиниција пословне интелигенције међутим, имајући у виду домет *SAILS* модела и намеру његових креатора да га усавршавају, могу се навести следеће две које највише одговарају. „Пословна интелигенција представља коришћење података које води ка доношењу бољих одлука. Она се односи на приступ, анализу и откривање нових

могућности“. „Пословна интелигенција је начин достављања правих информација, у правом формату, у право време, у правим рукама. Добар систем пословне интелигенције прикупља информације из свих делова организације, анализира их, припрема потребне извештаје и шаље их људима којима су потребне“¹⁹. Пословна интелигенција, дакле, ствара услове за креирање бољег метричког система перформанси, а пошто се све ради онда кад треба и како треба, реч је о оптимизованој организацији.

Закључак

Континуиране промене приморавају организације да их на неки начин предвиђају, а по могућности и креирају. За ту сврху неопходно је креирање модела за стратешко управљање перформансама. *SAILS* модел има за циљ управљање одрживом профитабилношћу преко управљања вредношћу, обимом, временом и ризиком, односно преко 4Vs параметара. Ове параметре треба дугорочно мерити, усмеравати, контролисати и максимирати по стратешким пословним јединицама, а стратегије стратешких пословних јединица координирати, интегрисати у глобалну стратегију предузећа и повезивати са одрживом профитабилношћу. На тај начин се благовремено уклањају оне стратешке пословне јединице које немају перспективан раст, а подржавају оне које имају предиспозицију за брз (сјајан) раст. *SAILS* коцка је помоћно средство којим се врши ова диференцијација и елиминација *SBU*, а подржава је шестоетапна методологија за имплементацију *SAILS* модела.

SAILS модел није најсавршенији модел управљања перформансама, већ модел који његови креатори намеравају да побољшају. Могућност побољшања виде у: побољшању покретача раста, креирању адекватније организационе форме предузећа за функционисање на регионалним тржиштима и креирању метричког система за оптимизовану организацију. У те сврхе сматрају да је најадекватнија *BABI* менаџмент техника. Реч је о управљачкој техници којом се потребне информације прикупљају у право време, у правом формату и достављају правим људима. На тај начин информације протичу кроз све делове организације, што ствара предуслове за доношење најбољих одлука на глобалном нивоу. Међутим, сигурно је да ће таква менаџмент техника тражити другачије параметре и субпараметре, као и

18) Исто као под 2, стр. 5.

19) Драгана Бечејски-Вујакиња, Весна Милићевић: „Пословна интелигенција (Business Intelligence) и савремени менаџмент“, *Пословна политика*, Јун-Јул 2007, Београд, стр. 38.

другачију методологију од оне коју тражи *SAILS* модел. Тога су креатори *SAILS* модела свесни, што значи да креирани модел не сматрају савршеним. То, и поред доста уложеног рада у креирање, умањује вредност овог модела.

Литература

1. Balachandran V. Bala, Kantamneni N. Keshav, and Pai T.V. Mohandas: "Performance Metrics Maturity Model : Strategy Aligned Integrated Linked Scoring System", *Cost Management*, November/December 2009, pp. 5-14.
2. Бечејски-Вујаклија Драгана, Милићевић Весна: „Пословна интелигенција (Business Intelligence) и савремени менаџмент“, *Пословна политика*, Јун-Јул 2007, Београд, стр. 37-40.
3. Breyfogle III Forrest: "Next generation management", *Industrial Engineer*, December 2009, pp. 25-29.
4. Grigg Sarah, Garrett Sandra, Miller Matthew: "Helping A Hospital Shine", *Industrial Engineer*, October 2009, pp. 24-29.
5. Engle Paul: "Enterprise risk management time", *Industrial Engineer*, May 2009, p. 20.
6. Ignizio James: *Optimizing Factory Performance*, McGraw Hill, 2009.
7. Morrissette Matt: "Time release fix", *Industrial Engineer*, August 2009, pp. 34-38.
8. Romaine Ed: "Productivity fulfillment", *Industrial Engineer*, December 2009, pp. 36-39.
9. Sharman Paul: "The Fish Tank Syndrome", *Journal of Cost Management*, 1/2007, pp. 44-46.
10. Фигар Надица: *Основи менаџмента*, СИИЦ, Ниш, 2000.
11. Ha Siewmun: "Finding time to find data", *Industrial Engineer*, December 2009, pp. 40-45.

др Војислав
МАРЈАНОВИЋ*

Сучељавање Activity-Based Costing-а и процесног обрачуна у оквиру концепта обрачуна трошкова заснованог на активностима на примеру BMW Werk Dingolfing

Резиме

Услед недостатка традиционалних система у обрачуна опитних трошкова, развијени су бројни приступи у оквиру концепта система обрачуна трошкова, засновани на активностима. Два најпознатија таква приступа су Activity-Based Costing и процесни обрачун трошкова (ProzeRkostenrechnung). Оба приступа се релативно успешно примењују у обрачуна опитних трошкова, иако између њих постоје значајне разлике, које се објашњавају на примеру логистике у BMW-овом погону у Dingolfing-у.

Кључне речи: Activity-Based Costing, процесни обрачун трошкова (ProzeRkostenrechnung), активности, процеси, цена коштања.

Увод

Концепт обрачуна трошкова заснован на активностима, представља скуп сродних идеја, које су се у исто време јавиле, најпре у пракси појединих предузећа у Сједињеним Америчким Државама, Великој Британији и Немачкој. Из тог разлога данас може да се говори о овим идејама, у енглеском и немачком говорном подручју, као покушајима да се превазиђу недостаци традиционалних система, при распоређивању општих трошкова. Ова тема је инспирисала настанак великог броја чланака у специјализованим часописима и расправа на округлим столовима научних саветовања, тако да се чини да не постоји више простора за продор нечег новог у овој области. Главни подстицај у посвећивању нешто веће пажње овој теми, аутор је пронашао у

одређеним језичким несугласицама, које се јављају при помињању овог концепта. Ова идеја је у домаћу литературу продрла углавном услед утицаја енглеског говорног подручја, односно синтагме Activity-Based Costing, која се обично погрешно преводи, искључиво као систем обрачуна трошкова по основу активности. Она заправо представља само један од система обрачуна трошкова, заснованих на активностима. У том контексту, аутор предлаже да се ова синтагма уопште не преводи, већ треба да се наводи у изворном, препознатљивом облику, као Activity-Based Costing. Колико је пажње посвећено овом систему, толико је знатно мање научне расправе подстакао један други, такође значајан систем унутар концепта обрачуна трошкова заснован на активностима, тзв.

*) Доцент на Пословном факултету, Универзитета Сингидунум у Београду.

процесни обрачун трошкова (ProzeRkostenrechnung).

Овај рад настоји да укаже на основне сличности и разлике поменутих двају система обрачуна трошкова, најпре са становишта историјског развоја, а затим и кроз практичан пример, на основу истраживања, које је аутор спровео код чувеног произвођача аутомобила BMW, односно у његовом погону у Dingolfing-у. На основу тога, овај рад представља својеврсни наставак чланака о инструментима controlling-a, који су објављени у бројевима 7-8 и 9-10, часописа *Рачуноводство*, из 2009. године. Основне претпоставке од којих је аутор пошао у покушају сучељавања Activity-Based Costing-a и процесног обрачуна биле би:

- процесни обрачун трошкова је примеренији функционалној организационој структури, у којој су оформљена места трошкова;
- Activity-Based Costing користи већи број активности у односу на број процеса који су присутни у процесном обрачуну;
- јединична цена коштања у процесном обрачуну исказује блажи пад, односно поседује константнији ток при повећању количине учинка, у односу на исту код Activity-Based Costing-a;
- повећање броја посматраних активности у Activity-Based Costing-у изазива већи раст општих трошкова у виду надзора и контроле, у односу на процесни обрачун.

Најзаступљенији метод истраживања у вези са процесним обрачуном трошкова је анализа прикупљене документације у самом погону у Dingolfing-у. Са друге стране, за анализу Activity-Based Costing-a, коришћен је метод дозвољене симулације, са изношењем индуктивних закључака при анализи могућег тока догађаја.

1. Activity-Based Costing и процесни обрачун трошкова

Као што је већ познато, класични системи обрачуна трошкова у средиште свог интересовања углавном постављају појединачне варијабилне трошкове, при чему је тежиште обрачуна у директном процесу производње. Међутим, пос-

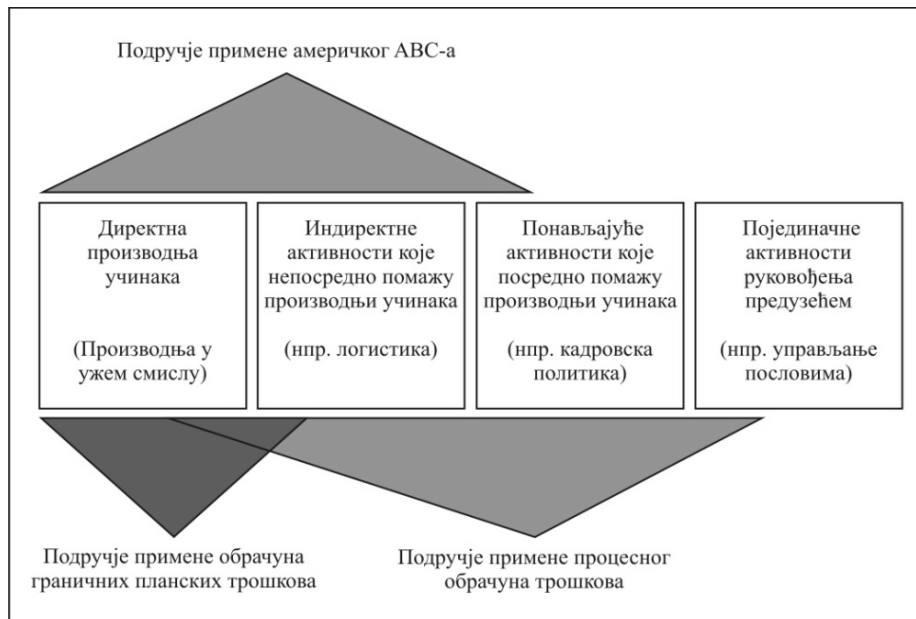
ледњих година, ланац стварања вредности се све више помера ка непроизводним активностима, као што су припрема, планирање, управљање и контрола активности, што изазива раст општих фиксних трошкова. Сходно томе, упосленост капацитета све више престаје да буде најважнији трошковни фактор, препуштајући своје место разноврсности понуде, односно сложености производа и процеса. Проблему прецизног обрачуна општих фиксних трошкова се прилазило на различите начине, међу којима су се нарочито истицали приступи развијени у два најзначајнија говорна подручја у области обрачуна трошкова, енглеском и немачком, односно Сједињеним Америчким Државама, Великој Британији и Немачкој.

У предузећима у САД-у, за расподелу општих трошкова производње, најчешће се користила јединствена база у виду директних часова израде и зарада, што доводи до произвољне пропорционализације фиксних трошкова и умногоме нарушава веродостојност коначне цене коштања, нарочито у случају постојања високог износа општих трошкова. Таква чињеница је довела до критичког преиспитивања традиционалног система обрачуна стандардних трошкова (Standard Costing) и потребе за развојем концепата и система обрачуна трошкова, који ће настојати да превазиђу постојеће проблеме. Делимично решење је откривено у развоју одређених приступа обрачуну трошкова, заснованих на активностима, који опште трошкове више не обрачунавају на носиоце, коришћењем директних часова израде или зарада, већ на основу посматраних активности у одређеном делу ланца стварања вредности. Такви приступи се обично називају Activity-Based Costing (ABC) или процесни обрачун трошкова (ProzeRkostenrechnung), док се у стручној литератури пословне економије срећу и други називи¹. Међутим, иако се у нашој литератури обрачуна трошкова оба поменута приступа поистовећују и најчешће преводе као систем обрачуна трошкова по основу активности, између њих постоје значајне разлике. Activity Based Costing представља достигнуће аналитичара у предузећима САД² и, без обзира на различите приступе унутар овог система обрачуна трошкова, сви они поседују следеће две заједничке карактеристике:

1) Поред поменутих, приступи обрачуна трошкова заснованих на активностима се могу још срести и под називима: Activity Accounting, Transaction Costing, Cost Driver Accounting System, обрачун трошкова заснован на догађајима (Vorgangskostenrechnung). О томе детаљније видети: D3umler K.-D., Grabe J.: *Kostenrechnung 3, Plankostenrechnung*. 6, vollst3ndig neubearbeitete Auflage, Verlag Neue Wirtschafts-Briefe, Herne, Berlin, 1998. S. 226, према: Coenenberg A.: *Kostenrechnung und Kostenanalyse*, 3. Auflage, Landsberg am Lech 1997, S. 193.

2) О историјском развоју Activity Based Costing-a детаљније видети: Cooper, R.: „Activity-Based Costing-Was ist ein Activity-Based Cost-System“, *Kostenrechnungspraxis (KRP)*, 1990, Teil I 4, S. 210-220. Teil II 5, S. 271-279, Teil III 6. S. 345-351.

Приказ 1: Сучељавање подручја примене обрачуна граничних планских трошкова, Activity-Based Costing-a и процесног обрачуна трошкова³



- тежиште је на обрачуна општих трошкова производних делатности (знатно мање непроизводних!);
- спроводи се обрачун трошкова по производима (не и местима трошкова!).

Activity-Based Costing је првенствено настао због непотпуности америчког рачуноводства у задовољењу потреба обрачуна трошкова у производном подручју. Насупрот томе, код немачких производних предузећа је овај проблем био слабије изражен, због распрострањене примене система флексибилног обрачуна граничних планских трошкова (flexible Grenzplankostenrechnung, Contribution Margin Accounting), који обележава развијени обрачун по местима трошкова и обрачун интерних учинака, што је дужи низ година пружало задовољавајуће резултате. Међутим, и у овим предузећима изражено је померање структуре трошкова у правцу непроизводних подручја, као што су набавка, истраживање и развој, осигурање квалитета, продаја, управа, управљање асортиманом производа, итд. У овом контексту, проблем је био сличан као и код америчког обрачуна трошкова у произ-

водном подручју. Дакле, главни покретач развоја обрачуна трошкова заснованих на активностима у Немачкој био је раст општих трошкова у непроизводним подручјима.

Приступу обрачуна трошкова засновани на активностима развијали су се готово паралелно у пракси појединих производних предузећа САД и Немачке, током седамдесетих и почетком осамдесетих година прошлог века. Прво предузеће у Немачкој, које је почело да се бави овим приступом обрачуна трошкова је концерн *Siemens AG*, већ од 1975. године⁴. Прво прегледно систематско сагледавање Activity-Based Costing-a, објавили су Kaplan и Bruns у књизи *Accounting and Management: A Field Study Perspective* из 1987. године⁵. Концепт процесног обрачуна трошкова, у данашњем смислу, у Немачкој су први пут представили Horv0th и Mayer 1989. године⁶.

Међутим, поистовећивањем Activity-Based Costing-a и процесног обрачуна трошкова занемарују се циљеви и правци развоја ових система. Процесни обрачун трошкова представља један од обрачуна, заснован на активностима, оријентисан на проблеме и околности немачког рачуноводства

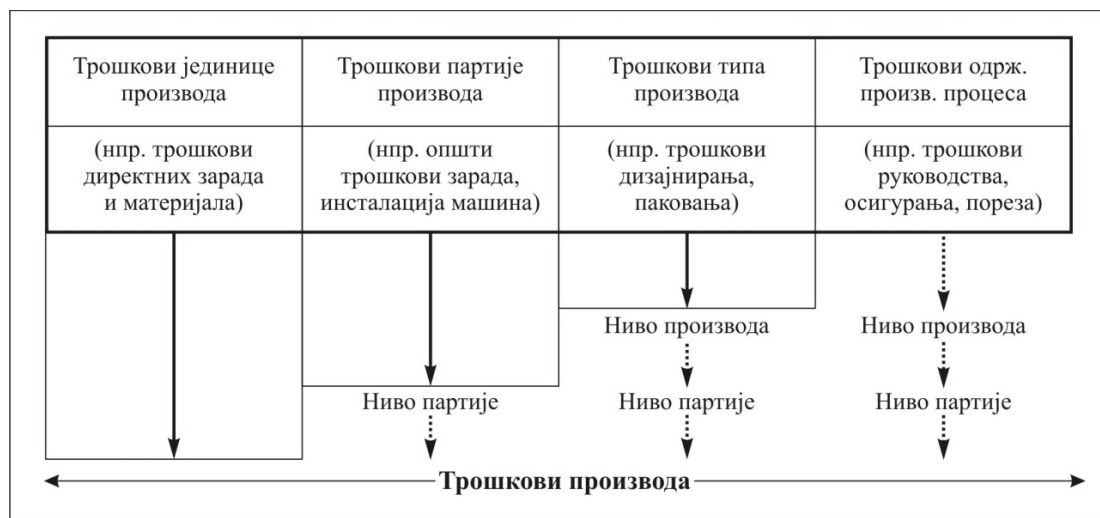
3) Horv0th, P.: *Controlling*, 11. Auflage, Franz Vahlen Verlag, Munchen, 2008, S. 490.

4) О томе детаљније видети: Ziegler, H.: „ProzeRorientierte Kostenrechnung im Hause Siemens“, *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis (BFuP)*, Verlag Neue Wirtschafts-Briefe, Heme, Heft 4 (1992), S. 304-318. и Ziegler, H.: „Neuorientierung des internen Rechnungswesens für das Unternehmens-Controlling im Haus Siemens“, *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung (ZfbF)*, Verlagsgruppe Handelsblatt, Dusseldorf, Heft 2 (1994), S. 175-188.

5) О томе детаљније видети: Kaplan, Robert S. and Bruns, W.: *Accounting and Management: A Field Study Perspective*, Harvard Business School Press, Boston MA, 1987, pp. 204-228.

6) О томе детаљније видети: Horv0th, P. und Mayer, R.: „ProzeRkostenrechnung – Der neue Weg zu mehr Kostentransparenz und wirkungsvolleren Unternehmensstrategien“, *Zeitschrift Controlling*, Verlag C.H. Beck, Heft 4 (1989), S. 214-219.

Приказ 2 - Категоризација и алокација општих трошкова у Activity-Based Costing-у⁹



(видети Приказ 1). Друга важна разлика састоји се у томе што процесни обрачун трошкова у првом плану има целокупан процес, док Activity-Based Costing, као што му назив казује, узима у обзир појединачне активности одређеног процеса. Из тог разлога процесни обрачун трошкова налази већу примену код предузећа којима производња није основна делатност, односно код услужних предузећа, осигуравајућих друштава и пружалаца консултантских услуга. У том контексту његова примена обухвата све процесе, пошто су присутни исти или слични услови као за подручја општих трошкова производње у ужем смислу. Осим тога, његово подручје примене налази потпору у стратешком планирању и средњорочном управљању трошковима. Овај обрачун тиме значајно доприноси прегледности трошкова у подручју посредне производње, обезбеђује ефективну употребу ресурса, указује на степен коришћења капацитета, повећава тачност калкулације цене коштања и сходно томе, умањује могућност доношења погрешних одлука.

Без обзира на одређене концептуалне разлике, сви приступи унутар Activity-Based Costing-а обухватају следећа четири корака⁷:

- уочавање и разврставање активности, повезаних са стварањем коначних производа (односно носиоца трошкова),
- процену трошкова активности, уочених у првом кораку,

- обрачун трошкова по јединици активности, и
- обрачун трошкова активности на коначне производе (носиоце трошкова).

Активности, као одређени понављајући задаци у циљу стварања коначног производа, односно носиоца трошкова, изазивају различите категорије трошкова, које се разврставају на следећи начин⁸:

- трошкови јединице производа. Настају као резултат активности које се спроводе најмање једном за сваку јединицу производа;
- трошкови одређене партије производа. Последица су активности које се такође спроводе једном, али за читаву серију производа;
- трошкови одређеног типа производа. Ове трошкове изазивају активности карактеристичне за производњу одређеног типа, односно модела производа, који се разликује од осталих;
- трошкови одржавања производног процеса. Ови трошкови су искључиво општег карактера и проистичу из преосталих активности, чије спровођење је неопходно да би се одржала спремност производних погона.

За разумевање процесног обрачуна трошкова, у први план се истиче констатација да важни пословни токови („главни процеси“) у великом броју привредних друштава превазилазе одређени сектор, односно одељење и означавају шири

7) Hilton, W. R., Maher, W. M., Selto, H. F.: *Cost Management, Strategies for Business Decisions*, Second Edition, McGraw-Hill/Irwin New York, NY, 2003, pp. 146-147.

8) О томе детаљније видети: Zimmerman, L. J.: *Accounting for Decision Making and Control*, Fourth Edition, McGraw-Hill/Irwin, New York, NY, 2003, pp. 546-547.

9) Ibidem, стр. 546.

Приказ 3 - Главни процеси, као задаци који превазилазе одређена одељења у привредним друштвима¹⁰



појам од активности (Приказ 3). За разлику од Activity-Based Costing-a, који понављајуће задатке, односно активности везује за одређени сектор, процесни обрачун трошкова посматра главне процесе као целину, односно добија их као скуп одређених хомогених појединачних процеса, који се спроводе у различитим организационим јединицама привредног друштва (Приказ 4). Њихови трошкови тешко могу да се обрачунају помоћу традиционалних система обрачуна, пошто најчешће имају функционално устројство места трошкова. Тако нпр. применом ових система није могуће прецизно обрачунати трошкове обраде једне набавке у свим секторима привредног друштва. Основу процесног обрачуна трошкова представљају учинци створени у непроизводним подручјима. Тежи се томе да се, слично као и у непосредној производњи, задаци повезани са логистиком, планирањем, управљањем и надгледањем, рашчлане на појединачне процесе, чиме настаје већа транспарентност у сагледавању непроизводног подручја, што представља значајну претпоставку контроле и обрачуна општих трошкова, што је више могуће према принципу узрочности.

За спровођење процесног обрачуна трошкова, значајна су следећа три фактора:

- **процес**, који представља низ активности, усмерених ка стварању одређеног учинка. При том се разликују главни процеси, који се

односе на целокупан ланац активности, и појединачни процеси, који се приписују одређеном месту трошкова. Сви појединачни процеси, који имају идентичне узрочнике трошкова, издвајају се у главни процес;

- **узрочник трошкова**, који означава фактор меродаван за настанак трошкова, али и учинака посматраног главног процеса;
- **процесни трошкови** су сви трошкови који се могу приписати одређеном процесу, сходно принципу узрочности.

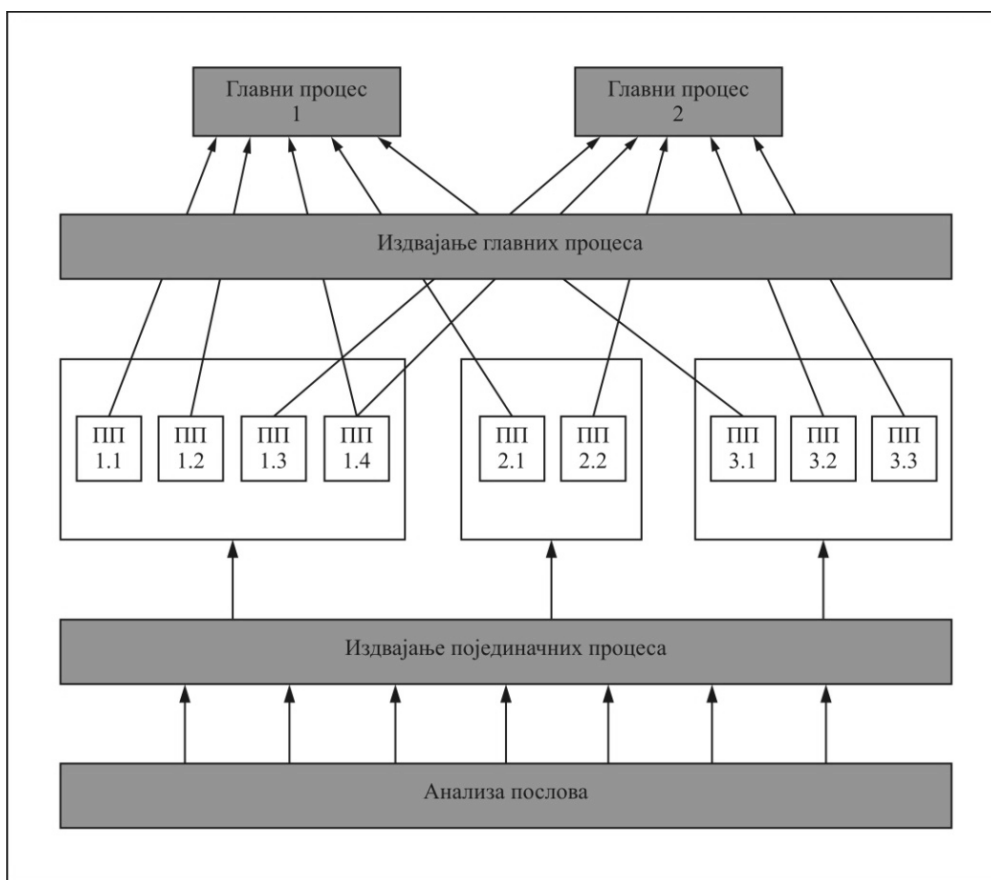
Поступак процесног обрачуна трошкова обухвата следеће кораке¹¹:

- дефинисање посматраног пројекта, и функционалних подручја која он обухвата;
- постављање хипотеза о главним процесима и узрочницима трошкова;
- анализу задатака и утврђивање појединачних процеса;
- утврђивање капацитета и трошкова сваког појединачног процес;
- издвајање главних процеса.

При том треба нагласити да процесни обрачун обухвата планске трошкове у претежно функционалним организационим структурама места трошкова. У матричним организационим структурама привредних друштава овакав

¹⁰ Horv0th, P.: *Controlling*, оп. цит., стр. 491.

¹¹ Ibidem, стр. 492.

Приказ 4 - Принцип добијања главних процеса у процесном обрачуна трошкова¹¹

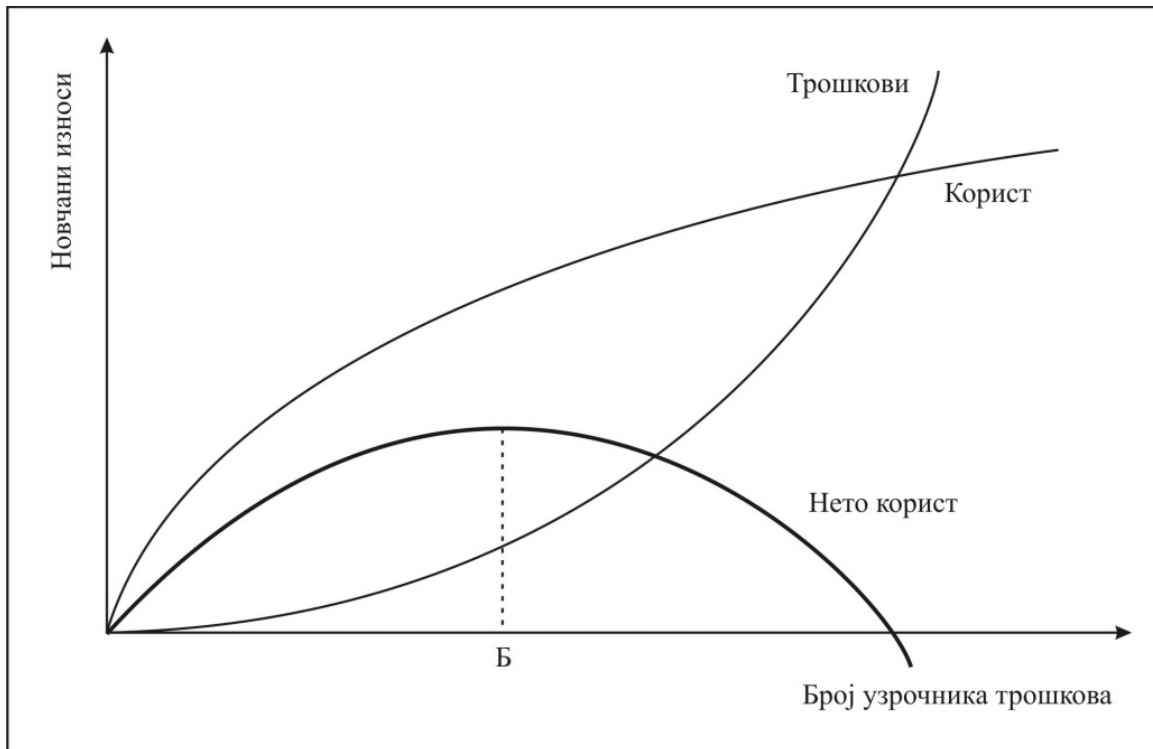
обрачун бележи нижу ефикасност. Приликом утврђивања капацитета сваког места трошкова, неопходно је разликовати тзв. иницирајуће и неутралне појединачне процесе. Иницирајући процеси су они код којих висина трошкова зависи од капацитета посматраних места трошкова, док то није случај са трошковима неутралних процеса. Међутим, због релативно занемарљивог износа, трошкови неутралних појединачних процеса се сразмерно обрачунавају на трошкове иницирајућих појединачних процеса.

И Activity-Based Costing и процесни обрачун трошкова, за разлику од традиционалних система обрачуна, доводе до тачнијих података о износу расподељених општих трошкова за потребе доношења пословних одлука. Суштина оба поступка се састоји у томе да се корист од тачности обрачуна општих трошкова, повећава са растом броја изабраних узрочника, тј. активности, односно главних процеса. Међутим, та корист расте по опадајућој стопи, због чињенице да су најзначајнији узрочници општих трошкова изабрани на почетку, односно да сваки наредни узрочник мање доприноси тачности обрачуна

(приказ 5). Уочава се да са порастом броја изабраних узрочника (општих) трошкова расту и укупни трошкови целокупног система обрачуна, који се састоје из две компоненте. Прву означавају директни трошкови прикупљања података и извештавања о обиму задатака појединих активности, односно процеса. Другу компоненту сачињавају трошкови настали услед губитка контроле менаџера нижег нивоа, који добијају више самосталности у избору узрочника (општих) трошкова. Трошкови целокупног система обрачуна могу у једном тренутку превазићи укупну корист од повећаног броја изабраних учинака, тако да нето корист (најчешће у виду нето добити) улази у зону негативне вредности, односно, прелази у губитак. Због свега тога, закључује се да превелика тачност система обрачуна трошкова у циљу доношења пословних одлука није исплатива, јер подразумева избор већег броја узрочника (општих) трошкова, што доводи до раста укупних трошкова целокупног система. Напори треба да буду усмерени ка изналажењу оптималног броја узрочника трошкова (Б), при ком ће укупна нето корист достићи максималну вредност.

12) Ibidem.

Приказ 5 - Трошкови и користи у односу на број узрочника трошкова (активности, процеса) као оснџва за расподелу (општих) трошкова¹³



2. Различита улога активности и процеса, као посредника у обрачуну по носиоцима трошкова

И Activity-Based Costing и процесни обрачун су системи обрачуна потпуних трошкова, али спроводе на одговарајућим нивоима рашчлањавање укупних трошкова на фиксну и варијабилну компоненту, односно полазе од следеће функције трошкова:¹⁴

$$T_v = T_B \cdot U + T_\phi, \text{ при чему су:}$$

T_v - укупни трошкови,

U - уполсеност капацитета (обично се изражава у броју произведених учинака,

T_B - варијабилни трошкови по јединици учинка (тангенс угла, који права укупних трошкова заклапа са x осом),

T_ϕ - укупни фиксни трошкови.

Укупни трошкови су представљени као збир варијабилних ($T_E = T_E \cdot U$) и фиксних трошкова (T_ϕ), чији износ није у зависности од броја произведених учинака. Activity-Based Costing спроводи рашчлањавање укупних трошкова на фиксну и варијабилну компоненту **по носиоцима трошкова**, док се обрачун по местима трошкова

не спроводи. Фиксна компонента (T_ϕ), може структурно да се прикаже на следећи начин:

$$T_\phi = T_{II} \cdot b_{II} + T_T \cdot b_T + OT, \text{ при чему су:}$$

T_{II} - трошкови по партији производа,

b_{II} - број партија производа,

T_T - трошкови по типу производа,

b_T - број типова производа,

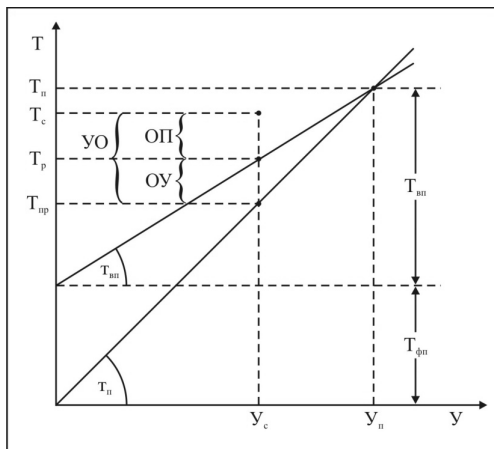
OT - остали фиксни трошкови.

Приликом обрачуна трошкова по носиоцима, као база се користи изабрани број активности, при чему се не врши никаква произвољна пропорционализација фиксних трошкова. То практично значи да се за расподелу (општих) фиксних трошкова као база не користе директни варијабилни трошкови (нпр. директни трошкови материјала или зарада). Укључивањем компоненте планских трошкова, овакав концепт добија карактер флексибилног планског обрачуна (Приказ 6).

13) Zimmerman, L. J.: *Accounting for Decision Making and Control*, op. cit., стр. 560.

14) Овде је приказана упрошћена, односно линеарна функција трошкова. У пракси се углавном срећу нелинеарни облици.

Приказ 6 - Флексибилни плански обрачун трошкова као саставни елемент Activity-Based Costing-a у обрачуну по носиоцима¹⁵



T_n - Укупни плански трошкови при планској уписаности,

$T_{вп}$ - Варијабилни плански трошкови,

$T_{фп}$ - Фиксни плански трошкови,

T_c - Стварни трошкови,

T_p - Реални трошкови стварне уписаности,

$T_{пп}$ - Прерачунати трошкови стварне уписаности,

T_n - Плански трошкови по јединици учинка,

$T_{вп}$ - Варијабилни трошкови по јединици учинка,

U_n - Планска уписаност капацитета,

U_c - Стварна уписаност капацитета,

УО - Укупно одступање,

ОУ - Одступање од уписаности,

ОП - Одступање у потрошњи.

Узимањем у обзир наведених ознака, могу се извести следеће једначине:

$$УО = T_c - T_{пп} = T_c - T_n \cdot U_c$$

$$ОУ = T_p - T_{пп} = (T_{фп} + T_{вп} \cdot U_c) - T_n \cdot U_c$$

$$ОП = T_c - T_p = T_c - (T_{фп} + T_{вп} \cdot U_c)$$

Насупрот Activity-Based Costing-у, процесни обрачун спроводи расподелу трошкова по местима трошкова, која представљају својеврсне посреднике ка коначном обрачуну по носиоцима. При том се по местима трошкова такође спроводи рашчлањавање трошкова на фиксну и варијабилну компоненту, што није случај и са обрачуном на

коначне носиоце. Раније је такође напоменуто да се, за расподелу трошкова неутралних процеса, користе одређени процентуални додатак на трошкове иницирајућих активности, што има за последицу произвољну пропорционализацију фиксних трошкова. Такво решење може одређеним једноставним производима, за које је било неопходна нижа учесталост процеса, да припише виши износ трошкова него што је заиста проузроковано, и обрнуто. То обично узрокује спровођење неадекватне ценовне политике и ствара слику привидне ефикасности, односно неефикасности. Из тог разлога процесни обрачун обично препушта спровођење коначне расподеле трошкова по носиоцима, тзв. *флексибилном обрачуну граничних планских трошкова* (GPK-Grenzplankostenrechnung). Он представља „најзначајнији немачки систем обрачуна трошкова, и достигао је значајни практични значај, између осталог због тога, што је уврштен у софтверска решења као што је SAP, снабдева руководство предузећа релевантним збирним и појединачним подацима, и доприноси краткорочном одлучивању“¹⁶. Без залажења у детаље овог система обрачуна трошкова, што и није предмет овог рада, указује се само на суштину. Овај обрачун рашчлањава трошкове на фиксну и варијабилну компоненту, како по местима, тако и по носиоцима трошкова. У обрачуну по носиоцима обрачунавају се само варијабилни трошкови, док се фиксни трошкови приписују оствареном резултату. Из тог разлога варијабилни реални трошкови се изједначавају са прерачунатим планским трошковима (упоредити са Приказом 6). Одступање од уписаности се не утврђује, већ само одступање у потрошњи, као разлика између стварних и варијабилних реалних трошкова.

3. Примена процесног обрачуна и Activity-Based Costing-a у погону BMW Werk Dingolfing

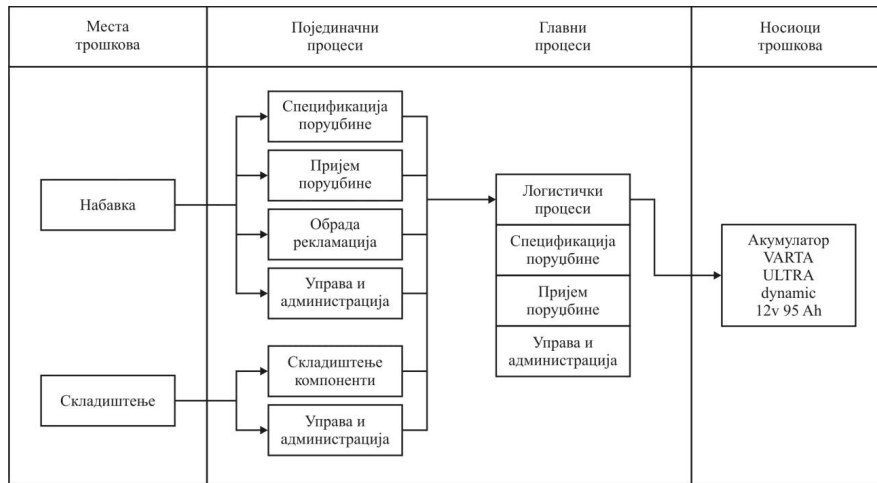
Примена процесног обрачуна и Activity-Based Costing-a биће објашњена на примеру обрачуна опитних трошкова логистике акумулатора „VARTA ULTRA dynamic 12v 95Ah“ у производњи аутомобила BMW 520i, у погону у Dingolfing-у¹⁷. За поступак расподеле опитних трошкова логистике

15) D3umler, K.-D., Grabe J.: *Kostenrechnung 3, Plankostenrechnung*, op cit., стр. 89.

16) Friedl, G., et al.: „How Do German Companies Run Their Cost Accounting Systems?“, *Management Accounting Quarterly*, Institute of Management Accountants, Montvale, NJ, Winter 2009, Vol. 10, No. 2, p. 39.

17) Пример је заснован на подацима, прикупљеним током студијског боравка у погону BMW-а у Dingolfing-у, током 2006. и 2007. године. Коришћени су пре свега подаци о просечној месечној производњи аутомобила у поменутом погону, великопродајној цени наведеног акумулатора, као и о процењеним трошковима управе и администрације логистике, спецификацији и пријему поруџбина транспорту железницом. Примена Activity-Based Costing-a је симулирана, због тога што се не примењује у погону у Dingolfing-у, већ је наведена из разлога поређења са процесним обрачуном трошкова, што је и предмет овог рада.

Из појединачних процеса ових места трошкова издвојене су спецификација и пријем поруџбине, (иницирајући процеси) и управа и администрација (неутрални процеси), као главни логистички процеси за набавку акумулатора:



акумулатора посматрају се процеси у оквиру места трошкова „Набавка“ и „Складиштење“.

Акумулатор „VARTA ULTRA dynamic 12v 95Ah“ се уграђује не само у модел BMW 520i, већ и у остале моделе серије 5, 6 и 7, тако да његова планирана месечна потребна количина (узимајући у обзир дневну производњу од 1.200 до 1.300 аутомобила) износи 30.000 комада, при чему се набавка врши четири пута месечно, по 7.500 комада. Великопродајна цена ове врсте акумулатора износи 240€. Најближе представништво VARTA-е налази се у граду Zwickau (Johnson Controls Sachsen – Batterien GmbH & Co. KG), које је удаљено 327 километара од погона у Dingolfing-у. Укупни трошкови транспорта железницом, укључујући трошкове утовара износе 2.250 €, док се процеси у вези са спецификацијом и пријемом поруџбине углавном спроводе од истих особа, тако да су ти плански трошкови приближно једнаки и износе 54.400 € и 46.800 €. Трошкови управе и администрације процењени су на 11.200 €. Пошто је реч о принципу just-in-time испоруке поруџбина, трошкови складиштења своде се на сигурносне резерве и за овај обрачун су занемарљивог износа. На основу ових вредности, директни трошкови набавке износе:

Набавна цена акумулатора „VARTA ULTRA dynamic 12v 95Ah“	240€
Трошкови утовара и транспорта по ком.*	6,88€
Укупни директни трошкови по ком.:	246,88€

* 2.250€ : 327 км

Применом процесног обрачуна, опити трошкови по јединици иницирајућих процеса би били обрачунати на следећи начин:

Иницирајући процеси	Укупни трошкови иницирајућих процеса	Фреквенција процеса	Трошкови по јединици иницирајућих процеса	Трошкови иницирајућих процеса по ком. акумулатора
Спецификација поруџбине	54.400€	4	13.600€ (54.400€/4)	1,81€ (13.600€/7.500 ком.)
Пријем поруџбине	46.800€	4	11.700€ (46.800€/4)	1,56€ (11.700€/7.500 ком.)

$$\frac{\text{Трошкови неутралних процеса } (\sum \text{ТНП})}{\text{Трошкови низа иницирајућих процеса } (\sum \text{ТНП})} \cdot 100 = \frac{11200€}{101200€} \cdot 100 = 11\%$$

База за расподелу опитних трошкова управе и администрације се добија на основу следеће формуле:

Сходно томе, износ трошкова иницирајућих процеса по ком. акумулатора ће бити увећан за овај проценат:

Иницирајући процеси	Трошкови иницирајућих процеса по ком. акумулатора	Додатак трошкова на основу базе за расподелу (11%)	Укупни трошкови иницирајућих процеса по ком. акумулатора
Спецификација поруџбине	1,81€	0,20€	2,01€
Пријем поруџбине	1,56€	0,17€	1,73€

На основу свих ових обрачуна, укупни трошкови по ком. акумулатора би износили:

Набавна цена акумулатора „VARTA ULTRA dypatic 12v 95Ah“:	240€
Трошкови утовара и транспорта:	6,88€
Трошкови спецификације поруџбине:	2,01€
Трошкови пријема поруџбине:	1,73€
Укупни трошкови:	250,62€

Уколико би се у погону BMW-а у Dingolfing-у, за обрачун трошкова логистике акумулатора, користио Activity-Based Costing, у обзир би се узео већи број активности у односу на број главних процеса¹⁸. Узимајући у обзир наведени пример, као активности релевантне за обрачун опитних трошкова посматрале би се: спецификација поруџбине, пријем поруџбине, обрада рекламација и управа и администрација. Као и код процесног обрачуна, активност складиштења компоненти узрочник је релативно ниског износа трошкова, пошто је на снази примена just-in-time система испоруке, па се не узима у разматрање. Од поменуте четири, за три активности могли би се користити квалитативно различити кључеви расподеле опитних трошкова, али као најлогичнији избор намеће се фреквенција активности у посматраном периоду. Једино би за обављање активности унутар управе и администрације најефикаснију примену имале обрачунске листе плата запосленог особља. Износ трошкова активности спецификација и пријем поруџбине био би исти као и за главне процесе у процесном обрачуна, пошто су обе изведене из места трошкова „Набавка“. С друге стране, износ трошкова за активност управе и администрације не би био исти као и за истоимени процес, пошто је она изведена из места трошкова „Набавка“, док су у процесном обрачуна за тај износ релевантна оба места трошкова („Набавка“ и „Складиштење“). Што се тиче активности обраде рекламација, посматра се број акумулатора, који су оштећени приликом транспорта железницом¹⁹. Током посматраног периода (фебруар 2007. године), приликом транспорта 30.000 акумулатора, оштећено је 123 комада²⁰. Приликом пријема поруџбине прегледа се сваки акумулатор засебно, а за сваки

оштећени попуњава се посебна документација, која садржи опис оштећења. Применом Activity-Based Costing-а, таква активност се не посматра процесно, односно у саставу скупа активности пријем поруџбине, већ се издваја као посебна активност, која је додатни изазивач трошкова. Оштећени акумулатори се не враћају добављачу (Johnson Controls Sachsen – Batterien GmbH & Co. KG), већ се транспортују у оближњи центар за рециклажу у Dingolfing-у. Њихов транспорт спроводи предузеће Gillhuber Logistik GmbH, док се трошкови рециклаже процењују на 12€ по комаду²¹. Трошкови обраде рекламација укључују се у цену коштања, али не и трошкови рециклаже, који се сматрају неоправданим трошковима, те се приписују оствареном периодичном резултату. Међутим, признати износ тих трошкова, погон у Dingolfing-у надокнађује од превозника (Deutsche Bahn), у виду попушта за следећу набавку. На основу наведених података, износ опитних трошкова по изабраним активностима и комаду акумулатора би износио:

Активност	Кључ	Укупни општи трошкови и актив.	Фреквенција активности	Трошкови по јединици активности	Трошкови активности по ком. Акумулатора
Спецификац. поруџбине	Број поруџб.	54.400€	4	13.600€ (54.400€ /4)	1,81€ (13.600€ /7.500 ком.)
Пријем поруџбине	Број поруџб.	46.800€	4	11.700€ (46.800€ /4)	1,56€ (11.700€ /7.500 ком.)
Обрада рекламација	Број оштећ. акумул.	3.450€	23	150€ (3.450€ /23)	0,02€ (150€ /7.500 ком.)
Управа и администрација	Обрач. листе	9.400€	1	9.400€	1.25€ (9.400€ /7.500 ком.)

На основу претходне табеле и наведених претпоставки, укупни трошкови по ком. акумулатора у случају примене Activity-Based Costing-а, износили би:

18) Ова констатација представља чисту претпоставку аутора, пошто се Activity-Based Costing у свом изворном облику не примењује у поменутом погону.

19) Транспортне услуге спроводе зависна предузећа националне железнице Deutsche Bahn-DB.

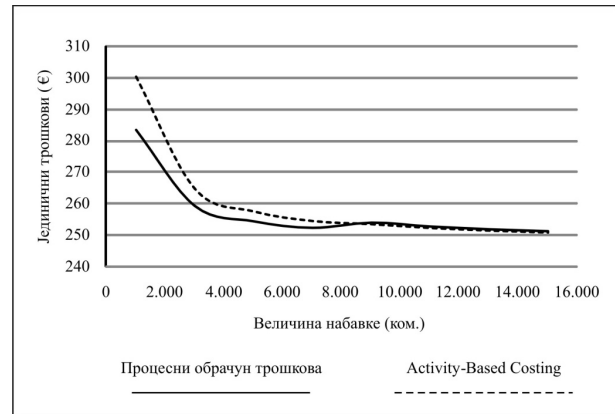
20) Реч је о оштећењима као што су лом пластичне оплате и испурење акумулаторске течности.

21) Трошкови рециклаже су релативно високи, због специфичног технолошког поступка који се примењује, пошто акумулатор садржи материје које су изузетно токсичне.

Набавна цена акумулатора „VARTA ULTRA dynamic 12v 95Ah“:	240€
Трошкови утовара и транспорта:	6,88€
Трошкови спецификације поруџбине:	1,81€
Трошкови пријема поруџбине:	1,56€
Обрада рекламација	0,02
Управа и администрација	1,25€
Укупни трошкови:	251,52€

Из приказаног обрачуна се уочава да укупни трошкови по комаду акумулатора износе 251,52€, што је за 0,9€ више у случају примене Activity-Based Costing-a, у односу на процесни обрачун. Ово се објашњава чињеницом да у случају примене Activity-Based Costing-a постоји већи број активности у односу на број главних процеса у процесном обрачуна, што изазива раст укупних опитних трошкова. Ефекат дегресије при расподели опитних трошкова применом процесног обрачуна трошкова и Activity-Based Costing-a може се сагледати у следећем прегледу и приказу.

Пошто се набавка спроводи четири пута месечно (једанпут седмично по четвртину), до 7.500 ком. набављених акумулатора, општи трошкови код процесног обрачуна износе 36.500€, а код Activity-Based Costing-a 53.700€ (по четвртина износа трошкова на име спецификације и пријема поруџбине, плус целокупни износ трошкова управе и администрације). У распону од 7.500 до 15.000 ком., код процесног обрачуна ти трошкови износе 61.800€, док код Activity-Based Costing-a износе 60.000 € (по половина износа трошкова на име спецификације и пријема поруџбине, плус целокупни износ трошкова управе и администрације). Такође треба нагласити да 23 оштећена акумулатора на укупно набављену количину од 30.000 ком. представљају свега 0,08%, па су због свог релативно ниског учешћа у општим трошковима за партије набавке до 15.000 акумулатора, изузети из разматрања.



Уочава се да јединични трошкови при повећању величине набавке брже опадају код процесног обрачуна трошкова, него код Activity-Based Costing-a, до одређене границе, која се у овом случају налази у распону између 8.000 и 10.000 комада акумулатора. За овакву појаву постоји најмање два разлога. Први се односи на то да је у описаном примеру већи број активности (4) у односу на број главних процеса (3), што изазива виши износ опитних трошкова. Други разлог се огледа у чињеници да Activity-Based Costing изоловано посматра активности, за разлику од процесног обрачуна, код кога се главни процеси третирају као целина целокупног процеса логистике, тако да је могуће остварење извесних синергетских ефеката. Разлика између јединичних трошкова Activity-Based Costing и процесног обрачуна, била би за исту величину набавке изразитија, у случају постојања још већег броја активности у односу на број процеса. Тек у одређеном распону величине набавке (у посматраном примеру након 8.000 ком.) јединични трошкови би били приближно једнаки. Међутим, у случају пораста броја посматраних активности, јединични трошкови обрачунати применом Activity-Based Costing-a поново би имали прогресиван ток, чиме би значајније одсту-

Ком.	Процесни обрачун трошкова(€)				Activity-Based Costing (€)			
	Директ. трошк.	Општи трошк.*	Укупни трошк.	Јединич. трошк.	Директ. трошк.	Општи трошк.*	Укупни трошк.	Јединич. Трошк.
1.000	246.880	36.500	283.380	283,38	246.880	53.700	300.580	300,58
3.000	740.640	36.500	777.140	259,05	740.640	53.700	794.340	264,78
5.000	1.234.400	36.500	1.270.900	254,18	1.234.400	53.700	1.288.100	257,62
7.000	1.728.160	36.500	1.764.660	252,09	1.728.160	53.700	1.781.860	254,551
9.000	2.221.920	61.800	2.283.720	253,75	2.221.920	60.000	2.281.920	253,547
11.000	2.715.680	61.800	2.777.480	252,50	2.715.680	60.000	2.775.680	252,334
13.000	3.209.440	61.800	3.271.240	251,63	3.209.440	60.000	3.269.440	251,495
15.000	3.703.200	61.800	3.765.000	251	3.703.200	60.000	3.763.200	250,88

пали од истих, применом процесног обрачуна. Ово се објашњава чињеницом да изоловано посматране активности изазивају виши износ општих трошкова, него главни процеси (упоредити са Приказом 5).

Закључак

Традиционални системи обрачуна трошкова нису допринели значајнијем успеху приликом решавања проблема обрачуна општих трошкова, што је имало за последицу одређивање неадекватне продајне цене коначног производа. Као могућа решења, у другој половини седамдесетих и почетком осамдесетих година двадесетог века, у пракси бројних предузећа, упоредо су развијене различите идеје, које су имале јединствено полазиште, а касније су у теорији обухваћене као концепт обрачуна трошкова заснован на активностима. Два најзначајнија представника овог концепта су Activity-Based Costing и процесни обрачун трошкова (ProzeRkostenrechnung), који истовремено представљају приступе обрачуна општих трошкова из два различита говорна подручја. Међутим, овде није реч само о различитим говорним подручјима, већ и о различитој организационој структури предузетља. У домаћој стручној литератури, која се бави обрачуном трошкова, оба приступа се углавном поистовећују, и такође се ставља знак једнакости између Activity-Based Costing-а и система обрачуна трошкова по активностима, што је недопустиво. Activity-Based Costing и процесни обрачун представљају само појединачне, од бројних приступа, унутар концепта обрачуна трошкова заснованог на активностима. Activity-Based Costing првенствено представља последицу стања обрачуна трошкова у САД и примеренији је матричној организационој структури, при чему главне карактеристике обухватају:

- обрачун општих трошкова производних делатности, односно знатно мање обрачун непроизводних делатности, и
- обрачун трошкова по производима, односно коначним носиоцима.

Насупрот томе, процесни обрачун трошкова је резултат практичних достигнућа немачке привреде и теоријског развоја проблематике обрачуна трошкова немачког говорног подручја. Он је значајније усмерен на функционалну организациону структуру предузећа²² у којима постоје места трошкова, као ужи организациони делови

предузећа у којима настају трошкови и за које је сврсисходно водити евиденцију о њима. Разлика између Activity-Based Costing-а и процесног обрачуна трошкова такође се огледа и у природи и броју кључева за расподелу општих трошкова. Код Activity-Based Costing-а, кључеви су активности, док су код процесног обрачуна то процеси. Активности представљају скуп сродних операција свих делатности у предузећу, при производњи одређеног учинка, док процеси означавају скуп сродних операција из више места трошкова. То практично значи да процеси представљају скуп сродних операција из више различитих места трошкова, па је њихов број обично мањи од броја активности.

Поред бројних разлика између Activity-Based Costing-а и процесног обрачуна трошкова, постоје и значајне сличности. Обрачун општих трошкова је прецизнији уколико се посматра већи број узрочника трошкова (и активности и процеса). Међутим, висока прецизност обично није најважнији циљ обрачуна трошкова, већ довољна прецизност. Превелики број узрочника изазива раст општих трошкова, због делегирања значајне аутономије руководиоцима нижег нивоа при избору узрочника, што може умањити нето корист целокупног система обрачуна трошкова. Јединична цена коштања у случају повећања броја произведених учинака опада у случају примене оба приступа, с тим што је тај пад нешто израженији код Activity-Based Costing-а, због више стартне основе у погледу нивоа општих трошкова.

Литература

1. Cooper, R.: „Activity-Based Costing-Was ist ein Activity-Based Cost-System“, *Kostenrechnungspraxis (KRP)*, 1990, Teil I 4, S. 210-220. Teil II 5, S. 271-279, Teil III 6. S. 345-351.
2. Dzumler K.-D., Grabe J.: *Kostenrechnung 3, Plankostenrechnung*. 6, vollst3ndig neu bearbeitete Auflage, Verlag Neue Wirtschafts-Briefe, Herne, Berlin, 1998.
3. Friedl, G., et al.: „How Do German Companies Run Their Cost Accounting Systems?“, *Management Accounting Quarterly*, Institute of Management Accountants, Montvale, NJ, Winter 2009, Vol. 10, No. 2, pp. 38-52.

22) Контни оквир земаља немачког говорног подручја (Kontenrahmen) такође је састављен према функционалном принципу.

4. Hilton, W. R., Maher, W. M., Selto, H. F.: *Cost Management, Strategies for Business Decisions*, Second Edition, McGraw-Hill/Irwin New York, NY, 2003.
5. Horv0th, P.: *Controlling*, 11. Auflage, Franz Vahlen Verlag, Munchen, 2008.
6. Horv0th, P. und Mayer, R.: „ProzeRkostenrechnung – Der neue Weg zu mehr Kostentransparenz und wirkungsvolleren Unternehmensstrategien“, *Zeitschrift Controlling*, Verlag C.H. Beck, Heft 4 (1989), S. 214-219.
7. Kaplan, Robert S. and Bruns, W.: *Accounting and Management: A Field Study Perspective*, Harvard Business School Press, Boston MA, 1987.
8. Ziegler, H.: „Neuorientierung des internen Rechnungswesens für das Unternehmens-Controlling im Haus Siemens“, *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung (ZfbF)*, Verlagsgruppe Handelsblatt, Düsseldorf, Heft 2 (1994), S. 175-188.
9. Ziegler, H.: „ProzeRorientierte Kostenrechnung im Hause Siemens“, *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis (BFuP)*, Verlag Neue Wirtschafts-Briefe, Herne, Heft 4 (1992), S. 304-318.
10. Zimmerman, L. J.: *Accounting for Decision Making and Control*, Fourth Edition, McGraw-Hill/Irwin, New York, NY, 2003.

др Зоран
МИНОВСКИ*
мр Јован
ЧАНАК**

Управљање трошковима засновано на рачуноводству активности и теорија ограничења

Резиме

Успешно управљање трошковима остварује се савременим системима којима се омогућавају планирање, обрачун и контрола трошкова у правцу одређене стратегије за постизање бољих резултата и одржавање конкурентне позиције на тржишту. Ови системи функционишу тако што се извршавају постављени задаци и остварују циљеви управљања трошковима имајући у виду интерне и екстерне утицаје на пословање предузећа. Системи управљања трошковима захтевају одговарајућу информациону подршку у области анализе, контроле и планирања трошкова ради остваривања стратешких циљева.

У условима постојања изражене конкурентске средине, предузећа морају да знају своје трошкове и да управљају њима. Због тога су се у теорији и пракси појавили потпуно нови системи за управљање трошковима. Само добар систем обрачуна и управљања трошковима може успешно одговорити на дате захтеве. Теорија и пракса у развијеним земљама користи више приступа, тј. система за управљање трошковима, као што су систем за управљање активностима (АВМ), систем за управљање укупним квалитетом (ТQM), систем за управљање трошковима животног циклуса производ (LCCM), систем „тачно на време“ (JIT), систем за управљање циљним трошковима (ТСМ) и др. Између система постоји одређена повезаност у функцији општег побољшања. У том смислу појавила се и повезаност система обрачуна на бази активности (АВС) и система управљања на основу активности (АВМ) ради бољег управљања трошковима и доношења рационалних пословних одлука. При том је контрола трошкова свакако услов за успешно управљање и остваривање постављених циљева. Услови за успешну контролу су планирање и стратешка анализа.

Увод

Управљање трошковима има посебан значај и улогу у сваком предузећу. У условима изражене

конкуренције и утицаја на тржишне факторе, управљање трошковима је све теже и комплексније постићи традиционалним системима обрачуна трошкова. Управо због тога су се у теорији раз-

*) Ванредни професор на Економском факултету Универзитета “Св. Кирил и Методиј” у Скопљу

**) Одговорни уредник часописа *Рачуноводство*, Београд

вијених земаља појавила нова решења, нови системи, приступи, методи праћења, обухватања, мерења и обезбеђивања информација о успешном управљању трошковима, односно остваривању планских, контролних и управљачких циљева у вези са трошковима и профитима. То значи да су сви ови системи потпуно у функцији доношења рационалних одлука.

Због тога ће у оквиру овог рада бити речи о систему АВС (систем обрачуна на бази активности – Activity Based Costign) као делу система АВМ (систем управљања заснован на активностима – Activity Based Management), као и о неким значајним питањима и проблемима у вези са одвијањем менаџерског процеса у предузећима. Биће речи и о информисању о трошковима, као и о оперативној контроли и односу између система АВС и теорије ограничењв (TOS – Theory of Constraints) у функцији континуираног побољшања. При том је важно напоменути да се систем АВС односи на обрачунаски аспект трошкова и на обезбеђивање информација које ће помоћи менаџерима да доносе одлуке о остваривању унапред постављених циљева.

1. Управљање трошковима и њихова контрола у рачуноводству активности

У одвијању пословања предузећа значајну улогу имају процеси. Процеси су различити и зависе од тога у којој делатности ради дато предузеће. Њих сачињавају активности. Шта се подразумева под активношћу? У литератури наилазимо на следећу дефиницију: “Активност је догађај, задатак, или јединица рада са назначеном сврхом, на пример, дизајнирање производа, подешавање машине, руковање машинама, и дистрибуција производа”². Може се рећи да више активности међусобно повезаних представљају процес остварењу постављених циљева, а то је, рецимо производња производа или пружање услуга. Број активности се разликује - у зависности од конкретног процеса. У утврђивању активности учествују стручњаци (технолози, инжењери, рачуновође и др.), који у првом реду добро познају одвијање процеса. Активности су тако повезане у оквиру самог процеса да се његовим извршавањем стварају одређени производи односно услуге. Број активности није фиксан, који би једном

утврђен важио заувек, већ се по потреби коригује. На овај начин врши се стална корекција броја активности, ради њиховог рационалног функционисања и економичног и ефикасног деловања. Нова технолошка достигнућа утичу на стално побољшање производних и услужних процеса. Оваква побољшања воде ефективнијем и ефикаснијем пословању. Самим тим што се побољшавају процеси, истовремено се врши побољшање начина на који се извршавају активности. У оквиру активности настају одређени трошкови производње производ односно пружања услуга. Систем АВМ (Activity Based Management - АВМ) управо се односи на управљање активностима. Уз управљање активностима истовремено се врши и управљање трошковима. Ово је основа за успешно управљање и контролу у производним предузећима. Систем АВМ је систем који, између осталог, обухвата и аспект управљања активностима, обрачуном и контролом.

Систем АВМ у литератури се често представља као кишобран који под собом садржи анализу активности, анализу узрочника, систем обрачуна на основу активности (АВС), континуирано побољшање, тј. перманентно усавршавање, оперативну контролу и развој савршенијих учинака³. Као што се може констатовати из његове садржине, он је осмишљен тако да се, с једне стране, побољша вредност и квалитет које захтевају купци, а да се с друге стране оствари већи профит.

За разлику од њега, систем АВС служи за побољшање пословних операција. Сматра се да је систем обрачуна заснован на активностима (АВС), један од најбољих алата за побољшање система обрачуна трошкова. Овим системом обрачунавају се трошкови појединачних активности и додају се носиоцима трошкова као што су производи или услуге на основу активности претузетих ради производње сваког таквог производа или услуге⁴. Помоћу њега се чине основни водећи напори за прилагођавање пословних стратегија. У оквиру система АВС трошкови се обухватају према активностима. На овај начин омогућава се једноставно трасирање трошкова према томе где настају. Тако се за сваку активност трошкови обухватају, а потом се врши њихов обрачун. Овим се већина трошкова који су заједнички преноси у директне. Како производи пролазе преко активности, тако се прате и њихови трошкови да би се

2) Ch. T. Horngren, G. Foster, S. M. Datar: *Основе трошковног рачуноводства – Управљачки аспект (превод)*, Издавач: Удружење рачуновођа и ревизора ФБиХ, Удруга рачуновођа и финансијских дјелатника Херцег-Босне, Сарајево 2002, стр. 165.

3) C. Raiborn, J. Barfield, M. Kinney: *Managerial Accounting*, West Publishing Company, Minneapolis, 1993. p. 128

4) За више информација о АВС системима, аутори Ch. T. Horngren, G. Foster, S. M. Datar, op. cit. као под 1) позивају се на извор R. Cooper, R. S. Kaplan, *The Design of Cost Management Systems* (Upper Saddle River, W. Prentice Hall 1999)

извршила тачнија алокација. Све активности се могу поделити у две групе. Једна обухвата активности које додају вредност производима, тј. услугама, и друга група која обухвата активности које не додају вредност производима (продуктивне и непродуктивне активности). Рационално управљање трошковима подразумева одговарајућу контролу трошкова преко активности. При том се чине напори да се одстрани, тј. укину или редукују активности које не додају вредност. Наиме, према Бримсону, активности које не додају вредност нису неопходне у производњи производа, и према томе овакве активности треба укинути, разуме се - осим оних које су апсолутно есенцијалне (неопходне) да би се опстало у бизнису⁵. Према томе, ове активности узрокују не-вредносно додате трошкове. Овакви трошкови су узроковани или активностима које не додају вредност производима односно услугама или не-ефикасним резултатом активности које додају вредност производима.

Циљ је смањење губитка елиминисањем непродуктивних активности. Како се буду елиминисале активности, тако ће се умањивати и трошкови. Редуковање трошкова са своје стране води избегавању губитака. Све већа пажња се придаје управљању узроцима настајања трошкова у односу на саме трошкове. Таквим односом, управљањем трошковима, може се повећати ефикасност активности. Међутим, ако нека активност није потребна у пословању предузећа, нема никаквог значаја да ли је она ефикасно извршена. Према томе, може се закључити да активности које не додају вредност представљају губитак за предузеће и треба их елиминисати. На пример, кретање сировина и делимично завршених производа често се сматра активношћу која не додаје вредност. Ова активност обухвата кретање сировина и полупроизвода по производним одељењима или местима према томе где и колико ће бити тражени. Инсталирањем система аутоматског руковања материјалима може се увећати ефикасност ове активности. Промена у аутоматској производњи захтеваће примену принципа испоруке „тачно на време“, што може реално елиминисати активност кретања. Тако се путем анализе активности идентификују и затим евентуално елиминирају све непотребне активности и истовремено повећава ефикасност неопходних

активности. Рачуновође помажу менаџменту у идентификовању трошкова непродуктивних активности, тј. активности које не додају вредност производима и услугама. Оваквим поступком, према једној групи аутора, омогућава се редуковање трошкова и истовремено омогућава остваривање бољег резултата рада осталих функција, квалитета и процеса вредновања⁶.

Менаџери упоређују своје активности са сличним активностима других компанија. Циљ је да се утврде добре стране и слабости процеса, активности, производа односно услуга за које се сматра да су најбоље. Менаџери најчешће емитују идеју и у том смислу бенчмаркинг (репер, полазна тачка) представља средство за стално побољшање, јер кад се идентификују најбољи случајеви, они постају циљ који треба постићи. Бенчмаркинг, представља у суштини “упоређивање активности са најбољим праксама”⁷. Међутим, целисходно копирање примера од других компанија није довољно ако се фактори успеха најпре не идентификују, без обзира на то да ли је то постигнуто ефективним тренингом или обезбеђивањем релевантних информација запосленима.

Важно је имати у виду да пре него што се приступи бенчмаркингу “предузеће треба у потпуности да разуме активности које се у њему обављају, како би лакше идентификовало кључне активности које ће бити упоређиване”⁸. Према томе, бенчмаркинг и континуирано побољшање су неопходни у пословању компанија. Они заједно са системом АВС и осталим системима представљају солидне алатке за менаџмент компанија са циљем остваривања најбољих резултата. Само на овај начин, остваривањем најбољих резултата у сфери пословања, компаније могу бити на врху у конкурентној борби на тржишту. Ово је свакако неопходно за престиж некога ко жели да буде први не само на локалном него и на светском нивоу.

Обавеза квалитета захтева да компаније чине велика прилагођавања начина дизајна производе, обуке и развоја њихове радне снаге, одлука о доприносима и искоришћености опреме фабрике и да обезбеде задовољавање потреба добављаче и купаца. Производи треба да буду дизајнирани тако да обезбеде максимални могући квалитет и предвиђање повољних продајних цена. Кварови и дефекти не треба да буду уграђени у цене

5) Више о непродуктивним активностима и њиховом елиминисању видети James A. Brimson: “Improvement and Elimination of Non-Value-Added Costs”, *Journal of Cost Management for the Manufacturing Industry*, Summer, 1988, pp. 62-65

6) Callie Berliner and James A. Brimson: *Cost Management for Today's Advanced Manufacturing: The CAM-I Conceptual Design*, Harvard Business School Presss, Boston, 1988 год. pp. 4

7) Благоје Новићевић, Љиља Антић: *Управљачко рачуноводство*, Економски факултет Ниш 2009, стр. 110.

8) Благоје Новићевић, Љиља Антић, *op. cit.* као под 6. стр. 110

производа и услуга. Систем управљања на основу активности, са његовим усмеравањем на активности које додају и активности које не додају вредност (продуктивне и непродуктивне активности), помаже да се елиминише уграђивање оваквих трошкова у цену коштања.

Једно мерило услуга је време, тј. колико брзо потрошачи примају робу која им је потребна. Адекватно мерило перформанси у овом случају је потребно време. Ако се ово време мери, производи треба да буду доступни потрошачима што је могуће брже. У прилог овоме произвођач треба да произведе производе са мало делова, са малим дефектима, са деловима који су лако заменљиви и деловима који захтевају мале или уопште не захтевају иновације и модификације након што производни процес отпочне. Мерење неопходног времена треба, такође, да натера фирме на преуређивање распореда зграда, на повећање радне продуктивности и на редуковање (смањење на најнижи ниво) поправки и дефеката, јер ће се оваквим изменама минимизовати потребно време. Најзад, потребно време за мерење треба да натера менаџере да надгледају и исправе сваки недостатак који се односи на остваривање производње и перформансних процесних кашњења узрокованих активностима које не додају вредност.

2. Информисање о трошковима у систему ABC

Одређивање производних трошкова као специфично одређена, тј. обрачунска функција, главна је брига свих менаџера. На пример, производни трошкови утичу на одлуке о корпоративној стратегији (да ли је профитабилна или није на одређеном тржишту), на маркетинг (колико кошта неки производ и која треба да му буде цена) и финансијски (да ли треба инвестирати у додатна фабричка постројења да би се производио неки производ). Теоретски, не би требало да буде важно колико производ односно услуга кошта, да би се произвео односно пружила, уколико је довољан број купаца спреман да купи тај производ односно услугу по цени коју је утврдила компанија, да би на тај начин покрила трошкове и обезбедила разуман профит. Међутим, у реалности купци купују само производе односно услуге који омогућавају прихватљиву вредност према цени која им је одређена.

Менаџмент треба да брине о томе да ли потрошачи успостављају једнак однос између продајне цене и вредности. Продајна цена не

мора увек да буде једнака вредности. Концепт управљања на основу активности фокусира се на активности. Извршавањем активности стварају се производи кроз производњу. Путем процеса реализације остварују се одређена примања новчаних средстава од купаца и, разуме се, остварује се профит или губитак постигнут путем обезбеђивања ових вредности. Овај концепт помаже компанијама да ефикасније производе, као и да трошкове прецизније утврђују, чиме ће моћи много ефикасније да контролишу и одређују резултате, тј. перформансе.

Савремена конкурентна средина чини императивном чињеницу да произвођачи глобално знају своје трошкове. Они треба да разумеју обрачун трошкова на више нивоа, што ће се појавити и у областима у којима су садржане шансе за побољшање. Једноставни обрачунски системи су довољно прецизни за одређивање трошкова који се лако прате кроз производни процес, као што су сировине и директни рад. Али овакви системи не спецификују трошкове, као што су трошкови алата и машина, потрошене енергије, одржавања, поправки машина, текућег одржавања, трошкове активности у подршци производње итд. Такви системи такође не могу да признају ефекат обима производа, и то трошкове по јединици производа, производну и процесну комплексност, производни дизајн и различите вредности капитала употребљеног у производном процесу. Према томе, добар обрачунски систем је огледало производног процеса зато што обухвата и ове трошкове према активностима услед којих настају и додељује их сваком поједином производу односно услузи.

Колико су комплекснији и неконзистентнији ови процеси, толико је теже да се прецизно одреди трошак по производима. Тако, обрачунски систем постаје комплекснији колико покушава да компензује недостатке једноставности у производном процесу. Према једном мишљењу, овакви обрачуни воде развојном току ка усавршењу систему трошкова производње да идентификује активности конзумиране од производа и да кроз логичан и погодан (прикладан) конзистентни процес означи повезаност трошкова адекватно сваком поједином производу односно услузи⁹.

Као што је познато и састављач и корисник информација о обрачуну трошкова по производу старају се само о њиховој прецизности и важности за доношење одлука. Узроци незадовољства

9) У том смислу наводимо да је компанија Caterpillar у САД избацила јединствену планирану стопу заједничких трошкова на бази директног рада још у лето 1940. године, јер су тадашњи менаџери сматрали да тај метод више није омогућавао добре обрачунске информације о трошковима по производима. Данас већина компанија има комплексне аутоматске процесе који производе широку лепезу производа. Ако фабричка стопа, тј. стопа директног рада није омогућавала добру обрачунску информацију у претходном периоду, онда ће потпуно информационални системи обрачуна трошкова који користе такве основе исто тако омогућити мање адекватне информације.

неким информацијама из традиционалног система обрачуна трошкова су многобројни. У наставку ћемо навести мишљење Џонсона и Каплана, према којима „савремене менаџерске рачуноводствене информације добијене из система обрачуна трошкова у сврхе финансијско извештајног система су неблаговремене, преобимне и превише дисперзиране да би биле релевантне за менаџерско планирање и доношење одлука“¹⁰. По њима, обрачунски елемент који изазива проблем у тачности информација су заједнички трошкови, а неуспех лежи у начину на који се заједнички трошкови алоцирају и додају производима.

Да би информације о трошковима биле адекватне за производ односно услугу, потребно је да буду инициране остваривањем три циља¹¹: 1) да обавештавају о различитим спољним интересним групама, 2) да помажу у награђивању одлука и 3) да дозволе менаџерске контроле управљања операцијама. У многим организацијама први циљ често потискује друга два. Ова околност се појавила делимично, јер спољни фактори (на пример, Комисија за хартије од вредности, Управа за јавне приходе и остале агенције у САД), којима компаније достављају извештаје, имају изграђена адекватна правила о томе шта ће се сматрати одређеним укључивањем у одређивање трошкова по производима. На пример, Одбор за Међународне рачуноводствене стандарде има право да истражује, развија и предвиђа трошкове неопходне за производњу, пошто се зна који трошкови могу, а који не могу да се узимају у обзир, посебно код ревизије финансијских извештаја. Због тога што спољни фактори дозвољавају слободу у информисању и зато што ниједан не одређује како производни трошкови треба да се развијају за остала два циља, често је лакше употребити исти производни систем обрачуна за сва три циља. Степен тачности резултира из употребе таквих информација које често нису директно повезане са корисношћу резултујућих одлука.

3. Оперативна контрола у оквиру система ABC

Списак компанија у САД које користе систем ABC је врло импресиван и укључује, између осталих, John Deere, Hewlett-Packard, Schrader Bellows, Cal Electronic Circuits, Hughes Aircraft,

IBM, Caterpillar, Xerox, Taktronix, National Semiconductor, Gen Corp Polymer Products, Armistead Insurance, Owens Corning Fiberglass, Zytex, Dayton Extruded Plastics, Pennsylvania Blue Shield, AT&T и друге. Већина компанија користи овај систем у такозваном самосталном систему, одвојеном или раздвојеном од његових конвенционалних система обрачуна трошкова, иако неке компаније имају парцијално интегрисани систем обрачуна на основу активности са њиховим традиционалним системима. Док се систем ABC може употребљавати за генерисање производних трошкова за финансијске извештаје, овај систем је веома често употребљаван да побољша перформансе вредновања и менаџерску способност да сачини бољу анализу профитабилности производв. Овај систем не треба сматрати заменом или алтернативом конвенционалних система, већ средством којим се омогућавају допунске и прецизније информације. Као што ћемо навести у наредним напоменама или саопштењима, трошкове функционисања двају система потребно је проценити у односу на омогућене користи, односно да се сагледа анализа трошкови-користи (cost/benefit).

Систем ABC истовремено користи концепт оперативне контроле. Оперативна контрола је концепт вредновања улаза и излаза. Као што је познато, оперативна контрола је есенцијални фактор успешне конкуренције. Мерење и вредновање представљају такође фактор за мотивацију и објективност за остваривање континуираног побољшања. Примена оперативне контроле, према претходноме, има још једну предност, а она се огледа у остваривању бољег финансијског резултата. У том смислу оперативна контрола има могућност за идентификовање пет основних подручја, и то¹²: квалитет, залихе, материјални трошкови, остваривање резултата и модернизација опреме односно побољшања. Свих ових пет подручја деловања оперативне контроле утичу на вероватност повећања продуктивности.

И док систем ABC омогућава више дугорочне него краткорочне информације, он ипак може бити користан и за краткорочне одлуке. Менаџмент помоћу овог система омогућава пуно коришћење како за производне тако и за услужне организације. Због тога што систем ABC много прецизније одређује износ заједничких трошкова по производима и услугама, информације генери-

10) Н. Thomas Johnson and Robert S. Kaplan: *Relevance Lost*, Harvard Business School Press, Boston, 1987 p.1

11) Raiborn, Barfield, Kinney, цитирано дело, p. 126

12) Опширније о операционалној контроли видети: Robert A. Howell and Stephen R. Soucy: "Operating Controls in the New Manufacturing Environment", *Management Accounting*, October 1987, pp. 25-31

сане таквим системом треба да омогуће менаџерима компанија бољу контролу трошкова, прилагођавање производа, процеса или маркетинг стратегије и да утиче на понашање и вредновање резултатв.

Менаџери морају схватити где им се појављују трошкови, како да их контролишу и у коју сврху. Нека од ових схватања ће проистећи из разлика између активности које додају вредност и активности које не додају вредност. Нека објашњења ће проистећи из бољих информација генерисаних из одговарајућег праћења заједничких трошкова по производима и услугама. Нека ће, опет, проистећи из сагледавања фиксних трошкова као дугорочних променљивих трошкова (мисли се на релативно дуг период) и признања да ће неке активности узроковати да се ови трошкови измене. Разумевање трошкова омогућава менаџерима да створе визију о томе шта треба да ураде да би се ови трошкови контролисали, да имплементирају активности за редукацију трошкова и, разуме се, да планирају одговарајуће предности.

Увек треба имати у виду *cost-benefit* анализу. Компаније желе систем који би перфектно одсликао њихово пословање помоћу електронске обраде процесв, при чему одговарајуће предности треба постићи помоћу ниских трошкова. Како систем АВС постаје све комплекснији и детаљнији, тако и трошкови додатих детаља олакшавају и оправдавају користи добијене од повећане тачности.

Понекад се детаљност коси са принципом рационалности. У том смислу аксиома „да је боље бити приближно тачан него прецизно погрешан“ одговара и систему АВС. Тако, на пример, према групи аутора, дистрибутивни центар једне компаније може утврдити да осам узрочника трошкова додају 1% структури трошкова и омогућавају податке и контролу редукације укупних трошкова за 5%, за нето реалну продукцију од 4%. Додавање осталих осам узрочника систему (чиме је настало укупно 16 узрочника трошкова) може прикривено донети нових 5% редукације у трошковима. Било како било, увећани трошкови из података потребних за допунских осам узрочника обично коштају много више него нараслих 5% који су уштеђени. Сврха је да се учини напор да се од ових ак-

тивности омогуће значајни доприноси и награде¹³.

Традиционални систем обрачуна трошкова се концентрише на контролисање трошкова, док се систем АВС фокусира на контролу изворв трошкова. На тај начин, по Томасу Џонсону, „Бизнис постаје ефикасан и конкурентан елиминисањем губитака у операцијским активностима, а не вођењем евидентираних трошкова“.¹⁴ Тако се концентрисањем контроле на узрочнике трошкова већина трошкова може контролисати, јер напори за смањење трошкова могу бити усмерени на специфичне узрочнике трошкова. Важно је напоменути да редукација узрочника, која резултира у смањењу зависности од активности, не смањује трошкове све док се сувишни извори редукују или поново ангажују у продуктивнијим активностима¹⁵.

Систем АВС показује да су значајни резултати добијени реализацијом продуктивних производа ниског обима, добијених одвијањем комплексних производних операција. Али није увек добро схваћена предност система. Наиме, менаџери више верују да њихови системи обрачуна трошкова прецењују профит добијен реализацијом производа који су произведени већим обимом производње. Они сматрају да је профит добијен реализацијом специфичних производа произведених за специјалне поруџбине незнатан, зато што овакви производи узрокују веће трошкове за њихову производњу. У том смислу једна студија од 3200 чланова контролних саветника показује да је 78% испитаника веровало да су њихови постојећи системи обрачуна трошкова прецењивали профит производње већег обима и потцењивали профит специфичних производа¹⁶.

Сматрамо потребним да истакнемо да је такво схватање сасвим погрешно. Наиме, неке конкретне анализе су показале управо супротно, односно да су већи резултати остварени од реализације производа произведених у малим количинама и помоћу комплекснијих производних процеса и операција. Ово потврђује констатацију о једној од предности система АВС исказаној на почетку овог пасуса.

Бољим разумевањем трошкова који су неопходни да би се произвео производ односно пружила услуга, менаџери постижу нову способ-

13) C.Raiborn, J.Barfield, M.Kinney: Managerial Accounting, West Publishing Company, Minneapolis, 1993, p.147

14) H.Thomas Johnson: "Ablueprint for World-Class Management Accounting", Management Accounting, June, 198, p. 30

15) Michael R.Ostrega: "Activities: The Focal Point of Total Cost Management", Management Accounting, February, 1990 p. 43

16) Poll: "50% of Cost Systems Obsolete", Accounting Today, August 28, 1989, p.14

ност са жељом за остваривањем боље профитабилности. Овакве способности за спознају трошкова могу узроковати менаџерске одлуке у вези са ширењем или сужавањем производних могућности, повећањем редукованих цена и ступањем на тржиште или његовим напуштањем. На пример, менаџери могу одлучити да увећају продајну цену или да обуставе производњу нижег (обима) специјалних излаза, јер ти излази (стварају) више трошкова него излази (вишег обима). Исто тако, менаџери могу одлучити да (обуставе) производњу која захтева комплексне операције. Или, пак, менаџери могу сабрати резултате комплексне производње имплементацијом високо развијених аутоматизованих процеса. Овако исказане могућности иницирају констатацију да ће трошкови направљени системом ABC имати значајан утицај на одлуке.

Информације из система ABC могу утицати на одлуке о инвестирању у предузеће или за опрему. Инсталирање компјутеризоване опреме може, са своје стране, изазвати редукацију производних активности и, свакако, неуспех у сфери ефикасности. У оваквој ситуацији систем ABC у једној лепези начина омогућава разумевање удара нових и различитих активности које су захтевале напредне производне технологије, које, са своје стране, омогућавају флексибилност система осмишљеног да изађе у сусрет променама и реструктурирањима у производним срединама.

4. Систем ABC и теорија ограничења

Систем обрачуна на основу активности може успешно да се integriше са теоријом ограничења (Theory of Constraints - TOS).¹⁷ То је систем менаџерске филозофије у развоју која се појавила 80-тих година, прошлог века као менаџерска пракса за континуирано побољшање. Оснивач ове теорије је Eliyahu Goldrat. Теорија ограничења није производни систем. Међутим, он позајмљује концепте из основних система обрачуна трошкова и на тај начин помаже у остваривању континуираног побољшања. У том смислу ова филозофија може да се упореди са системом ABC. Према Куперовом мишљењу, овај однос већина академских експерата и практичара

сматра критичним елементом у обнављању релевантности рачуноводства трошкова¹⁸.

Систем ABC је користан јер помаже менаџерима у идентификовању активности, ресурсв, трошкова и производа, јер су они настали у организацији. У вези са производним трошкови-ма, систем ABC омогућава информације које помажу менаџерима у доношењу дугорочних стратешких одлука.

Једна од критика система ABC је његов неуспех да идентификује и одстрани ограничења која се јављају у пословању предузећа. Менаџери би требало да сагледају да прихватање теорије ограничења у оваквом случају има предност. Теорија ограничења¹⁹ омогућава прецизно фокусирање на циљеве организације и на препреке (сметње) које ограничавају остваривање ових циљева. Ограничења, позната као најслабије везе, нису ништа друго него лимитирана извршења. Ограничења одвлаче организацију или индивидуу од сталног одржавања вишег нивоа извршења у постизању циљева. Она могу бити интерна (унутрашња) или екстерна (спољна), и вођена су спољним силама које су ван контроле менаџмента (као закони природе, државна регулатива и карактеристике тржишта). Ограничења такође могу бити и на основу политике. Ограничења могу бити и резултат природних сила. Ограничење код ресурса постоји када је потраживање за ресурсима веће од физичког капацитета. Ако тржишна тражња превазилази физички капацитет, постоји уско грло и менаџери треба да траже друге производне алтернативе да би се обезбедила најпрофитабилнија употреба ограничених ресурса.

У вези са ограничењем је и појава мере за извршење, позната у страномј литератури као *throughput*. То је поступак према коме систем генерише новац путем продаје. Задатак производње није завршен ако производ није продат и нису обезбеђена новчана средства. Прихватањем *throughput-a* као мере извршења, менаџери се труде да смање залихе и да повећају извршење задатка.

17) О овоме опширније видети Jack M.Rull: "The Theory of Constraints Within A Cost Management Framework", *Journal of Cost Management*, November/December, 1997, pp. 16-24

18) R.Cooper: "Activity-Based Costing: Theory and Practice" у knjizi Barry J.Brinker: *Cost Management*, Waren Gorham & Lamont, New York 1995 god. B 1-1 i B1-33 kao i R.Steven Player and David E.Keys: "Lessons from the ABM Battlefield: Getting Off to the Right Start" *Journal of Cost Management*, Spring 1995, pp. 26-38

19) Eliyahu Goldratt and Jeff Cox: *The Goal*, Croton-on-Hudson, North River Press, Inc., New York 1986 kao i Eliyahu M. Goldratt: *Theory of Constraints: What Is This Thing and How Should It be Implemented?* Croton-on-Hudson, North River Press, New York 1990.

Пошто велике залихе отежавају идентификовање и решавање квалитативних проблема и реаговање на промењене потребе потрошача, компаније треба да прихвате меру извршења. Ово је нетрадиционална мера, која препознаје да залихе у којима су садржани профити нису стварна добит. Брзо извршење задатака је дефинисано као – време које је потребно производу да прође кроз производни процес. То се време стално смањује, као што се животни циклус производа скраћује.

Голдратов приступ захтева стално побољшање пословања путем системског одстрањивања ограничења. Он наглашава да је приступ сталном побољшању глобалних операција резултат остваривања задатака. Голдрат објашњава следеће делове задатака, идентификованих као пет корака фокусирања, и то²⁰:

1. *Идентификовање ограничења система.*
2. *Одлуке о томе како да се избегну ограничења система.* Менаџери треба да предузму непосредне мере и поступке којима ће се осигурати да ограничења система неће утицати на остваривање максималне производње. Ово обично захтева детаљно планирање ограничења и стално надгледање тога планирања. Менаџери овим поступком доказују да предузеће најбоље искоришћава сваки расположиви минут неопходан за одвијање активности, у које су укључена и нека ограничења искоришћавања времена, као што је пауза за доручак и сл.
3. *Подређивање свих осталих активности претходној одлуци.* Радници извршавају све активности како би помогли остварењу производног плана и избегли ограничења. Они користе сваки могући начин да помогну да предузеће неометано заврши задатак.
4. *Могућност одстрањивања ограничења система путем одређене политике адекватног коришћења капацитета предузећа.* Компанија може захтевати нова средства, нову опрему, нове политике, нове дизајне и слично у погледу мењања капацитета и, разуме се, могућности његовог коришћења. Менаџ-

мент започиње да испитује начине да од страни ограничења без већег трошења новца - мењањем и остваривањем циљева пословне политике.

5. Ако у претходним корацима ограничење није било одстрањено, потребно је вратити поступак поново на први корак.

Политике ограничења могу бити у виду правила за решавање проблема који постоје, као правила дизајнирања да оптимизују локалне мере извршења.

Разуме се да информације које препоручује систем рачуноводства активности нису увек конзистентне са онима из препорученог концепта теорије ограничења²¹. То значи да ово делимично проистиче из чињенице да је систем АВС дугорочна алатка за управљање трошковима, која узима у обзир све трошкове који су на дужи рок варијабилни. Теорија ограничења је више оријентисана на кратак временски период и узима у обзир фиксне трошкове у кратком периоду. На тај начин, зависно од хоризонта планирања, систем АВС може предлагати један правац акције, а теорија ограничења - други²². Ово ни у ком случају не треба схватити као да су ова два система у супротности (контрадикцији).

Да би се илустровало како ова два система могу бити интегрисана, послужићемо се једном студијом о томе како су континуирано побољшање и систем АВС били успешно искоришћени у компанији Southwestern Ohio Steel (SOS)²³. Менаџмент фирме је желео да редукује невредносно дато кружно време за производни процес који се односи на слободну, тј. празну линију. Једна компонента временског циклуса је била одређивање времена и менаџмент је размотрио инвестицију у технологију која би редуковала време постављања те линије. Навешћемо још један пример успешне имплементације система обрачуна на основу активности и теорије ограничења. Наиме, компанија Olson Metal Products у Seguin, Texas-у²⁴ користи систем АВС, као и теорију ограничења за усавршавање управљања процесима. Компанија је путем анализе активности омогућила успешно коришћење капацитета. Већина компанија имају велике разлике у односу

20) Michael Maher, цитирано дело, р. 137, као и: By Sidney J. Badhendale and Mahesh Gupta: "TOC & ABC", *Management Accounting*, April 1998, pp. 43-44.

21) О овоме видети Robert J. Campbell: "Stealing Time with ABC or TOC", *Management Accounting*, January 1995, pp. 31-36.

22) By Sidney J. Badhendale, Mahesh Gupta: "TOC & ABC", *Management Accounting*, April 1998, pp. 39-44

23) Jay S. Holmen: "ABC and TOC: It's A Matter of Time", *Management Accounting*, January 1995, pp. 37-40

24) Charlene Spoede, Emerson O. Henke and Mike Umble: "Using Activity Analysis to Locate Profitability Drivers", *Management Accounting*, May 1994, p. 43

између ресурса и производа, што резултира остваривањем различитих контрибуционих резултата, као и различитим производним миксом. Ова компанија је применом теорије ограничења успела да идентификује кључ свих ограничења у процесу производње и, разуме се, у циљу да се реше повољно сва ограничења. Теорија ограничења се односи првенствено на откривање и решавање ограничења у профитабилности узрочника трошкова. На тај начин је створен бољи производни микс и остварена већа добит за компанију.

Да би се утврдило када се менаџери могу ослонити на континуирано побољшање, а када на систем ABC, потребно је сагледати могућност идентификовања различитих врста проблема са којима се суочавају менаџери. Специфично је при томе - да ли је проблем у релацији са заједничким трошковима или у релацији са трошковима рада и варијабилним трошковима. Ако је проблем у релацији са трошковима рада и варијабилним трошковима, онда се може користити континуирано побољшање. На пример, *Garrett Automotive*, произвођач турбо-пуњача за аутомобилску индустрију суочио се са тржишно екстремном конкуренцијом и излаз је био у редукцији трошкова. Менаџери су закључили да морају постићи цену и редукцију трошкова од 3,5% годишње²⁵. Важно је напоменути да у ситуацији код Гарета на профитабилност не утиче промена заједничким трошковима, него промена у трошковима рада и трошковима материјала. Иако је менаџмент имао оригинално имплементиран ABC, он је закључио да је примена система континуираног побољшања адекватнија, јер је фокусирана на продајну цену, трошкове материјала и трошкове рада. Имплементирање система континуираног побољшања у фирми је довело до удвајања профита од исте продаје, без редукције броја запослених.

Закључак

Управљање трошковима у систему обрачуна трошкова на бази активности има посебан значај. Ово због чињенице што у условима изразите конкурентне средине предузећа морају познавати своје трошкове и да знају њима управљати. Систем вредновања и контрола на бази активности је значајан за контролу трошкова у систему управљања на бази активности. Систем управљања на бази активности је интегрисани систем који фокусира пажњу менаџера на

активности у циљу побољшања вредности добара и услуга намењених потрошачима и повећање профита. Овај систем садржи у себи и трошкове по производима и процесну анализу вредности. На тај начин овај систем испуњава услове задовољења и трошковне и процесне димензије.

Процес анализе вредности дефинише рачуноводство одговорности на бази обрачунске вредности активности и више наглашава максимум у системским перформансама него у индивидуалним резултатима. Процес се односи на анализу узрочника, анализу активности и мерење резултата. При утврђивању активности које додају вредност и активности које не додају вредност производима или услугама користи се термин бенчмаркинг према најбољем нивоу успеха. Бенчмаркинг заједно са континуираним побољшавањем је у функцији менаџмента за остваривање најбољих резултата.

Систем обрачуна на бази активности је у одређеном односу са теоријом ограничења и на тај начин су заједно у функцији континуираног побољшавања. Посебна пажња у погледу успешног управљања трошковима посвећује се информисању о трошковима и оперативној контроли у оквиру система обрачуна трошкова на бази активности. Оперативно вредновање представља концепт вредновања на улазу у систем и на излазу из система и на тај начин обухвата подручја у вези са квалитетом, залихама, материјалним трошковима, оствареним резултатима и оперативним променама као и побољшањима која су свеукупно предмет оперативне контроле и утичу, по логици ствари, на повећање продуктивности.

Литература

1. Peter Atrill, David Harvey, Edward McLaney: *Accounting for Business*, Butterwoeth Heinemann, London, 2005
2. C.Raiborn, J.Barfield, M.Kinney: *Managerial Accounting*, West Publishing Company, Minneapolis, 1993
3. James A. Brimson: "Improvement and Elimination of Non-Value-Aded Costs", *Journal of Cost Management for the Manufacturing Industry*, Summer, 1988

25) John Darlington, John Innes, Falconer Mitchell and John Woodward: "Throughput Accounting: the Garrett Automotive Experience", *Management Accounting UK*, April 1992, pp. 32-38

4. Callie Berliner and James A. Brimson: *Cost Management for Today's Advanced Manufacturing: The CAM-I Conceptual Design*, Harvard Business School Press, Boston, 1988
5. Robert A. Howell and Stephen R. Soucy: "Operating Controls in the New Manufacturing Environment", *Management Accounting*, October 1987
6. Jack M. Rull: "The Theory of Constraints Within A Cost Management Framework", *Journal of Cost Management*, November/December, 1997
7. Barry J. Brinker: *Cost Management*, Warren Gorham & Lamont, New York 1995
8. R. Steven Player and David E. Keys: "Lessons from the ABM Battlefield: Getting Off to the Right Start", *Journal of Cost Management*, Spring 1995
9. John Darlington, John Innes, Falconer Mitchell and John Woodward: "Throughput Accounting: the Garrett Automotive Experience", *Management Accounting UK*, April 1992
10. Robert J. Campbell: "Stealing Time with ABC or TOC", *Management Accounting*, January 1995
11. By Sidney J. Baxendale, Mahesh Gupta: "TOC & ABC", *Management Accounting*, April 1998
12. Jay S. Holmen: "ABC and TOC: It's A Matter of Time", *Management Accounting*, January 1995
13. Charlene Spoede, Emerson O. Henke and Mike Umble: "Using Activity Analysis to Locate Profitability Drivers", *Management Accounting*, May 1994
14. Michael R. Ostrega: "Activities: The Focal Point of Total Cost Management", *Management Accounting*, February, 1990.
15. Благоје Новићевић, Љ. Антић: *Управљачко рачуноводство*, Економски факултет Ниш, 2009.
16. Ch. T. Horngren, G. Foster, S.M. Datar: *Основе трошковног рачуноводства – управљачки аспект* (превод са енглеског), Удружење рачуновођа и ревизора ФБиХ, Удруга рачуновођа и финансијских дјелатника Херцег Босне, Сарајево 2002.

др Мирослав
ТОДОРОВИЋ*

Теорија хијерархијског редоследа – теорија или антитеорија структуре капитала

Резиме

Основни закључак теорије хијерархијског редоследа је да међу изворима финансирања постоји унапред дефинисана хијерархија и да их предузећа користе пратећи тај њихов дефинисани хијерархијски редослед. Исплативе инвестиционе пројекте предузећа финансирају најпре из интерног (сопственог) капитала, а уколико интерни капитал није довољан за задовољење инвестиционих потреба менаџери ће финансирање обезбедити привлачењем дугова. Само изузетно менаџери ће користити емисију обичних акција као начин за привлачење капитала.

Какав је утицај структуре капитала на вредност предузећа није питање којим се бави ова теорија. Предузећа не трагају за неком посебном структуром капитала, па ни оптималном, а затечена структура капитала у неком предузећу је, једноставно, кумулативни ефекат раније донетих појединачних финансијских одлука о привлачењу капитала. Односом ове теорије и других теорија структуре капитала бавимо се у првом делу рада. У средишњем делу написа детаљно ћемо представити теорију хијерархијског редоследа, а добре и лоше стране ове теорије критички ћемо оцијенити у завршници овога рада.

Кључне речи: теорија хијерархијског редоследа, структура капитала, теорије структуре капитала, информациона асиметрија, капацитети задуживања, интерни капитал, дивидендна политика дивиденди, теорија статичког компромиса

Увод

Кључна тема теорија структура капитала је питање да ли начин финансирања и резултирајућа структура капитала предузећа утичу на његову тржишну вредност. Уколико структура капитала утиче на вредност предузећа на који начин утиче? Коначно, да ли постоји некаква мешавина дуга и сопственог капитала уз коју предузеће, *ceritis pari-*

bus, може максимирати своју тржишну вредност – оптимална структура капитала?

Теорија хијерархијског редоследа не покушава да пружи одговор на постављена питања; она не настоји да открије структуру капитала којом би предузеће максимирало тржишну вредност, шта више она се ни не пита да ли структура капитала утиче на вредност предузећа.

*) Доцент на Економском факултету Универзитета у Београду

Да ли је, стога, теорија хијерархијског редоследа теорија структуре капитала?

Основни закључак теорије хијерархијског редоследа или теорије хијерархијског поретка је да међу изворима финансирања постоји унапред дефинисана хијерархија - поредак и да предузећа користе изворе финансирања пратећи тај њихов дефинисани хијерархијски редослед. Структура капитала није оно што предузећа треба и настоје да оптимизују, она је једноставно производ раније донетих одлука о привлачењу капитала из извора по њиховом хијерархијском редоследу.

Како би се исправно размотрили закључци и донети ове теорије, потребно је сагледати алтернативне теорије структуре капитала које су јој историјски претходиле. Елаборација других теорија захтева доста простора, будући да теорије структуре капитала представљају једно од најистраживанијих, ако не и најистраживаније поље у области финансија уопште. Стога ће у овом раду бити представљени само основни закључци тих теорија.

1. Друге теорије структуре капитала

У свом револуционарном чланку из 1958. године¹ Modigliani и Miller (у наставку ММ) показују да је вредност предузећа независна од структуре капитала предузећа, односно да је структура капитала ирелевантна за вредност предузећа. Тржиште капитализује предузеће као целину и као резултат однос дуга и сопственог капитала је небитан. Вредност предузећа је одређена висином и ризиком новчаних токова (нето пословног добитка у оригиналној верзији) које ће средства предузећа одбацивати, а који зависе искључиво од пословних и инвестиционих, не и од финансијских одлука предузећа. Финансијске одлуке предузећа су ништа више него „начин препакивања“ остварених новчаних токова у циљу њихове дистрибуције инвеститорима. Увођењем „јефтинијих“ дугова у структуру капитала предузеће не може оборити своју просечну цену капитала с обзиром на то да раст leverage-а повећава ризик остварења приноса од стране акционара, што ће повећати и захтевану стопу приноса од стране акционара за износ премије за финансијски ризик. Дакле, ефекти већег

коришћења јефтинијих дугова се у потпуности потиру растом цене сопственог капитала што држи просечну цену капитала непромењеном за ма који ниво задужености. Константна просечна цена капитала преводи се у константну тржишну вредност предузећа на сваком нивоу дуга. Наведени закључци ММ модела важе у *теоријском свету* у коме је уз, строге претпоставке, модел и развијен².

Иако је ММ теорија структуре капитала била предмет оштрих критика, добре стране ММ теорије структуре капитала проналазимо тамо где се најмање надамо. Прво, она даје мотивацију да се истраже разлози због којих начин финансирања није небитан по вредност предузећа. Осим тога, она истиче значај паметних инвестиционих одлука, које су, и код Модилјанија и Милера, битне за вредност предузећа. Могли бисмо рећи да они истичу да се предузеће које инвестира у лоше пројекте не може надати да ће тако уништено вредност надокнадити доношењем супериорних одлука о финансирању. На другој стани, предузеће које инвестира у супериорне пројекте моћи ће да креира вредност чак иако користи погрешну структуру капитала.

Увођењем пореза на добитак у модел ММ (1963) драматично мењају закључке у односу на оригиналну верзију њихове теорије структуре капитала. Будући да су камате као трошак финансирања из дугова признате као расход за пореске сврхе, предузеће ће са растом учешћа дугова у структури капитала редуковати порез на добитак, односно повећавати преостале новчане токове за инвеститоре за износ пореских уштеда на каматним плаћањима. Овакви порески одбици узрокују да вредност предузећа константно расте са растом leverage-а за износ њихове капитализоване вредности. Пошто сваки додатни динар дуга доноси пореске уштеде на каматним плаћањима, оне константно обарају и цену капитала предузећа, поред тога што акционари пенализују предузеће захтевањем већих стопа приноса. Закључак пореске верзије ММ теорије структуре капитала је, стога, да користи супституције дивидендних плаћања, која нису призната као расход за пореске сврхе, каматним плаћањима, при-

1) Сматра се да је њихов рад „Цена капитала, корпоративне финансије и теорија инвестиција“ („*The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*“, *American Economic Review* 48) представљао камен темељац модерне теорије пословних финансија и први покушај примене ригорозне економске анализе на процес финансијског одлучивања предузећа.

2) Тзв. традиционална теорија структуре капитала представља превише поједностављено, искривљено и превазиђено виђење ове проблематике те ради уштеде у простору она неће бити предмет разматрања у овом раду.

натим као расход за пореске сврхе, чине да оптимална структура капитала којом се минимизује цена капитала предузећа и максимизује његова вредност буде она у којој је учешће дугова 100%³.

ММ поставка о структури капитала, базирана на претпоставци да је дистрибуција вероватноће новчаних токова предузећа независна од структуре капитала, уздрмана је још једним моментом – трошковима стечаја, односно трошковима финансијских неприлика⁴. Попут пореских ефеката, растом степена задужености и трошкови финансијских неприлика све јаче утичу на новчане токове предузећа.

Коришћење дугова може резултирати крупним губицима вредности предузећа у процесу стечаја, али и умањити његове редовне годишње новчане токове, односно пословни добитак. Увођењем трошкова финансијских неприлика, ММ теорија структуре капитала је допуњена и даље развијена, што има за резултат данас доминантну теоријску поставку о структури капитала - теорију статичког компромиса (енгл. *static trade-off theory*)⁵. Сходно теорији статичког компромиса предузећа настоје да ниво дугова одржавају релативно непроменљивим у односу на унапред одређену тачку статичког оптимума која представља компромис или баланс између пропуштених пореских уштеда, са једне стране и трошкова финансијских неприлика, са друге стране.

Растом степена задужености вредност предузећа расте за износ садашње вредности очекиваних каматних пореских уштеда (користи од дугова) и истовремено опада за садашњу вредност очекиваних трошкова финансијских неприлика (штете од дугова)⁶. На ниском нивоу дугова вероватноћа финансијских неприлика је мала, те растом задужености користи од дугова превазилазе штету коју доносе дугови. Последњи додати

динар дуга који ће увести структуру капитала у оптимум доноси маргиналне пореске уштеде једнаке маргиналним трошковима финансијских неприлика које производи. Даље задуживање произвешће веће штете од користи дугова и оборити вредност предузећа. Предузећа, дакле, треба да се задужују све док додатни динар дуга доноси више користи од штете, односно мање од динара потенцијалних трошкова финансијских неприлика.

Предузећа са високим и стабилним добитком биће више задужена, јер могу користити каматну пореску заштиту без бојазни од финансијских неприлика. Велика предузећа су више диверзификована и имају мањи ризик од финансијских неприлика; зато ће и она бити више задужена. Теорија статичког компромиса предвиђа и негативну релацију између рачна дуга и раста, будући да растућа предузећа имају високе трошкове финансијских неприлика, односно више губе на вредности када упадну у финансијске неприлике. Осим код предузећа са високим растом ниво задужености биће низак због високих трошкова финансијских неприлика и код предузећа са већим пословним ризиком (нестабилнијим пословним добитком) и предузећа чији велики део вредности чине нематеријална средства, високо специјализована средства и средства која немају активна тржишта.

2. Теорија хијерархијског редоследа

Као што на то и назив ове теорије указује, она заступа став да предузећа привлаче изворе финансирања према њиховом унапред одређеном хијерархијском редоследу (енгл. *pecking order*)⁷. За разлику од осталих теорија структуре капитала, при развијању теорије хијерархијског редоследа не користе се никакве строге формалне претпоставке које теоријски свет у коме су

- 3) Даља разрада ММ поставке (Miller, 1977) водила је увођењу пореза на приходе акционара и поверилаца – камате, дивиденде и капиталне добитке. Увођење ових пореза није значајније променило поставку да коришћењем дугова предузеће може повећати вредност за износ који је директно сразмеран учешћу дугова у структури капитала, додуше сада у зависности од односа стопа по којима се опорезују како корпорације тако и њихови инвеститори. Само у посебном случају констелација ових стопа може учинити употребу дугова, поново, индиферентним за вредност предузећа.
- 4) Финансијске неприлике означавају ситуацију у којој се обавезе према повериоцима не могу задовољити или се задовољавају уз тешкоће. Поред трошкова стечаја, трошкови финансијских неприлика укључују и индиректне губитке вредности због погоршања односа са свим кључним интересним групама (губици услед отказивања порудбина од стране купаца, губици услед погоршања кредитних услова или одбијања кредитирања од стране добављача, губици услед смањене продуктивности запослених...).
- 5) Њени представници су нпр. Kraus и Litzenberger (1973) и Bradley, Jarrell и Kim (1984).
- 6) У проширеној верзији теорије корист од дугова представља и редукција конвенционалних агенцијских трошкова на релацији акционари – менаџери, а повећање агенцијских трошкова дугова на релацији акционари – повериоци штету од дугова.
- 7) *Pecking order* је израз којим се описује хијерархијски поредак у организацији животиња, првенствено кокошака. Он би се могао буквално превести као *редослед кљуцања*. У јату кокошака јасно се зна која кокошка је доминантна и може слободно да кљуцне све друге кокошке у јату. Прва следећа може слободно да кљуцне све остале, али не и доминантну и тако редом, све до најслабије која не сме да кљуцне ниједну другу. Иако суров, систем уређења односа који почива на хијерархији и доминацији спречава расипање непотребне енергије на разрешење конфликта у бројним свакодневним ситуацијама (у кокошијем свету свакако при подели хране).

конструисане значајно удаљавају од реалног света у коме предузећа послују⁸. Теорија хијерархијског редоследа разматра предузећа у реалној пословној пракси. Почетни налаз који проистиче из таквог посматрања је да се предузећа понашају другачије од онога на шта данас указује преовлађујућа теорија структуре капитала – теорија статичког компромиса. Уместо да обезбеђују капитал за финансирање нових инвестиција водећи рачуна о статичком оптималном рацију задужености, менаџери финансирају нове инвестиције из „интерног капитала“ и, ако је неопходно, из дугова. Само изузетно они ће посегнути за екстерним сопственим капиталом, када верују да је ниво задужености превише висок или да су, у односу на очекивани ниво или/и ризик будућих новчаних токова, капацитети задуживања (енгл. *borrowing capacity*) потрошени (Healy, Paley, 1998). Због чега се предузећа понашају на овај начин, да ли постоје додатни детаљи и законитости које условљавају или боље описују ово понашање питања су на која треба одговорити теоријом хијерархијског редоследа. Да ли се оваквим редоследом у изабраним изворима финансирања предузећа приближавају или удаљавају од оптималне структуре капитала и да ли она уопште постоји нису питања која разматра ова теорија.

2.1. Кључни концепти и градивни елементи теорије хијерархијског редоследа

Три су концепта, у најмању руку, била битна за развој, а данас за исправно разумевање теорије хијерархијског редоследа: интерни капитал, капацитет задуживања и теорија сигнализирања.

Интерни капитал. При одвијању уобичајеног пословног процеса предузеће чини издавања готовине за исплату добављача по основу обавеза за набављене сировине, материјал, енергију, услуге, исплату бруто зарада запосленима и сл. Предузеће има и унапред детерминисана потребна издавања за сервисирање раније узетих дугова, по основу камате и отплате. Међутим, осим што троши, пословни процес (пословна активност) и генерише готовину, у првом реду по основу наплате потраживања од купаца за испоручене производе и извршене услуге. Уколико предузеће има уходану тржишну позицију, профитабилне производе и услуге и

добру контролу над трошковима пословања, примања готовине из пословне активности биће довољна да обезбеде неопходна издавања у пословној активности и издавања у финансијској активности по основу сервисирања дугова. Сваки вишак готовине предузеће може дистрибуирати акционарима, било кроз дивиденде или кроз откупе акција. Наравно таква потрошња вишкова готовине ће умањити расположиви интерни капитал за финансирање инвестиционих пројеката предузећа. Интерни капитал, дакле, представљају вишкови готовине, након сервисирања дугова, који су генерисани у пословном процесу, а нису дистрибуирани акционарима кроз дивиденде или трансакције откупа акција. Уз остале непромењене услове, профитабилнија предузећа ће располагати већим интерним капиталом од мање профитабилних предузећа. У поједностављеној верзији теорије нераспоређени добитак може представљати адекватну замену за компликовани појам интерног капитала.

Капацитет задуживања. Капацитет задуживања се у литератури тумачи на различите начине. По нечијем мишљењу он се ограничава на максимални износ дуга који би предузеће могло да има на основу вредности средстава које може да положи као колатерал, а по алтернативном тумачењу се везује за максимални износ дугова који предузеће може да ангажује, а да се не суочи са озбиљним трошковима финансијских неприлика. Код трећег помирујућег тумачења капацитет задуживања представља не само износ дугова који предузеће *може* да има, већ износ дугова који предузеће *треба* да има. Оно уважава чињеницу да је у пословној пракси могућност задуживања одређена првенствено не жељама менаџера или теоријским ставовима о оптималном нивоу дуга већ проценама поверилаца о сигурности улагања и могућношћу дужника да заложити средства за преузете дугове, али и другим важним карактеристикама које чине да нека предузећа имају веће капацитете задуживања од других. Капацитети задуживања су, разумљиво, највећи код корпорација које имају већи део вредности у материјалним средствима подесним за залагање, а средства су подесна ако за њих постоји активно тржиште и ако нису подложна застаревању. Битну карактеристику представља и зрелост предузећа. Уколико вредност предузећа потиче у великој мери од средстава која су већ у

8) ММ теорије структуре капитала ослањају се на читав низ претпоставки: о функционисању финансијских тржишта (савршена, без трансакционих трошкова, са бесплатним и свима доступним информацијама и сл.), инвеститорима (рационални, способни да групишу предузећа у одговарајуће класе ризика, уоче арбитражне прилике и сл.) и другим институционалним околностима (да ли постоји порез на добитак и приходе од инвестиција у хартије од вредности или не, по којим каматним стопама се инвеститори могу задуживати и др.).

функцији, оно ће вероватно имати веће капацитете задуживања него предузеће чија вредност зависи од будућих инвестиционих прилика; капацитети задуживања код другог предузећа биће ниски из разлога што привлачење нових дугова може смањити вероватноћу да ће предузеће успети да изведе дате инвестиције. Поред висине потенцијалних трошкова финансијских неприлика, битна карактеристика која дефинише капацитет задуживања су и агенцијски трошкови дугова. Уколико је њихов износ висок, капацитети задуживања биће мањи. На крају, ту је, рецимо, и порески статус. Предузећа која већ имају високу пореску заштиту у поређењу са приходима које остварују, имаће мале пореске користи од додатних дугова, односно релативно мале практичне капацитете задуживања.

Теорија сигнализирања. Према теорији сигнализирања, у ситуацији у којој су инсајдери у предузећу боље информисани о пословној перспективи и правој вредности предузећа од спољних инвеститора – ситуација информационе асиметрије – промене финансијске политике се могу користити као начин за одашиљање сигнала према инвеститорима и тржиштима⁹. Промене финансијске политике могу водити промени перцепције тржишта у вези са очекиваним будућим добицима и променити вредност предузећа. Тако нпр. пошто се задуживањем може довести у питање опстанак предузећа и радних места менаџера, инвеститори ће задуживање увек тумачити као сигнал сигурности менаџера у пословну перспективу предузећа и високе будуће новчане токове. Повећање задужености, стога, резултира растом цена акција и вредности предузећа тј. позитивним информационим ефектима. Привлачење дугова сигнализира повећани оптимизам менаџера и „чита се“ на тржиштима као добра вест. Друга „законитост“ је да менаџери, уколико раде у интересу акционара, неће емитовати акције у време када су исте потцењене, већ само када су оне прецењене. Познајући ову законитост инвеститори интерпретирају сваку емисију акција као сигнал да су исте прецењене и, заузврат, редукују износ који су спремни да плате за њих. Дакле, инвеститори примају емисију акција као лошу вест, ревидирају процену вредности акција наниже, због чега она производи негативне информационе ефекте. У емисији акција инвеститори виде и читају поруку: „Дођи да поделимо губитке заједно“. Са

друге стране они знају да ако се очекују високи будући новчани токови, менаџери и постојећи акционари неће емитовати акције како би те благодети сачували за себе. Велики број емпиријских истраживања доказује поставку теорије сигнализирања откривајући велике падове цена акција на најаву емисија нових кола акција и скокове цена акција на најаве додатног задуживања.

Екстерни инвеститори су свесни чињенице да поседују мањи сет информација од сета који поседују инсајдери. Што је оваква информационо асиметрија више изражена инвеститори ће за екстерно привучени капитал: захтевати већу стопу приноса (цена капитала ће бити већа) или бити спремни да дају мањи износ капитала. Са друге стране, казна, ни у смислу цене, ни у смислу квантитета, не постоји код интерног капитала. Интензитет информационе асиметрије и, самим тим, интензитет информационих ефеката је примарно одређен: величином предузећа (асиметрија је јача код мањих предузећа), животном фазом у развоју предузећа (млада предузећа имају интензивнију информациону асиметрију) и квалитетом корпоративног управљања (асиметрија је израженија код предузећа са лошим корпоративним управљањем).

2.2. Кључни закључци теорије хијерархијског редоследа

Полазећи од идејне основе представљене у претходним параграфима Myers (1984, 1998), у време дубоке укорењености теорије статичког компромиса, конструише своју теорију структуре капитала – теорију хијерархијског поретка. Претпостављајући да је дивидендна политика осмишљена тако да се повинује дугорочним приликама раста и расположивим инвестиционим приликама, те да је, стога, у кратком року непроменљива, у оквиру теорије се тврди¹⁰ да ће предузећа:

- 1) преферирати интерне у односу на екстерне изворе финансирања,
- 2) након црпљења интерних извора финансирања, привлачити екстерни капитал користећи најпре најмање ризичне изворе – дугове;
- 3) уколико желе више капитала, након конвенционалних дугова (осигураних и најјеф-

9) Након преношења (ранијих) инсајдерских информација, смањиће се јаз у информисаности између инсајдера и спољних инвеститора. Инвеститори увек једнозначно тумаче пословне потезе предузећа (и упућене сигнале) при чему проверавају и кредибилност сигнала.

10) Теорија ће бити представљена у развијеној и модернизованој верзији.

тинијих) тежити привлачењу ризичнијих дугова (нпр. емисијом „junk“ обвезница), потом емисији конвертибилних хартија и квази сопственог капитала (вараната), а када се сви капацитети задуживања искористе, емисији преференцијалних акција, и

- 4) на крају, као последње уточиште, емитовати обичне акције.

Оваква поставка заслужује, свакако, дубљу разраду. Различита предузећа располажу различитим износима интерног капитала, али и различитим инвестиционим потребама, које су по правилу највеће код младих предузећа у фази раста. Расположиви интерни капитал за финансирање инвестиционих пројеката може се увећати одрицањем акционара од дела дивиденди. Ако су дугорочне инвестиционе прилике посебно профитабилне, акционари ће се у целини одрећи од дивиденди¹¹. Међутим, некада ће и тако увећани интерни капитал бити недовољан за финансирање рентабилних инвестиционих пројеката, те ће предузеће морати да финансира дефицит привлачењем екстерног капитала. За задати интерни капитал, дакле, потреба за привлачењем екстерног капитала дефинисана је укупним износом исплативих инвестиционих пројеката предузећа. У корпорацијама у којима је интерни капитал обилан, а исплативе инвестиционе прилике релативно оскудне неће долазити до привлачења екстерног капитала и резултирајућих промена структуре капитала предузећа.

Као што је у хијерархији извора финансирања интерни капитал доминантан над екстерним капиталом, када предузеће мора да капитал привлачи из екстерних извора за Myers са нема дилеме да ће предузеће најпре покушати да га обезбеди из дугова. Износ задуживања је, очекивано, одређен разликом износа исплативих инвестиционих околности и интерног капитала. Само уколико је ова разлика тако велика да се не може попунити из дугова, предузеће ће ићи даље по хијерархијској листи извора финансирања, да би на крају, у случају посебно високог финансијског дефицита, било принуђено да емитује обичне акције.

Улога асиметричне информисаности и сигнализирања у овој теорији је очигледна. Коришћење интерног капитала не захтева емисију нових хартија од вредности те, стога, није под утицајем проблема асиметричне информисаности. Због

овога ће интерни извори увек имати предност у односу на екстерне изворе финансирања. На значај интерног капитала указује и чињеница да се рецимо у корпорацијама у САД више од 3/4 инвестиционих (капиталних) издавања обезбеђује из интерних фондова (Lamont, 1997).

Ако предузеће капитал привлачи из дугова, моћи ће да избегне негативне информационе ефекте. Пошто представљају сениорска права на новчане токове предузећа, обвезнице су мање сензитивне на промене у перспективи предузећа, односно дугови нису под тако јаким утицајем проблема асиметричних информација. Обичне акције су значајно ризичнији извор финансирања, са израженијим проблемом асиметричне информисаности, будући да при свакој новој емисији акција инвеститори ригорозно преиспитују цену акција у односу на пословну перспективу и вредност средстава предузећа. С обзиром на то да инвеститори знају да менаџери емитују акције само када верују да су прецењене, они неће пристати да плате „пуну цену“ за акције, већ ће бити спремни да их купе само уз дисконт. То значи да ће, уколико раде у интересу акционара, менаџери одустати од емисије акција и најпре покушати да потребни капитал обезбеде из дуговних извора¹². На другој страни, уколико раде у интересу акционара, менаџери неће емитовати акције у ситуацији када верују да су исте потцењене, већ ће неопходни капитал, поново, прибавити из дугова. Дакле, менаџмент ће увек прво привлачити дуговни капитал. Емисија акција је последње уточиште и постаје могућа само када је ниво задужености предузећа толико висок да су капацитети задуживања потрошени, што, услед опасности од финансијских неприлика, додатне дугове чини материјално скупим.

Трансакциони трошкови везани за обезбеђивање извора финансирања додатно појачавају хијерархију међу њима, будући да делују на исти начин као и информациони ефекти. Коришћење интерног капитала не производи никакве трансакционе трошкове, док код привлачења дугова они нису занемарљиви. Трансакциони трошкови код емисије обвезница могу значајно умањити ефективне приливе од емисије обвезница у односу на њихову продајну цену и тако увећати цену дуга. Трансакциони трошкови код емисије обичних акција су по правилу материјално значајни (код малих емисија некада већи и од 20% од постигнуте тржишне цене), што

11) Наглашавамо да се предвиђа да ће предузећа приступати промени дивидендне политике само уколико се очекују дугорочне промене инвестиционих потреба, а не на бази упоређивања износа текуће расположивог интерног капитала и текућих инвестиционих издатака. Дакле, предузећа не воде политику резидуалних дивиденди.

12) Алтернатива је да менаџери пропусте профитабилне инвестиционе прилике.

значајно подиже ефективну цену акцијског капитала.

Важну улогу у Myers-овој теорији игра и финансијска флексибилност, односно финансијске резерве предузећа, које чине некоришћени капацитети задуживања и вишкови готовине, као и хартије од вредности и реална средства која се могу брзо продати. Имајући у виду да се у савременим условима пословања неретко могу отворити високо профитабилне инвестиционе прилике које се морају брзо искористити, предузећа често не троше капацитете задуживања до краја како би их искористила у оваквим приликама. Уколико се предузеће већ високо задужило, што отежава привлачење нових дугова, а у ситуацији када се нове акције могу емитовати само уз значајне дисконте (и са дугим припремним периодима), резерве готовине, хартија од вредности и реалних средстава која се могу брзо продати, такође одају бригу менаџера да не пропусте добре инвестиционе прилике. Резерве готовине и хартија од вредности практично чине део интерног капитала и предузеће их може утрошити како би обезбедило финансирање рентабилних инвестиционих прилика, а избегло екстерно привлачење капитала.

Осигурани дугови и обичне акције представљају два екстрема на хијерархијској листи екстерних извора финансирања. Сви остали облици екстерног капитала – неосигурани и субординирани (и ризични) дугови, конвертибилне обвезнице, обвезнице са варантима, преференцијалне акције – по својим карактеристикама (информационим ефектима и трансакционим трошковима) налазе се између ова два екстрема. Када као колатерал дугова искористи сву имовину подесну за залагање и потроши конвенционалне капацитете задуживања, предузеће може рачунати да ће неки повериоци бити спремни да дају капитал и без експлицитног осигурања. Дугови без колатерала су неосигурани, односно „осигурани“ само новчаним токовима које ће предузеће створити у будућности и по правилу имају значајно већу цену од осигураних дугова. Неосигураним дуговима предузеће може додати варанте, у нади да ће их учинити привлачнијим за инвеститоре или, алтернативно, емитовати конвертибилне обвезнице. Иако је цена оваквих дугова номинално (и наизглед) нижа од цене чистих дугова, њихова ефективна цена је значајно виша, будући да исти представљају квази сопствени капитал, односно одложену емисију

обичних акција. Емисија преференцијалних акција представља заправо последњи покушај избегавања емисије обичних акција.

Закључимо представљање теорије хијерархијског редоследа запажањима: 1) да је износ капитала који ће се привући из сваког извора - хијерархијског нивоа детерминисан разликом инвестиционих потреба и интерног капитала и износа капитала који се може привући из претходног хијерархијског нивоа, 2) да затечена структура капитала предузећа представља заправо кумулативни ефекат раније донетих појединачних финансијских одлука о привлачењу капитала. Високо задужена предузећа ће бити предузећа која имају: 1) ниску профитабилност, 2) високе инвестиционе потребе (висок раст) и уз то 3) високе капацитете задуживања. Теорија предвиђа да када инвестиције надмашују интерни капитал дуг расте, а интерни капитал надмашује инвестиције, дуг се смањује. Предузећа са ниским капацитетима задуживања биће принуђена да финансијске дефиците финансирају привлачењем акцијског капитала. Високо профитабилна предузећа са ниским инвестиционим потребама вршиће високе исплате дивиденди, док ће предузећа са великим текућим и очекиваним инвестиционим потребама имати ниска рација плаћања дивиденде.

3. Критичка оцена теорије хијерархијског редоследа

У покушају да се критички оцени ова теорија структуре капитала, размотрићемо њене добре и лоше стране. Добра страна теорије састоји се у њеној приближености збивањима у пословној пракси (и удаљености од строгих теоријских претпоставки). За разлику од других теорија, она прави јасну разлику између интерног и екстерног капитала. Она објашњава и зашто су емисије акција тако ретке у поређењу са привлачењем дугова¹³. Менаџерима се указује на то да не треба да се труде да некаквом оптимизацијом структуре капитала креирају вредност, будући да оптимална структура капитала највероватније не постоји.

За разлику од теорије статичког компромиса према којој се предузећа придржавају тачке статичког оптимума, ова теорија подразумева да се рацио задужености предузећа може померати релативно често и са релативно високим амплитудама, а у складу са динамиком исцрпљивања извора према детерминисаном хијерархијском

13) Још 1961. Donaldson, кога неки сматрају за зачетника теорије хијерархијског поретка, примећује да нека предузећа нису имала ни једну емисију акција у последњих 20 година и да не планирају ништа слично ни у блиској будућности.

поретку. Теорија сугерише да се leverage мења када постоји несклад између расположивог интерног капитала и инвестиционих потреба. То значи да ће предузећа са високом профитабилношћу и ограниченим инвестиционим могућностима имати низак степен задужености. Са друге стране, предузећа са ниском профитабилношћу и просечним или добрим инвестиционим могућностима мораће да се задуже да би финансирала инвестиционе подухвате. Веза профитабилности и задужености коју нуди ова теорија потврђена је збивањима из пословне праксе и емпиријским истраживањима (нпр. Fama, French, 2002), за разлику од теорије статичког компромиса. Подсетимо се да теорија статичког компромиса стоји на становишту да би због највећих потенцијалних пореских уштеда и најмање вероватноће финансијских неприлика најпрофитабилнија предузећа требало да буду најзадуженија. Теорија хијерархијског редоследа је у стању да објасни пад цена акција и вредности предузећа и у оним случајевима када се новим емисијама акција рацио задужености обара у смеру статичког оптималног рациа, што представља необјашњиву контрадикцију у контексту теорије статичког компромиса. Према теорији хијерархијског редоследа то се дешава због негативних информационих ефеката.

Лошу страну ове теорије представља чињеница да, иако је у већој мери приближена пословној пракси, ни ова теорија не подржава у потпуности збивања у реалности. Као контра-примери могу се навести бројна предузећа која емитују акције, иако би могла да емитују обвезнице. И емпиријски се, такође, доказује (нпр. Frank и Goyal, 2003) да при избору извора финансирања предузећа не следе предложену хијерархијску листу. Иако приближена пословној пракси ни ова теорија не разматра утицај тржишног тајминга на обликовање структуре капитала мада је евидентно да менаџери често темпирају привлачење капитала са оног тржишта на коме је ситуација повољна. Тако ће нпр. ако су каматне стопе ниске менаџери привлачити јефтине дугове, док ће ако је ситуација на тржишту акција посебно повољна и цена акција висока настојати да капитал привуку из емисије акција. Они ће тако поступати чак иако им у том тренутку нису потребна средства за инвестирање; уколико је ситуација неповољна на оба тржишта одложиће финансирање. С обзиром на то да се привлачење екстерног капитала дешава када су интерни фондови ниски у односу на инвестиционе потребе, нејасно је колико дуг период у будућности треба да размотри предузеће када сагледава те инвестиционе потребе. Сагледавање

инвестиционих потреба за дужи временски интервал не само да ће повећати процену износа капитала који треба привући, него и утицати на његову структуру. Недостатак теорије представља и нејасна дефиниција за ову теорију веома важног концепта капацитета задуживања. У вези са тим, нејасна је и веза задужености са величином предузећа и материјалношћу његових средстава предузећа. Велика предузећа и предузећа која имају гро вредности у материјалним средствима требало би да имају веће капацитете задуживања и да више користе дугове, али ће имати и слабије изражену информациону асиметрију те ће моћи да лакше привлаче акцијски капитал.

У својој развијеној форми теорија статичког компромиса успева да интегрише и релевантне агенцијске трошкове, што није случај са теоријом хијерархијског редоследа. Како агенцијски трошкови утичу на избор између дугова и сопственог капитала теорија хијерархијског редоследа не открива. Ипак став да менаџери, како би се заштитили од екстерног мониторинга који намеће финансирање из екстерног капитала, више воле финансирање из интерног капитала уграђен је и у теорију хијерархијског редоследа. Недостатак ове теорије је и тај што не разматра експлицитно утицаје очигледних пореских ефеката дугова, трошкова финансијских неприлика и фактора структуре власништва на финансијске изборе предузећа. У мери у којој промене структуре капитала могу утицати на промене наведених варијабли, ова теорија потцењује могућност креирања вредности променама структуре капитала, односно не пружа одговор о коначном утицају структуре капитала на вредност предузећа. Штавише, везу структуре капитала и вредности предузећа ова теорија и не разматра, те се оправдано може поставити питање како је уопште доспела у породицу теорија структуре капитала. Апстрахујући централно питање теорија структуре капитала теорија хијерархијског редоследа заправо доводи у питање смисаоност других теорија и представља својеврсну антитеорију теорија структуре капитала. „Прича о хијерархијском редоследу“ износи одређене ставове о највероватнијим финансијским политикама предузећа у циљу задовољења потреба за недостајућим финансијским средствима, али она није засебна, заокружена, теорија структуре капитала, како би рекли они који желе да омаловаже творца и поборнике теорије хијерархијског редоследа.

Закључак

Теорија хијерархијског редоследа дефинитивно баца ново светло на, рекло би се, прилично јалову педесетогодишњу дискусију о утицају одабране структуре капитала на вредност предузећа. Да ли је то теорија структуре капитала или не, или је пак антитеорија теорије структуре капитала, тешко је рећи. Исто тако је веома тешко поверовати да данашња предузећа приликом избора извора финансирања мере износе маргиналних пореских уштеда и маргиналних финансијских неприлика које ће такав избор донети, како то пропагира данас доминирајућа теорија структуре капитала - теорија статичког компромиса.

Теорија хијерархијског редоследа указује на то да менаџери преферирају интерни (сопствени) капитал у односу на екстерни капитал. Уколико интерни капитал није довољан за финансирање исплативих инвестиционих пројеката, менаџери ће преферирати емисију нових дугова наспрам привлачења капитала из емисије преференцијалних или обичних акција. Зашто у пословној пракси неки менаџери не поступају тако - због тога што још нису сазнали за теорију хијерархијског редоследа или због тога што теорија хијерархијског редоследа није исправна или није комплетна - показаће време.

Литература

1. B. Bagley, C.N., Ghosh, D.K., Yaari, U. (1998) „Pecking order as a Dynamic Leverage Theory“, *The European Journal of Finance* 4.
2. Bradley, M., Jarrell, G., Kim, E.H. (1984) „On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence“, *Journal of Finance* 39.
3. Damodaran A. (2003), *Corporate Finance – Theory and Practice*, 2nd ed., John Wiley & Sons
4. Fama E.F., French, K.R. (2002) „Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt“, *Review of Financial Studies* 15.
5. Frank M.Z., Goyal, V.K. (2003) *Capital Structure Decisions*, AFA 2004 San Diego Meetings, www.ssrn.com.
6. Haley, P., Palepu, K. (1998) „How Investors Interpret Changes in Corporate Financial Policy“, in Stern, J.M., Chew D.H. Jr., ed., *The Revolution in Corporate Finance*, Blackwell Publisher: 29-36.
7. Harris, M., Raviv, A. (1991) „The theory of capital structure“, *Journal of Finance* 46.
8. Kraus, A., Litzenberger, R. H. (1973), „A state-preference model of optimal financial leverage“, *Journal of Finance* 28.
9. Lamont, O. (1997) „Cash Flow and Investment: Evidence from Internal Capital Markets“, *Journal of Finance* 52 (1).
10. Miller, M. (1977) „Debt and Taxes“, *Journal of Finance* 32.
11. Myers C.S. (1984) „The Capital Structure Puzzle“, *Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3.
12. Myers C.S., Majluf, S.N. (1984) „Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have“, *Journal of Financial Economics* 13.
13. Myers, C. S. (1998) „The search for optimal capital structure/Still Searching for Optimal Capital Structure“, in Stern, J.M., Chew D.H. Jr., ed., *The Revolution in Corporate Finance*, Blackwell Publisher: 111-120/120-130.
14. Shyam-Sunder L., S.C. Myers, (1999) „Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure“, *Journal of Financial Economics* 51.

др Владан
ПАВЛОВИЋ*

Откуп сопствених акција - циљеви, методи и ефекти

Резиме

У данашњим условима финансијске кризе, откупљивање сопствених акција постаје поново изузетно актуелно питање и чини се по први пут изазива већу пажњу домаће јавности. У раду су објашњени мотиви стицања сопствених акција, методе које су компанијама на располагању и ефекти стицања сопствених акција. Поред англосаксонског и континенталног режима и праксе стицања сопствених акција, дат је осврт и на законску регулативу и праксу откупљивања сопствених акција у Србији.

Увод

У принципу, потенцијални мотиви и методе откупа сопствених акција, па тиме и ефекти њиховог стицања одређени су законским оквиром, који се разликује од земље до земље. У литератури се наилази на став да су у упоредном праву заступљена два система стицања сопствених акција. Први је систем англосаксонског права, који у принципу омогућава стицање сопствених акција без ограничења**. Други је систем континенталног права који стицање сопствених акција ограничава на износ од 10%*** до 33% ос-

новног капитала****. За разлику од англосаксонског права, где се не прописују основи стицања, континентално право прописује основе стицања+.

По правилу предвиђени основи стицања сопствених акција су++: (а) спречавања знатне штете по друштво, која може настати у случају наглог пада вредности акција на тржишту; спречавање преузимања акција од конкурената; преузимање акција од мањинских акционара који воде спор против одлуке скупштине друштва (нпр. о фузији или слично). При томе, захтева се да штета непосредно предстоји и да се разумно

*) Доцент на Megatrend Универзитету, Београд

**) Ограничење постоји у форми да друштво ипак не може откупити све обичне акције. Преференцијалне акције се могу откупљивати без ограничења, дакле могу се откупити све емитоване приоритетне акције.

***) Друга директива ЕУ прописује 10% основног капитала, уз одређене изузетке, као и Француски закон о трговачким друштвима (1996, 1978, и 2002 – Loi n. 2001-420, члан 217-3) и Хрватски закон о трговачким друштвима (*Narodne novine* 111/93. члан 233, ст.2). Према: Васиљевић, М., Коментар Закона о привредним друштвима, *Службени гласник*, Београд, 2006., стр. 445.

****) Осим бесплатног стицања и стицања по основу правног следбеништва, као и осим стицања у поступку принудног судског извршења, и најзад осим ако друштво располаже одговарајућим резервама које може користити за ове намене, када у принципу нема ограничења.

+) Ван којих је свако стицање ништавно.

++) Према: Васиљевић, М. Исто, стр. 446.

стекне своје акције како би предупредило настанак штете; и (б) ако акције треба да се понуде на откуп запосленима у самом друштву, другим заинтересованим лицима или повезаним друштвима⁶.

Наведеном треба додати да англосаксонско право у вези са регулисањем предметне материје није униформно. Уосталом, и у самим Сједињеним Америчким Државама, федералне јединице самостално дефинишу режим стицања сопствених акција, те постоје потпуно либерални, либералнији и конзервативнији режими стицања; да је режим либералног стицања сопствених акција у земљама континенталног права из расположивих, за то предвиђених, резерви релативно нов институт; као и да постоје земље у којима је стицање сопствених акција и даље подвргнуто веома строгом режиму. Као пример може се навести НР Кина у којој, сходно члану 143. Закона о привредним друштвима, друштво не може куповати сопствене акције⁷. Ипак, постоје одређени изузеци: а) смањење уписаног капитала друштва; б) спајање са другим друштвима која поседују акције матичног друштва; ц) ако се додељују запосленима, при чему акције морају бити пренете на запослене у року годину дана, а број акција које се купују не сме премашити 5% укупног броја акција издатих од стране предузећа⁸; д) уколико одлука генералне скупштине акционара о спајању (мерџеру) компанија и одлука о одвајању захтевају куповину акција. При томе, предузеће има обавезу да: а) у року од десет дана од дана куповине изврши поништавање; б) да у року од шест месеци од дана куповине изврши поништавање или пренос. Рестриктивност Закона огледа се и у томе што компанија не може да прихвати сопствене акције као предмет залог.

Разумевање англосаксонског права, које у начелу омогућава стицање акција без ограничења, могуће је тек након сагледавања англосаксонског пословног окружења, односно англосаксонског финансијског система. Англосаксонско окружење између осталог карактеришу ликвидно и развијено тржиште капитала, доминација дисперзованих акционара, веома развијено непријатељско преузимање и развијено радничко акционарство. За англосаксонске компаније, које

по правилу имају дефинисани циљ у виду максимизације тржишне (берзанске) вредности акција, откупљивање сопствених акција представља један од инструмената остваривања тог циља. Као кључни недостатак англосаксонског модела наводи се оријентисаност менаџмента ка доношењу одлука чија је последица максимизовање берзанске вредности акција, што имплицира одабир стратегија усмерене ка максимизовању резултата на кратак рок у односу на максимизацију резултата на дужи рок.

Континентално право је са друге стране дуго било рестриктивно у вези са стицањем сопствених акција. Рестриктивност је последица сагледавања значаја начела опрезности. Наиме, инсистирање на целовитости основног капитала, из чега и проистиче забрана или ограничење откупа сопствених акција, последица је сагледавања основног капитала као гарантне супстанце, односно супстанце која представља гаранцију повериоцима да ће се заштитити њихов интерес у друштву, тј. да ће друштво извршавати преузете обавезе. Наиме, откупљивање сопствених акција смањује капитал друштва, што има за последицу погоршање положаја ликвидности компаније. Куповина сопствених акција у условима пада перформанси компаније додатно погоршава перформансе компаније, што може да има за последицу фаворизовање акционара у односу на повериоце, уколико друштво услед неликвидности не може да измирује своје обавезе. Према томе, одржавање вредности основног капитала је један од важних института заштите поверилаца у компанијском праву. Због тога, компанија које намерава да смањи основни капитал мора о томе да обавести своје повериоце. „Сва права прописују одређени заштитни рок у коме акционари не могу тражити исплату акција по основу смањења основног капитала (тај рок тече од другог објављивања одлуке о смањењу основног капитала и по нашем закону траје у наредних 90 дана, када се морају исплатити доспела потраживања поверилаца или обезбедити потраживања поверилаца који немају обезбеђена потраживања)“⁹. Будући да умањење основног капитала може да фаворизује поједине акционаре на штету других, посебна пажња се поклања томе да се да приликом

6) Нпр. контролно друштво може откупити акције мањинских акционара у подређеним друштвима, дајући им акције контролног друштва или обрнуто: откупити акције мањинских акционара у контролном друштву и дати им акције које оно има у подређеним друштвима, или ове акције дати запосленима у зависним друштвима – *spin off*).

7) Закон о привредним друштвима од 27.10.2005.год. Одредбе о изменама и допунама Закона донете су 27. октобра 2005, а Закон је званично ступио на снагу 1. јануара 2006. године.
http://www.gov.cn/ziliao/flfg/2005-10/28/content_85478.htm

8) Средства коришћена за куповину акција морају проистичати из оствареног добитка након опорезивања.

9) Васиљевић, М. Исто, стр. 506-507.

умањења капитала обезбеди правичан третман свих акционара, те се по правилу откуп сопствених акција врши јавном понудом свим акционарима *pro-rata*. Сходно томе, и законодавац у Србији је забранио отвореним акционарским друштвима да стичу сопствене акције непосредним споразумом са акционарима и откупом на отвореном тржишту и предвидео стицање сопствених акција искључиво понудом свим акционарима *pro-rata*.

Континентално право куповину сопствених акција природно није могло да сагледа као потенцијалну инвестициону одлуку усмерену ка остваривању капиталних добитака, не само због општеприхваћености значаја начела опрезности, већ и због недовољне развијености тржишта капитала.

Међутим, последњих година, правна регулива ЕУ се у значајној мери приближила англосаксонској правној регулативи, те је и у земљама ЕУ значајно либерализован режим стицања сопствених акција. Примера ради, доношењем Закона о модернизацији економије (*La loi de modernisation de l'economie* - ЛМЕ од 04.09.2008) француским компанијама које се котирају на берзи (*Alterneht*) омогућено је да спроводе програме откупљивања сопствених акција. Многи су оцењивали да је доношење Закона веома важно, будући да је компанијама котираним на *Alterneht*-у омогућено да повећају ликвидност акција. У контексту будућих дешавања треба знати да се „ЕУ налази, између осталог, и на пољу компанијског права на великим размеђима, чија је заједничка одлика питање колико и којом динамиком трансплантирати у европски правни простор правне институте англосаксонског права, настале у другом окружењу и под другим околностима. Нема сумње да тржиште инвестиција (капитала и хартија од вредности) постаје све јединственије и да се, између осталог, компанијско право, берзанско право, право хартија од вредности, право конкуренције и стечајно право морају хармонизовати, како би служили развоју тржишта, а не били његови опоненти“¹⁰. ЕУ, свесна свих ограничења и ризика свог

тржишта и окружења, одлучна у намери да многе институте англосаксонског правног подручја инкорпорира у свој правни простор, пројектује тај правац промена кроз три брзине: на кратки рок, на средњи рок и на дуги рок¹¹.

1. Методе откупљивања сопствених акција

Компаније могу откупљивати сопствене акције на два начина, путем:

- 1.1. типичног откупа сопствених акција (*equity repurchase*), и
- 1.2. терминског откупа сопствених акција (*forward contract*).

1.1. Типичан откуп сопствених акција

Сам поступак откупа сопствених акција зависи од броја акција које друштво намерава да откупи и временског периода у коме друштво намерава да откупи акције. Будући да надлежна комисија¹² захтева од компанија да објаве све информације које могу утицати на цене акција, у шта спада и откуп сопствених акција, уколико компанија намерава да у краћем временском периоду откупи значајнији део акција¹³, откуп се извршава јавном понудом за откуп акција (*repurchase tender offer*). Формална понуда акционарима садржи по правилу фиксну цену по којој компанија откупљује акције, број акција које намерава да откупи и временски период у коме важи понуда за откуп. Brealey и Myers наводе да је понуђена цена обично око 20% изнад текуће тржишне цене¹⁴. Vernimmen наводи да се ова премија генерално креће између 5 и 15%¹⁵. Период откупа у САД обично траје од две до три недеље¹⁶. Србија је прихватила одредбе Друге директиве, те период откупа траје најдуже 18 месеци. Француски прописи омогућавају откуп и поништавање 10% акција на сваких 24 месеца. Уобичајено је при томе, да компаније задржавају право да повуку понуду, или продуже иницијални период важења откупа уколико се испостави да је слаба заинтересованост акционара да продају

10) Васиљевић, М. Исто, стр. 32-33.

11) *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, Brussels, Nov., 2002. Према: Васиљевић, М. Исто, стр. 32-33.

12) У САД је у питању Комисија за хартија од вредности- SEC.

13) Преко 10 %. Према: Damodaran, А., Исто. стр. 726

14) Према: Brealey, R., Myers, S. Исто, стр. 435

15) Vernimmen, P. (2005): *Finance d'entreprise*, 6^e edition par Pascal Quiry & Yann Le Fur. Paris: Dalloz., стр. 808.

16) Van Horne, J.C., Wachowicz J.M.. *Fundamentals of Financial Management* 12 ed., Pearson Education, Inc, New Jersey, 2005. Превод: : Data status Београд, 2007., стр. 486.

акције своје компаније. Уколико се деси да је заинтересованост акционара да продају акције већа од иницијалне јавне понуде, компанија може да откупи све понуђене акције, део вишка или само претходно утврђен број акција. Уобичајено је такође да за спровођење јавне понуде, компаније користе услуге инвестиционих банака. По правилу, трошкови трансакција су већи од оних који настају куповином акција на отвореном тржишту¹⁷.

Другу методу представља тзв. холандска аукција¹⁸ самосталне јавне понуде. Ова метода подразумева одређивање броја акција које компанија жели да откупи, одређујући при томе минималну и максималну висину коју је спремна да плати. Акционари се тада декларишу о броју акција које су вољни да продају и о минималној цени коју су вољни да прихвате у оквиру одређеног распона. Тада компанија одређује најнижу цену по којој може да откупи одређене акције и откупљује акције од акционара који су понудили утврђену цену и цену нижу од утврђене. Дакле, специфичност холандске аукције је да компанија не зна унапред откупну цену. Холандску аукцију по правилу чешће примењују веће компаније, те је у појединим годинама заступљенија од откупа по фиксним ценама¹⁹.

Са друге стране, у земљама у којима је допуштено, компаније које намеравају да откупе мали проценат акција, могу откуп да реализују откупом на отвореном тржишту (*open market repurchase*). Тада компанија наступа као било који други инвеститор, купујући акције преко брокера. Када предузеће откупљује акције на отвореном тржишту акције се откупљују по тржишној цени, дакле не нуди се премија која се подразумева приликом куповине јавном понудом, друго, откуп може трајати много дуже, што даје предузећу много већу слободу у одлучивању о броју акција које се желе откупити и времену трајања откупа. Дуг временски период стицања сопствених акција сматра се недостатком откупа на отвореном тржишту, што је посебно изражено уколико компанија намерава да откупи већи пакет акција. У англосаксонском

свету ово је и најчешћа метода стицања сопствених акција²⁰.

Следећа могућност је да компанија непосредно преговара са акционаром који поседује значајнији проценат акција. Откуп на основу непосредних (личних) преговора (*privately negotiated repurchases*) је најређе примењиван метод откупа, будући да се тешко проналази већински акционар који је вољан да прода све или већину акција компанији. Поред тога, откуп акција овом методом је често праћен злоупотребама менаџмента, који на овај начин покушавају да консолидују контролу над компанијом.

1.2. Термински откуп сопствених акција

Термински откуп сопствених акција представља термински уговор према коме се предузеће обавезује да откупи акције по фиксној цени. Будући да је реч о обавезујућем уговору, компанија мора откупити уговором дефинисани број сопствених акција по назначеној цени без обзира на вредност акција у том тренутку. Сматра се да је ефекат сигнализације извеснији када компанија термински откупљује сопствене акције. Као резултат тога, ефекти плана откупа сопствених акција на зараде по акцији и повезане мултипликаторе (као што је Р/Е) могу бити прецизнији утврђени²¹.

2. Мотиви стицања сопствених акција

Сопствене акције се могу стицати ради смањења основног капитала, и тада је реч о посебном стицању акција, или из било ког другог разлога, и тада је реч о општем стицању акција, при чему се те акције морају отуђити или поништити у законом предвиђеном року.²² Уколико не постоје законска ограничења, компаније могу стицати сопствене акције због следећих разлога: (а) компаније су често мотивисане да врше поврат новца акционарима путем откупљивања сопствених акција. У том случају се акције откупљују са намером да се пониште, и тада је реч о посебном стицању акција; (б) ком-

17) Van Horne, J.C., Wachowicz J.M. Исто.

18) Метода трговања названа по методи коришћеној у Холандији на аукцијама за продају цвећа.

19) Према: Van Horne, J.C., Wachowicz J.M. Исто.

20) Према: Brealey, R., Myers, S. Исто, стр. 435.

21) Damodaran, A., Corporate Finance – Theory and Practice, 2 ed., John Wiley & Son, Inc. Prevod MODUS – Центар за статистичка истраживања и прогнозе, Подгорица, 2005, стр. 726.

22) Према: Корпоративно управљање – приручник проширено издање, IFC (Међународна финансијска корпорација), Београд, 2008. стр. 289.

паније често откупљују акције са намером да их чувају како би се њима стимулисали, односно наградили запослени, а пре свега менаџмент компаније без повећања укупног броја акција (stock – options)²³; (ц) стицање сопствених акција може бити инструмент за повећање берзанске вредности акција; (д) стицање сопствених акција може бити мотивисано намером да се откупљеним акцијама стичу удели у капиталу других компанија, односно да се користе као платежно средство или као покриће емитованих конвертибилних хартија од вредности, односно обвезница које се могу конвертовати у капитал (конвертибилне обвезнице), односно као покриће за емитоване варанте²⁴; (е) поједине отворене компаније (отворена акционарска друштва) откупљују акције како би омогућиле њихово трансформисање у затворена друштва, или повећало учешће доминантних акционара; (ф) сопствене акције се могу стицати са намером да се касније поново продају и оствари капитални добитак; (г) сопствене акције се могу стицати са намером да се спречи непријатељско преузимање; (х) сопствене акције се могу стицати по сили закона; (ф) сопствене акције се често откупљују са намером да се њима подржи уговор о одржавању ликвидности акција (*contrat de liquidite*)²⁵. Наиме, компанија снабдева банку (агента) својим акцијама, а банка (агент) их продаје или откупљује у зависности од понуде и тражње на тржишту.

2.1. Откупљивање сопствених акција као средство за повраћај новца инвеститорима

Све до средине 80-тих година двадесетог века, дивиденде су биле примарни механизам повраћаја новца акционарима. Након тог периода, све више америчких компанија окреће се откупу сопствених акција помоћу расположивих или позајмљених новчаних средстава, као механизму за враћање новца својим акционарима. Бројне познате компаније као што су IBM, Total, L'Oreal редовно откупљују сопствене акције. У америчкој литератури се откупљивање акција са намером повраћаја средстава власницима по правилу ставља на прво место када се

наводе разлози за откупљивање сопствених акција. Заступљеност откупа сопствених акција у САД има за последицу и то да је у литератури са тог подручја проширен појам „политике дивиденди“, те се под тим појмом више не означава само политика расподеле добитка, већ и новац који се враћа акционарима кроз откуп сопствених акција. Од 2000. године објављени су значајни планови откупа, међу којима су највећи и најдраматичнији у нафтној привреди, на првом месту Exxon Mobil, који је откупио сопствених акција у вредности од око 27 милијарди долара у 2000. години. У наредној години, значајне откупе је најавио и IBM (3,5 милијарди долара), McDonald's (5 милијарди долара), Citigroup (5 милијарди долара)²⁶. У Европској унији, откупљивање сопствених акција добија на већем значају тек почетком 2000-тих. Наравно, зреле компаније са мањим потенцијалом за раст и развој (инвестирање) су у прилици да исплаћују веће дивиденде и откупљују сопствене акције у већем обиму, док младе компаније са већим потенцијалом по правилу то нису. У повољним периодима, у којима долази до раста продаје, компаније долазе до вишка готовине, те су, уколико не повећавају капацитете, у прилици да откупљују сопствене акције. Редукција капитала или исплата ванредних дивиденди омогућава реалокацију средстава из сектора и компанија које су у зрелој фази са новим секторима или компанијама које су у експанзији. Истраживања у САД указују на то да инвеститори у компаније чији пројекти дају маргиналне или слабе приносе врше далеко већи притисак на менаџмент да исплаћује дивиденде или откупљују сопствене акције, него што је случај са инвеститорима у компаније чији пројекти одбацују високе приносе²⁷.

Наиме, уколико компанија располаже вишком ликвидних средстава, може се наћи пред дилемом да ли да исплати дивиденде или да откупи сопствене акције. Попут исплате дивиденди, и откупљивање сопствених акција представља умањење нето имовине друштва, тј. умањење сопственог капитала. При томе, наравно откуп акција смањује број акција које поседују акционари, односно доводи до умањења основног

23) Stock – options представљају опције куповине или уписивања акција по фиксираној цени на период који често износи између 5 и 10 година, која се додељује бесплатно запосленима у компанији, по правилу на вишој хијерархијској структури. Ово представља средство за приближавање интереса менаџмента са интересима акционара.

24) Варанти представљају дугорочне опције које власнику дају право њиховом власнику да купи одређен број акција по одређеној цени у било ком моменту пре истека назначеног рока. Уобичајено је да се варанти емитују уз преференцијалне акције или обвезнице, али често имају и самосталну тржишну егзистенцију, те се као такви котирају на берзама.

25) Уговор о одржавању ликвидности је уговор између компаније и банке или агента усмерен на повећање ликвидности акција компаније.

26) Према: Brealey, R., Myers, S., *Principles of Corporate Finance*, seventh ed. McGraw-Hill Irwin, New York, 2003, стр. 435

27) Према: Damodaran, A. Isto, стр.700

капитала друштва. Осим тога што исплата дивиденди не умањује број емитованих акција, односно акција у оптицају, она умањује тржишну вредност акција на дан (датум) без права на дивиденду²⁸, док је откуп сопствених акција често праћен повећањем тржишне вредности акција, али и падом укупне тржишне вредности акцијског капитала. Дакле, и исплата дивиденди и откуп сопствених акција умањују књиговођствено вредност сопственог капитала, али је ефекат на тржишну вредност другачији. Суштинска разлика је и у томе што се исплатом дивиденди равномерно средства враћају акционарима, док се откупом сопствених акција средства враћају селективно, односно само акционарима који одлуче да продају своје акције друштву. Све до средине 80-тих година двадесетог века, дивиденде су биле примарни механизам којим су компаније вршиле повраћај новца акционарима. Након тог периода све више компанија врши повраћај новца акционарима, кроз механизам откупа сопствених акција. При томе, откуп врше расположивим новчаним средствима или позајмљеним новцем, што у том случају, има за последицу промену односа сопственог и туђег капитала. Истраживања у САД су показала да су укупне дивиденде америчких предузећа расле у периоду од 1988-1998. године по стопи од око 7,29% годишње, док се откуп сопствених акција у истом периоду повећао за 16,53 % годишње²⁹. Део новца враћен акционарима путем откупа од стране друштва порастао је са 32% у 1988. години на скоро 50% у 1998. години³⁰. На однос између исплаћених дивиденди и откупљених сопствених акција мотивисано повраћајем средстава инвеститорима у значајној мери утиче пореска политика. У САД се дивиденде опорезују

по много већој стопи у односу на капиталну добит³¹, него што је случај у другим земљама. Откупом сопствених акција се инвеститорима преносе приходи од дивиденди на капитални добитак. Поред тога, у САД се не дозвољава инвеститорима порески кредит на дивиденде, за компаније које исплаћују те дивиденде, што поједине европске земље допуштају. Према нашим прописима приноси су двоструко опорезовани, „први пут на нивоу друштва порезом на добит и други пут на нивоу акционара-порезом на доходак физичких лица као приход од капитала“³². Међутим, треба имати у виду да се у појединим земљама, као што су САД, пореска управа може откупе сопствених акција сматрати еквивалентом дивиденди, односно примењивати пореске стопе прописане за дивиденде, уколико процени да је компанија развила стални програм откупа акција уместо да исплаћује дивиденде³³.

Већи број институционалних инвеститора може сугерисати већу осетљивост на пореске предности које пружа откуп сопствених акција. Ово је подржано и истраживање које су спровели Bartow, Krinsky и Lee (1998) на узорку од 150 компанија које су објавиле програме откупа сопствених акција између 1986. и 1992. године. Упоредивши ове компаније са компанијама из њихове гране које су исплаћивале увећане дивиденде уместо откупа, запажено је да су компаније које су откупљивале сопствене акције имале већи број институционалних инвеститора него што су имале компаније које су повећале дивиденде, што се може тумачити већом осетљивошћу институционалних инвеститора на пореске предности³⁴.

28) „Дан без права на дивиденду“ (ex-dividend day) представља датум након којег нови купац акција нема права на дивиденду. Теоријски посматрано, датум евидентирања означава датум у коме сви акционари евидентирани у књигу акционара стичу право на дивиденду. Овај датум одређује управни одбор након објављивања износа дивиденде. Међутим у пракси су се јављали проблеми када се акције продају неколико дана пре дана евидентирања, јер и купац и продавац имају неколико дана за пренос. Да би се избегла збрка, у САД влада правило да само инвеститори који су купили акције два радна дана пре датума евидентирања стичу право на дивиденду. Ако се акције купе након тог дана, нови акционари немају право на дивиденду, те се наредни дан назива „дан без права на дивиденду“. Пошто инвеститор у дотичне акције нема право на дивиденду, правило је да тог дана падне вредност дотичних акција на берзи. Према прописима у Србији, листа акционара која има право на дивиденде сачињава се према евиденцији у Централном регистру хартија од вредности на одређени дан. А дан на који се врши евиденција акционара који су титулари права на дивиденде назива се „дан дивиденди“.

29) Према: Damodaran, А. Исто, стр. 687-688.

30) Према: Damodaran, А. Исто.

31) У САД пореска стопа на капиталну добит износи 20%, док пореска стопа на редовне приходе (којом се опорезују и дивиденде) износи 39,6%. Поред наведенога, у САД се дивиденде двоструко опорезују – једном на нивоу инвеститора, и други пут на нивоу предузећа. У неким земљама као што је Велика Британија, појединачним инвеститорима је омогућено добијање пореског кредита по основу пореза које компанија плаћа, док је у другим земљама, као што је на пример случај у Немачкој, дивиденде се опорезују по нижој стопи од задржаног добитка. Треба имати у виду и чињеницу да највећи део акција држе институционални инвеститори који су у САД ослобођени пореза.

32) Кулић, М., *Пореско право*, Megatrend универзитет, Београд, 2006., стр. 50.

33) Према: Brealey, R., Myers, S. Исто, стр. 435.

34) Према: Damodaran, А., Исто, стр. 725.

Сматра се да је и разлог за већи број откупа сопствених акција у САД у односу на друге земље у којима је то законски омогућено, а пореским прописима подстакнуто, већи притисак који акционари врше на менаџмент да исплате слободна новчана средства као последица развијеног система корпоративног управљања.

У Европи је тек 90-тих година прошлог века откупљивање сопствених акција добило на значају, и то захваљујући либерализацији прописа и измењеном третману пореза на капиталне добитке. Према истраживању CFO Europe, у 1993. само је 3,9% компанија имало дозволу од акционара да изврши откуп, током 2000. године тај број је порастао на 80,3%. Наиме, CFO Europe је 2001. године спровела истраживање на узорку од 127 компанија из 10 европских држава за период од 1993. до 2000, како би оценила да ли је дошло до промена у начину враћања новца акционарима³⁵. Резултати истраживања су указали на то да је износ новца враћен откупом сопствених акција значајно порастао у односу на традиционалну методу исплате дивиденди. У 1993. новац није враћен акционарима откупом акција, док је у 2000. години 15% укупно враћеног новца, враћено откупом акција³⁶.

Фаворизовање откупљивања сопствених акција као методе за повраћај средстава акционарима уместо повећање дивиденде проистиче из чињенице да исплата редовних дивиденди производи код акционара очекивања да компанија исплаћује приближне дивиденде и у будућности. Откуп сопствених акција, с друге стране, представља једнократни повраћај новца акционарима, те не производи код акционара очекивања за наредне периоде. Бројна истраживања у САД указала су на постојање тзв. ефекта клијентеле (*cliente tele effekt*) којим се означава феномен пада вредности акција на берзи након промене политике дивиденди. Наиме, инвеститори одабирају акције компанија сходно њиховим жељама, односно преференцијама ка исплати дивиденди или капиталном добитку. Наиме, акционари из високих пореских разреда, односно богатији, а по правилу и млађи инвеститори не желе дивиденде, док старији и сиромашнији инвеститори, тј. инвеститори из нижих пореских разреда инвестирају у акције које носе веће дивиденде. Дру-

гим речима, компаније имају тенденцију да привлаче акционаре којима одговара постојећа политика дивиденде, те промена дивидендне политике може имати неочекиване негативне ефекте. Дакле, за многе инвеститоре није пресудан ниво дивиденди које компанија исплаћује, већ стабилност исплате. Промене политике дивиденди узнемирују готово све акционаре. Додуше, постоје земље у којима промене дивиденде мање брину акционаре. На пример, у Јапану постоје многе ближи односи менаџмента и већинских акционара, што има за последицу да се јапанске корпорације много лакше одлучују за смањивање дивиденди када дође до пада добитка. Доследно томе, смањивање дивиденди јапанских корпорација има за последицу много мањи пад акција на берзи него што је то случај у САД.³⁷ Због свега наведеног, не препоручује се промена политике дивиденди, већ се као решење алтернативно нуди исплаћивање ванредне дивиденде или откуп сопствених акција. Компанијама са вишком новца које не могу рентабилно да се пласирају препоручује се откупљивање сопствених акција уместо исплате ванредних дивиденди. Према томе, уколико је вишак новца привремен феномен, а резултат неуобичајено добре године или активности која се неће понављати, као што је, на пример продаја значајније имовине компаније, препоручује се откупљивање и поништавање сопствених акција уместо исплаћивање дивиденди. Тако је, на пример компанија *Enel* 2004. године извршила откуп сопствених акција као последица продаје значајног дела имовине³⁸. Фаворизовање откупљивања сопствених акција као методе повраћаја новца власницима у односу на ванредне (специјалне) дивиденде, последица је става да: (а) се откупом сопствених акција акционарима омогућава да поступе у складу са својим преференцијама, док је исплата ванредних дивиденди коначно решење за све акционаре; (б) уколико је стопа опорезивања капиталног добитка нижа од стопе којом се опорезују приходи од дивиденди (што је случај у бројним земљама), откупљивање сопствених акција има за последицу пореску уштеду. Поред тога, исплаћивање дивиденди обавезује инвеститоре да одмах плате порез, док се порез на капитални добитак плаћа тек по продаји акција; (ц) одлука о откупљивању сопствених акција компанији пружа већу

35) Wood J., „The Dividend Dilemma“, CFO Europe (Decembar 2001/ Januar 2002) www.cfoeurope.com Према: Van Horne, J.C., Wachowicz J.M. Исто, стр. 489.

36) Исто.

37) Dewenter, K., Warther, V., „Dividends Asymmetric Information, and Agency Conflicts: Evidence from a Comparison of the Dividend Policies of Japanese and US Firms“, *Journal of Finance* 53, 1998. Према: Brealey, R., Myers, S. Исто, стр. 439.

38) Vernimmen, P. Исто, стр. 811.

флексибилност да промени мишљење и продужи откупљивање сопствених акција у дужем временском периоду, или да пак, одустане од откупљивања сопствених акција. Многе компаније су након објављивања одлуке о откупљивању сопствених акција промениле мишљење, те планове откупа нису спровеле до краја³⁹. Наравно, у тим случајевима тржиште одговара на адекватан начин, те је у наредним периодима скептично када компаније поново најављују откуп. Међутим, треба имати у виду да је менаџмент често мотивисан да доноси одлуке које ће имати ефекат у кратком року; (д) откупљивање сопствених акција погодује компанијама код којих је присутна неизвесност у вези са будућим инвестиционим могућностима, јер продајом откупљених сопствених акција могу лако да обезбеде средства за реализацију пројеката; (е) смањење броја акција у оптицају повећава инсајдерску контролу у компанијама будући да се смањује број акција у оптицају; (ф) откупљивање сопствених акција преко откупа на берзи може позитивно да утиче на вредност акција на берзи.

Исплата већих редовних дивиденди, са друге стране, производи бољи ефекат сигнализације него откупљивање сопствених акција, јер повећање дивиденде тржиште тумачи као сигнал о извесности будућих новчаних токова, што по правилу проузрокује већи раст вредности акција на берзи него што је случај када компанија објави да ће откупити сопствене акције.

Ипак, последњих година све више истраживача истиче да откупљивање сопствених акција не представља супституцију за дивиденде. Примера ради, Brealey и Myers истичући да су већина компанија које откупљују сопствене акције зреле и профитабилне компаније које истовремено исплаћују и дивиденде, закључујући да се умањење стопе исплаћених дивиденди не може објаснити повећаним откупом сопствених акција⁴⁰. Истраживање које су спровели Dereeper и Romon указује на то да француске компаније нису замениле дивиденде откупом сопствених акција. Насупрот томе, резултати истраживања указују на то да су компаније које су највише откупљивале сопствене акције истовремено испла-

ћивале и највеће дивиденде. Стога Dereeper и Romon констатују да су откупљивање акција и исплате дивиденди комплементарне, а не алтернативне активности⁴¹. Ову тезу подржава и пример Microsoft-а, који је у септембру 2008. саопштио да планира да до 2013. године откупи сопствене акције у вредности од максимално 40 милијарди долара, при чему је истовремено саопштено и да компанија увећава дивиденду за 18 одсто, што је подстакло раст вредности "Мајкрософтових" акција, на берзи у Њујорку, од пет одсто⁴².

2.2. Стицање сопствених акција као инструмент повећања берзанске вредности акција

Уколико пад цена акција на берзи није последица погоршања фундаменталних показатеља на дужи рок, компаније могу откупљивањем сопствених акција подржати цене својих акција, када почну да падају. Након краха берзе 1987. године, многа предузећа су започела откуп сопствених акција како би спречила даљи пад берзанске вредности. У понедељак 19. октобра те године, цене акција су у САД пале за више од 20%. У наредна два дана, компаније у САД су објавиле планове за откуп сопствених акција у вредности од 6,2 милијарди долара⁴³. Како истичу Brealey и Myers, ове најаве су помогле да се успори пад вредности акција на берзи. Повећање вредности акција на берзи резултат је ефекта сигнализације и ефекта ликвидности. Наравно, и актуелна финансијска криза је подстакла бројне компаније да откупљују сопствене акције, те изазвала велике полемике о оправданости откупа.

Откупљивању сопствених акција понекад прибегавају компаније у намери умањења негативног ефекта који прати објављивање смањених дивиденди. Наиме, редуција дивидендне стопе по правилу обара вредност акција, те поједине компаније истовремено откупљују сопствене акције, како би исплаћена дивиденда по акцији била непромењена. Истраживање које су спровели Woolridge и Ghosh о реакцијама тржишта на смањивање дивиденди, на узорку од 408 ком-

39) Према: Damodaran, A., Исто, стр. 720.

40) Према: Brealey, R., Myers, S. Исто, стр. 435

41) Између 1998. и 2001 године француске компаније су откупиле сопствене акције у вредности од 37,2 милијарди евра, а исплатиле дивиденде у вредности од 47,8 милијарди евра. Према: Dereeper, S., Romon, F., Rachats d'actions versus dividendes: effet de substitution sur le marche boursier francais?

42) Иначе, тај амерички софтверски гигант је управо пре најаве довршио претходни програм откупа својих акција у истом износу. Мајкрософт је од 2003. инвеститорима вратио 115 милијарди долара, у виду поновног откупа акција и исплата дивиденди. Према: Tanjug, 23. септембар 2008

43) Према: Brealey, R., Myers, S. Исто, стр. 435.

панија показало је да су много боље прошле компаније које су уз умањивање дивиденди најавиле откуп сопствених акција или исплату дивиденди у акцијама у односу на компаније које то нису учиниле⁴⁴. Наведени закључак је накнадно потврђен и другим истраживањима⁴⁵.

Емпиријска истраживања често потврђују тезу да откупљивање сопствених акција има за последицу повећање вредности акција. Lakonishok и Vermaelen су испитали узорак од 221 тендера за откуп сопствених акција и промене цене акција након објаве. У просеку, током читавог испитиваног периода (1962-1986) објављивање откупа имало је за последицу повећање вредности акција за 14,29%⁴⁶. Међутим, откупљивање сопствених акција може се тумачити и тиме да компанија нема визију, односно да нема развојних способности. Пракса је потврдила да је берзанска вредност акција појединих компанија пала након објављивања одлуке о откупу акција⁴⁷.

Будући да се алтернативне методе откупа сопствених акција примењују у зависности од циља откупљивања, логично је да различите методе откупа имају за последицу и различита кретања вредности акција након откупа. При томе, не треба сматрати да поједине методе откупа саме по себи доводе до установљених кретања просечних вредности акција, већ треба имати на уму да се одабир метода откупа управо врши на основу циља који се жели реализовати откупом, као и да програме откупа спроводе компаније са различитим перформансама, које се налазе у различитим фазама животног циклуса, при чему се сам откуп спроводи у различитим привредним и финансијским условима. Осврћући се на ефекат ликвидности, који уз ефекат сигнализације треба да утиче на раст вредности акција, Vernimmen истиче да само наивни могу да поверују да ће вредност акција након откупа расти због повећане тражње, будући да акционари лишени дивиденди, долазе до потребне готовине продајом својих акција, чиме се накнадно повећава понуда дотичних акција⁴⁸. Што се

ефекта сигнализације тиче, од великог је значаја одабрана метода откупа.

Уколико се откупљивање сопствених акција врши методом јавне понуде, акционарима се шаље порука да су акције потцењене, при чему износ потцењености одговара одобреној премији. Истраживања су показала да се након најаве програма откупљивања сопствених акција, по ценама изнад тржишних цена, бележи већи раст вредности акција, који се у просеку креће око 11%⁴⁹. Менаџмент на вишем хијерархијском нивоу по правилу тада не продаје своје акције, већ насупротив томе, прибавља акције пре најаве програма откупа⁵⁰. Холандска аукција, са друге стране, има мањи позитиван ефекат сигнализације од јавне понуде по фиксној цени. Истраживање које су спровели *Comment* и *Jarrell* показује да су компаније након објављивања програма откупа сопствених акција на отвореном тржишту имале просечан раст акција на берзи од 2%⁵¹. Међутим, треба имати у виду да су програми откупљивања на отвореном тржишту често покренути након што цена акције падне у односу на самосталну јавну понуду по фиксним ценама или холандску самосталну јавну понуду⁵². Darr и DeAngelo су закључили да цене акција бележе благи пад када се откуп реализује на основу личних преговора (код којих је мотивација обично стицање контроле у предузећу)⁵³.

Финансијски аналитичар мора имати у виду да откупљивање сопствених акција мења или искривљује бројне берзанске показатеље. Будући да све већи броја компанија откупљује сопствене акције као средство за враћање новца акционарима, упоредне анализе показатеља исплате дивиденди (*dividend payout ratio*) и показатеља дивидендног приноса (*dividend yield*) бивају све деформисанији. Смањење броја акција такође утиче и на показатеље *добитак по акцији* и *Р/Е (цена / зарада)*. Значајно је и то да ли је компанија сопствене акције откупила из расположивих средстава, при чему је дошло и до умањења имовине компаније, или на основу новог задуживања, чиме се мења само структура пасиве,

44) Woolridge, J.R., Ghoch, C., „Dividend Cuts: Do They Always Signal Bad News?“, 1985. Према: Damodaran, A., Исто, стр. 709.

45) Видети опширније у: Damodaran, A., Исто, стр. 709.

46) Према: Damodaran, A. Исто, стр. 722.

47) Damodaran, A. Исто, стр. 724.

48) Vernimmen, P. Исто, стр. 812.

49) Према: Brealey, R., Myers, S. Исто, стр. 441.

50) Према: Исто.

51) Према: Brealey, R., Myers, S. Исто, стр. 440.

52) Према: Van Horne, J.C., Wachowicz J.M. Исто, стр. 490.

53) Damodaran, A. Исто, стр. 723.

док укупна имовина остаје непромењена. Bartow, Krinsky и Lee су дошли до закључка да су компаније које су откупљивале сопствене акције имале веће показатеље *књиговодствена / тржишна вредност предузећа* од компанија које су повећале дивиденде, што се може сматрати показатељем веће вероватноће да ће те компаније сматрати своје акције потцењеним⁵⁴. Када је реч о заради по акцији, треба имати у виду да је раст овог показатеља често последица повећања дуга у структури укупног капитала, чиме је успостављена оптималнија структура капитала. Наиме, када је стопа приноса на укупни капитал већа од каматне стопе, откупљивање сопствених акција из одобреног кредита имаће за последицу повећање добитка по акцији. Дакле, ако је компанија „подзадужена“⁵⁵, откупљивањем сопствених акција може се успостављати циљани однос дуга и капитала. Бројне компаније управо користе откупљивање сопствених акција као методу за одржавања односа дуга и капитала у циљаном односу, док политику дивиденди одређују кроз процентуални део добитка који ће се исплаћивати. Са друге стране, повећање показатеља дуга увећава ризичност акција и утиче на умањење показатеља Р/Е.

Откупљивање сопствених акција има за последицу:⁵⁶

- раст добитка по акцији када је реципрочна вредност Р/Е рација⁵⁷ изнад каматне стопе (или стопе укамаћивања пласираних средстава) после опорезивања. У обрнутом случају долази до пада добитка по акцији;
- повећање сопственог капитала по акцији, када је вредност сопственог капитала по акцији већа од вредности по којој су акције откупљиване.

Не треба превидети да је добитак по акцији важан показатељ, али није индикатор стварања вредности. Суштина није у томе да се сазна да ли ће редукција капитала имати или не за последицу механичко смањење овог рација, него да се сазна⁵⁸:

- да ли је цена по којој су акције откупљиване нижа од процењене вредности акција;

- да ли ће се терет веће задужености одразити на боље управљање;
- да ли су средства која су на овај начин враћена акционарима имала у компанији маргинални принос нижи од цене капитала.

Ово су три извора вредности редукције капитала или откупљивања сопствених акција.

Уколико је тржиште перфектно, тада се акције не могу откупљивати по ценама нижим од њихове реалне вредности. Међутим, у условима кризе, берзанске вредности су често испод реалних вредности, те је откупљивање сопствених акција честа одлука оних који располажу готовином. Наравно, криза је обележена падом тражње, што значи да компаније не улажу у нове капацитете, те уколико компанија располаже слободним новцем, откупљивање сопствених акција често делује као најрационалније решење.

2.3. Откупљивање сопствених акција са намером стимулисања менаџмента и осталих запослених

Компаније често ради веће интегрисаности запослених у друштву, подстичу акционарство запослених. Све већи број држава подстиче акционарство запослених путем пореских олакшица. При том је битно разликовати откупљивање сопствених акција због датих опција менаџменту које омогућавају куповину акција по дефинисаним ценама, и откупљивање сопствених акција ради продаје запосленима. Многе компаније су развиле систем перманентног нуђења својих акција запосленима. Запосленима се обично улагање у акције компанија у којима су запослени ограничава на 1, 2, 3 или 4% годишње основне бруто зараде. Програм по правилу пружа одређене повољности, као што су: (а) попуст на цену купљених акција (попуст код појединих компанија износи 20% на укупну вредност, при чему је укупан износ попушта лимитиран; (б) бескаматно кредитирање куповине акција⁵⁹; (ц) додељивање бесплатних (бонус) акција по свакој купљеној акцији након одређеног периода, уколико запослени остане у радном односу у компанији до назначеног датума и не отуђи акције у

54) Према: Damodaran, А. Исто, стр. 725.

55) Компанија се сматра „подзадуженом“ уколико би супституција сопственог капитала обавезама имала за последицу повећање приноса на сопствени капитал.

56) Vernimmen, Р. Исто, стр. 808.

57) Реципрочна вредност Р/Е рација представља садашњу рентабилност за новог акционара, односно Добитак по акцији / тржишна вредност акције = 1 / (Р/Е).

58) Vernimmen, Р. Исто, стр. 809.

59) Наиме, компанија откупљује целокупан износ свих акција које се у оквиру програма купују, а потом запосленима одбија од зараде износ уписаних акција, умањен за одобрени попуст.

том периоду и уколико се испуне други унапред дефинисани услови, као што је већи индекс акција компаније након одређеног временског периода (нпр. две године) у односу на одређени индекс гране којој припада компанија. При томе, акције се могу прибављати откупом или емитовањем нових акција. Емитовање нових акција има за последицу повећање основног капитала друштва, односно број акција у оптицају. Уколико су акције које се нуде запосленима из откупа, тада основни капитал друштва остаје непромењен. Поред тога што је дошло до промене акционара, друштво је повећало расходе камата (или умањило приходе из пласмана) за бескаматни кредит који је одобрила запосленима и умањила резултат по основу датог бонуса на цену и додељених бонус акција. Поред очекиваног ефекта повећања продуктивности запослених, компанија очекује и позитивне ефекте по основу ефеката сигнализације и ликвидности.

Уколико менаџмент добија опције које омогућавају куповину акција по дефинисаним ценама, менаџмент је подстакнут да фаворизује откупљивање сопствених акција као начин повраћаја новца акционарима на рачун традиционалне исплате дивиденди. Наиме, исплата дивиденди смањује вредност акција, док откупљивање сопствених акција често подиже вредност акција, што чини добијене опције далеко вреднијим. Vernimmen наводи да се смањивање дивиденди америчких компанија до почетка 2000-тих (са 66% у 1978. на 21% у 1999. години) вероватно може делимично објаснити супституцијом дивиденди спровођењем програма откупљивања сопствених акција, под утицајем менаџера који су поседовали опције акција (stock options)⁶⁰. Ипак, Bartow, Krinsky и Lee су, у већ поменутом истраживању, дошли до закључка да опције менаџмента нису имале никакав статистички утицај на то да ли је компанија откупљивала сопствене акције или повећала дивиденде⁶¹.

2.4. Откупљивање сопствених акција са намером спречавања непријатељског преузимања

Код преузимања, посебно у условима дисперзованог власништва, поставља се питање овлашћења управе нападнутог друштва да преузима мере одбране од преузимања. Неке од мера против преузимања јесу и принудна куповина сопствених акција и стицање сопствених акција⁶². Случај *Unical Corporation vs. Mesa Petroleum Co.* један је од најзначајнијих америчких судских одлука, када је реч о праву откупа сопствених акција од стране циљног друштва у циљу спречавања непријатељског преузимања. Наиме, *Unical Corporation* бранећи се од непријатељског преузимања донела је одлуку о јавној понуди за стицање 49% сопствених акција, која се аутоматски активира ако неко лице стекне већински пакет акција Unical-а, при чему је из услова понуде искључен преузималац. *Mesa Petroleum Co.* покренула је судски поступак којим је оспорила право циљног друштва да искључи преузимаоца из понуда за стицање сопствених акција. Првостепени суд је пресудио у корист *Mesa Petroleum Co.*, а о жалби је одлучивао Врховни суд Делавера, који је укинуо првостепену пресуду, те одлучио да је оспорена одбрамбена мера била дозвољена⁶³.

2.5. Откупљивање сопствених акција као средство за повећање учешћа доминантних акционара или за трансформацију отвореног друштва у затворено друштво

За разлику од исплате ванредних дивиденди која не утиче на положај акционара, откупљивање сопствених акција има за последицу повећање учешћа у капиталу акционара који нису продали акције друштву. Тако је на пример *Voxygues* 2005. године откупљивао сопствене акције да би променио структуру капитала⁶⁴, а *Peugeot* је од 1999. године редовно откупљивао сопствене акције, у укупној вредности од 2.580 милијарди евра, чиме је омогућио породици по којој је компанија добила име, да повећа своје учешће са 22,7% на 29,2%⁶⁵.

60) Vernimmen, P. Исто, стр. 812.

61) Према: Damodaran, A. Исто, стр. 725.

62) О другим мерама видети у: Васиљевић, М., *Корпоративно управљање – правни аспект*, Правни факултет Универзитета у Београду, Профинвест, д.о.о., Београд, 2009. стр.173.

63) Према: Радовић, В., „Мере одбране акционарског друштва од преузимања контроле“, докторска теза (необјављена), Београд, 2007. Према: Vasiljević, M., Исто, стр.184.

64) Vernimmen, P. Исто, стр. 811.

65) Vernimmen, P. Исто, стр. 812.

2.6. Откупљивање сопствених акција по сили закона

Компанија може имати обавезу откупљивања сопствених акција по тржишним вредностима уколико се законом предвиди институт права несагласним акционарима на излазак из друштва. У том случају, акционари који су гласали против неке одлуке или се суздржали од гласања имају на располагању могућност да продају своје акције на тржишту или самом друштву по тржишној вредности на дан доношења предметне одлуке. За наведено право посебно су заинтересовани инвеститори у преференцијалне акције, које се по правилу не котирају на берзи, или уколико се котирају, имају нижу цену. Законом о привредним друштвима предвиђен је институт принудне куповине акција несагласних акционара, те су утврђене следеће основе овог права: (1) промена оснивачког акта која погађа права акционара те класе акција, о чему је несагласни акционар имао право гласа; (2) реорганизација привредног друштва, о чему је несагласни акционар имао право гласа; (3) стицање и располагање имовином велике вредности, о чему је несагласни акционар имао право гласа; и (4) друга одлука скупштине акционара која мења права акционара, ако је право акционара на несагласност утврђено оснивачким актом друштва, и по том основу право на накнаду вредности акција у складу са овим законом.

Сагласно институту „принудне куповине“ (*sell-out*), компаније могу откупљивати сопствене акције од мањинских акционара који нису са тим сагласни уколико су испуњени предвиђени законски услови. Законом о привредним друштвима предвиђена је рестриктивна примена овог института, будући да на принудну куповину имају право само друштва која се налазе у поступку преузимања јавном понудом и откупила су најмање 95% акција циљног друштва (члан 447). Међутим, у условима разорне финансијске кризе, када је „понашање учесника на тржишту нерационално“⁶⁶, а као последица уверења да тр-

жишне вредности нису објективне, долази до измене и рачуноводствених стандарда, чак и рестриктивно усвојени институт принудне куповине намеће питање његове оправданости. Уосталом, проблем објективности цена на Београдској берзи постоји одувек, финансијска криза га је само продубила. “Берза као место где се врши приватизација друштвеног/државног капитала доводи у питање и хипотезу да се на берзама успоставља тржишна вредност финансијских инструмената”⁶⁷, а завршетак процеса приватизације отвара чак и питање да ли ће престати потреба за постојањем берзе⁶⁸. Објективно формирана тржишна вредност претпоставља постојање понуде и платежно способне тражње, а у Србији платежно способна тражња дефинитивно не постоји, чему је допринео и одабрани метод приватизације. „Уколико је платежно способна тражња мала, не може се очекивати ни објективно формирана тржишна вредност“⁶⁹. Због свега наведеног, чак и рестриктивни институт принудне продаје делује као изразито неправедно решење.

3. Правни основ стицања сопствених акција у Србији

Према Закону о акционарским друштвима Краљевине Србије⁷⁰ из 1896. године, куповина сопствених акција је забрањена, осим у изузетним ситуацијама у случају смањења капитала, у ком случају је друштво било дужно да откупљене акције поништи или да их чува у својој архиви.

Трговачким законом Краљевине Југославије⁷¹ из 1937. године такође је начелно забрањивано откупљивање сопствених акција, с тим што је од овог начела могло да се одступи уколико би се откупом сопствених акција спречила тешка штета. При томе, номинални износ откупљених акција могао је да чини највише 10% основног капитала, а акције су морале бити отуђене у року од годину дана од дана прибављања⁷².

66) Павловић, В., Љумовић И., „Финансијска регулатива у САД као покретач актуелне светске кризе“, *Рачуноводство*, бр. 5/6, СРРС, Београд, 2009.

67) Кнежевић, Г., Павловић, В., Утицај финансијског система на извештавање о финансијским инструментима, *Рачуноводство*, бр. 9/10, СРРС, Београд, 2008.

68) Муминовић, С., “Упоредни преглед и перспективе развоја финансијских тржишта у Србији и Словенији”, *Megatrend ревија*, Београд, vol. 5 (1) 2008, стр. 67.

69) Павловић, В., Кнежевић, Г., *Адекватност тржишне методе процене вредности капитала за потребе приватизације*, *Рачуноводство*, бр. 3/4, СРРС, Београд, 2008., стр. 112.

70) Члан 32 Закона.

71) Члан 249 Закона.

72) Интересантно је, да су се према овом Закону, гласови који проистичу из откупљених акција рачунали у кворум.

Према Закону о предузећима⁷³ из 1988. године, постојала је правна празнина у вези са стицањем сопствених акција. Интересантно је да су, за разлику од упоредног права, па и претходних законских решења код нас, откупљене сопствене акције давале право гласа. Наиме, сопствене акције имају посебан правни режим, односно не дају друштву никаква права (право на дивиденде, право на управљање, право на део ликвидационе масе и др.).

Закон о предузећима из 1996. године је такође био доста рестриктиван када је у питању стицање сопствених акција. Законом⁷⁴ је омогућавано стицање сопствених акција уколико је стицање било неопходно да би се спречила знатна штета по друштво, друга заинтересована лица или повезана друштва; уколико су акције нуђене запосленима у друштву, другим заинтересованим лицима или повезаним друштвима; ако је стицање бесплатно и на основу правног следбеништва. При томе, укупан износ стечених акција није могао да буде већи од 10% основног капитала и акције су морале да буду отуђене или поништене у року од годину дана од дана стицања.

Закон о привредним друштвима декларативно представља најлибералнији закон до сада, када је у питању откупљивање сопствених акција. Законодавац је усвојио мешовити систем стицања сопствених акција. Поред већ познатог принципа ограниченог стицања сопствених акција, до 10% основног капитала друштва, законодавац омогућава и стицање акција без ограничења: (1) ако друштво има наменске резерве за ове потребе; (2) бесплатно уступање акција друштву; (3) стицање у поступку судске принудне наплате потраживања друштва од својих акционара, извршењем на акцијама, ако извршење није могуће на другој имовини; и (4) у случају статусних промена. Акције стечене преко износа од 10% основног капитала друштво има обавезу да прода (отуђи) у року од три године од дана стицања. Уколико се сопствене акције не отуђе у наведеним роковима, управни одбор је обавезан да их без посебне одлуке скупштине поништи.

У Другој директиви ЕУ предвиђена је нешто шири листа допуштења за стицање сопствених акција, као што је нпр. стицање за извршење права мањинских акционара у подређеним друштвима; за права несагласних акционара у предвиђеним случајевима и сл. Међутим, будући да се законодавац у Србији придружио савременим трендовима непрописивања основе за стицање сопствених акција, друштво може стицати сопствене акције кад хоће, сагласно законским ограничењима и оснивачком акту друштва, уколико располаже наменским резервама. Поменута ограничења важе само код отворених акционарских друштава (котираних и некотираних), док не важе и за затворена друштва, при чему се као једно законско ограничење намеће тзв. тест солвентности. Законодавац је омогућио и откуп делимично уплаћених акција, супротно захтевима Друге директиве ЕУ, која инсистира на откупу само у целости уплаћених акција. Сходно захтевима Друге директиве ЕУ, омогућено је подстицање откупа сопствених акција тиме што се омогућава кредитирање запослених у друштву и запослених у повезаним друштвима приликом продаје откупљених сопствених акција⁷⁵, што иначе представља изузетак од правила према коме друштво не може кредитирати, давати финансијску подршку или обезбеђења за стицање сопствених акција.

Законодавац је омогућио да управни одбор, уместо скупштине акционара, донесе одлуку о стицању акција, уколико је то нужно ради спречавања веће и непосредне штете по друштво⁷⁶. Дакле, законодавац није превидео посебно процентуално ограничење, али се мора пружити доказ да је откупом сопствених акција спречена знатна штета по друштво. Међутим, треба имати у виду законско ограничење да је друштво дужно да има наменски формиране резерве, уколико откупљује више од 10% сопствених акција.

Иако непрописивање основа за стицање сопствених акција, уз омогућавање да се стицање акција врши без ограничења уколико друштво има наменске резерве за ове потребе, на први поглед може указивати на то да је у питању један изузетно либералан закон, он је по својој суштини изразито рестриктиван. Рестриктивност Закона огледа се у

73) Члан 122 Закона.

74) Члан 240 Закона.

75) Члан 190. Примера ради, у енглеском праву генерални принцип је такође забрана ових послова, при чему су изузеци шире постављени. Видети опширније у: Васиљевић, М., „Коментар Закона о привредним друштвима“, *Службени гласник РС*, Београд, 2006., стр.361.

76) Управни одбор може донети и одлуку о стицању до 5% сопствених акција ради доделе запосленима у друштву или повезаним друштвима.

прописивању методе јавне понуде *pro-rata* као једине методе откупа сопствених акција. Будући да је законодавац у Србији истакао начело равноправности свих акционара у поступку стицања акција, проистиче да, за разлику од дугогодишње праксе у САД и савремених кретања европског законодавства, друштва у Србији не могу стицати сопствене акције откупом на отвореном тржишту⁷⁷ (не могу их стицати ни холандском аукцијом ни непосредним преговорима), што практично значи да се сопствене акције могу откупљивати само ван берзе. Наиме, у члану 221 ст. 6. експлицитно се каже да отворено акционарско друштво може стицати сопствене акције само понудом свим акционарима *pro-rata*. Наведено потврђује и члан 223. у коме се каже да је отворено акционарско друштво дужно да достави писану понуду свим акционарима. Како се продаја откупљених сопствених акција сматра новом емисијом, тј. реемисијом, не могу се примењивати правила берзанског трговања која се односе на секундарна тржишта. Иако се законодавац декларативно залаже да се друштвима омогући откупљивање сопствених акција, у циљу спречавање знатније штете по друштво, ово је суштински онемогућено. *Pro-rata* стицање онемогућава наведено, будући да реализација откупа траје исувише дуго, док са друге стране, онемогућава друштву да утврди реалну цену по којој се акције могу откупити у условима пада берзанских индекса, без штете по друштво. Рестриктивност Закона огледа се и у томе што није предвиђено конвертовање заменљивих обвезница у откупљене сопствене акције, већ је децидно наложена обавеза друштву да одржи број одобрених акција који ће бити довољан да обезбеди конверзију обвезница.

Међутим, Комисија за хартије од вредности је 19.01.2006. године издала мишљење (бр. 3/0-04-617/8-05)⁷⁸ којим је скоро у потпуности дезауисала поменуте законске одредбе. Наиме, Комисија је сматрала да намера законодавца није била да онемогући друштво да промптно реагује у случају поремећаја на тржишту, те омогућава куповину сопствених акција на берзи у два случаја: (1) услед потребе за промптним реаговањем због поремећаја на тржишту, како би се спречила већа и непосредна штета по друштво;

(2) зарад стицања недостајућег броја акција по спроведеној јавној ванберзанској понуди. Наиме, могуће је да након спроведене процедуре стицања *pro rata* сопствених акција друштво није стекло број акција одређен одлуком о стицању, па би недостајући број сопствених акција друштво могло, након спроведене процедуре стицања *pro rata*, стећи и на берзи под тржишним условима.

Имајући у виду да је берзански индекс у константном паду, компаније могу готово неометано да откупљују сопствене акције, образлажући то спречавањем штете по друштво. При томе, поставља се питање релевантности процене да се откупом сопствених акција спречава већа штета по друштво. Као што је у наставку изложено, већина српских компанија не само да откупљивањем сопствених акција није умањила штету, већ насупротив томе, допринела је да штета буде још већа. Мада, и мимо стицања сопствених акција зарад спречавања штете, друштво увек има на располагању механизам да *pro-rata* откуп понуди по неповољним ценама, чиме стиче могућност да недостајуће акције откупи на берзи. Испоставља се да, упркос рестриктивном закону, српске компаније могу да стичу сопствене акције на берзи, готово без ограничења. Формално ограничење остаје у виду ограничења од 10%, уколико претходно нису формиране резерве.

Што се тиче отуђивања сопствених акција, оно има елементе и примарног и секундарног трговања, јер се ради о већ издатим акцијама које поседује издавалац, али не као њихов власник већ привремени држалац и који има обавезу да их у роковима утврђеним законом отуђи или поништи. Комисија налази да отуђење сопствених акција на берзи има основа у следећим изузетним ситуацијама: (1) потреба за промптним реаговањем услед поремећаја на тржишту ("Имајући у виду одредбе члана 222. став 4. тачка 3. ЗПД, Комисија сматра да намера законодавца није била да онемогући друштво да промптно реагује у случају поремећаја на тржишту – што процедура отуђења *pro rata* због дужине поступка прописаног чланом 224. ЗПД не омогућава"⁷⁹); (2) отуђење одлуком одређеног броја сопствених акција. "Наиме, и код отуђења *pro rata* сопствених акција, у случају да друштво није

77) Затворено акционарско друштво може стицати сопствене акције непосредним преговорима са акционарима, поштујући начело равноправности акционара исте класе (члан 445). Принцип равноправности акционара подразумева да друштво мора откупљивати акције од свих акционара одређене класе, сразмерно поседованим акцијама.

78) www.sec.gov.rs

79) Такође, као и код стицања, Одлука Управног одбора мора садржати детаљно образложење разлога, односно поремећаја на тржишту који се оваквим отуђењем желе да спрече, као и цену отуђења (отуђење по тржишним, а не повлашћеним условима - основ за овакво тумачење је одредба члана 32. ЗПД, односно одлуке које доноси управа треба да су у најбољем интересу друштва).

отуђило потребан број акција у складу са одлуком о отуђењу, а нарочито имајући у виду рокове за отуђење и последице пропуштања рока – смањење основног капитала, треба предвидети могућност да друштво непродати број акција након спроведене процедуре стицања *pro rata* отуђи на берзи под тржишним условима⁸⁰. Друштва која су стекла сопствене акције пре почетка примене - ступања на снагу ЗПД, према изнетом ставу Комисије, такође представљају изузетак. “Наиме, ова друштва су дужна да отуђе стечене сопствене акције у року од 1 године, па не би требало рестриктивно тумачити наведену одредбу, односно треба им омогућити да отуђе ове акције у прописаном року на берзи, да не би дошло до смањења основног капитала”. Према томе, захваљујући Мишљењу Комисије и околностима које су утицале на пад вредности акција свих котираних компанија, један у суштини ригидан режим стицања сопствених акција трансформисан је у изразито либералан режим.

4. Откупљивање сопствених акција у условима актуелне финансијске кризе

Преовладава став да је, са тачке гледишта инвеститора, откуп сопствених акција позитивна појава. Поред свих до сада поменутих предности, откуп сопствених акција спречава компанију да се упушта у нерационалне аквизиције. Наиме, позната је појава да менаџмент често доноси одлуке усмерене на раст компаније како би оправдао све већа примања, повећавајући истовремено тиме свој утицај на финансијској сцени⁸¹. Међутим, актуелна финансијска криза, која је снажно допринела повећаном откупу сопствених акција, како у развијеним тржишним економијама, тако и Србији и њеном окружењу, све више обзнањује негативне ефекте откупа сопствених акција. Криза је учинила све чешћом појавом да компаније откупљују своје акције по

вишим ценама него што могу да их касније продају, што има за последицу штету по само друштво и акционаре који нису продали акције. Поред тога, погоршава се финансијски положај и повериоци се излажу повећаном ризику. Иронија је и то што је помоћ америчке државе за оживљавање своје економије подстакла откупљивање сопствених акција. Наиме, добијени новац су компаније углавном употребиле за откуп сопствених акција, уместо да га пласирају у финансирање производње и потрошње⁸². Ипак, вредности акција су често настављале да падају и након спровођења програма откупа⁸³. Да ли су примљени новац инвеститори уложили у финансирање производних компанија вероватно ће показати нека будућа истраживања. Warren Buffett, познат по томе што инвестира у компаније са добрим менаџментом, у чији рад се не меша, недавно је направио преседан коментаришући одлуку Крафта, чији је Buffett-ов *Berkshire Hathaway* значајан акционар, да изврши аквизицију *Cadbury*-а. Наиме, Крафт је током 2007. године откупио 3,6 милијарди сопствених акција по 33 америчких долара да би сада, у циљу аквизиције *Cadbury*-а, емитовао акције по 27 US долара. Поводом тога, Buffet је поставио питање: “Мисли ли менаџмент да је била грешка откупљивати сопствене акције по 33 US долара када је стварна вредност у ствари 27 US долара, и да ли је стога у реду вршити капиталну аквизицију на темељу тих цена?”⁸⁴ Велику пажњу јавности изазвала је и одлука *Nestle* да прода стратешки важан већински пакет *Alcon*-ових акција (52%), како би са примљеним новцем појачао и убрзао програм откупљивања сопствених акција⁸⁵.

Бројне компаније у Србији такође су донеле одлуку да изврше откуп сопствених акција, услед пада вредности њихових акција на Београдској берзи. Примера ради, током 2008. године откуп су најавили: “Тигар”, “Сојапротеин”, “Бамби Банат”, “Имлек”, “Гоша ФОМ”, “Фиделинка” и

80) Основ за овакво тумачење је сходна примена одредби члана 213. ЗПД“, према коме законодавац допушта да након дистрибуције акција са правом пречег стицања, непродате акције могу бити понуђене трећим лицима.

81) <http://www.lesaffaires.com/blogues/les-investigateurs-financiers/les-mauvais-rachats-d-actions/508305>

82) Према: Митровић, М., Обама: “Неће бити ни лако ни брзо” Бизнис и финансије, број 52, фебруар 2009.

83) Наведено се тумачи једним од важних узрока неуспешног санирања америчке, а тиме и светске економије.

84) <http://www.marketwatch.com/story/buffett-goes-activist-on-krafts-cadbury-bid-2010-01-05>

85) *Nestle* је продао акције *Alcon*-а за 28 милијарди швајцарских франака (18,8 милијарди евра), анулирајући тиме обавезе које су крајем 2009. године износиле 20,5 милијарди. Такође је решио да примљени новац употреби за појачање и убрзање програма откупљивања сопствених акција. Опењује се да је ова одлука пресуђујућа за видно већи раст њених акција од раста индекса Циришке берзе. Најновији програм откупа најављен 05.01.2010. године, према коме ће бити откупљене сопствене акције у вредности од 10 милијарди швајцарских франака, отпочеће вероватно током априла 2010. године (трајаће 2 године), након што се заврши већ започети откуп у вредности од 25 милијарди швајцарских франака (до сада је откупљено акција у вредности од 20 милијарди швајцарских франака). Ипак, многи су се разочарали избором продаје акција *Alcon* -а зарад откупа сопствених акција. Cougard, M.J., „Nestle muscle ses rachats d'actions en attendant d'hypothetiques acquisitions“, *Les Echos*, 2010.

“Центропроизвод”, “Енергопројект”, “Млекара” Суботица, „Подунавље“ Бачка Паланка “Крушик акумулатори”, “Дунав осигурање”, “Ветеринарски завод” Суботица и др. Највећи број међу њима је донео одлуку о откупљивању сопствених акција надајући се да ће повећана тражња, уз психолошки ефекат утицати на опоравак, или барем обустављање пада вредности акција (“Сојапротеин”, „Гоша ФОМ“, “Дунав осигурање”, “Ветеринарски завод” Суботица, “Јубмес банка”). Наиме, акције највећег броја ових компанија су од почетка до новембра 2008. године изгубиле од 45 до 75 одсто вредности. Током 2009. године откупе су најавили “Бамби Банат”, “Тигар”, “Агропрогрес”, “Сремпут Рума”, “Санад” и др.

Тигар је откупљивао сопствене акције услед опасности да због неликвидности акција не испуни услове за останак на А листингу, што би осим непосредне штете по компанију угрозило положај домаћих институционалних инвеститора који имају законску обавезу да део својих инвестиција пласирају искључиво у акције са А листинга. Поједине компаније откупљивале су сопствене акције, упркос томе што су биле свесне да тиме не могу утицати на тренд пада цена. Примера ради, “Имлек” и “Бамби Банат”, компаније у власништву енглеског инвестиционог фонда “Салфорд”, откупљивале су сопствене акције јер су њима обезбеђивале узете кредите, те су као последица пада њихове вредности имали обавезу да банкама допуне сопствене акције за обезбеђење кредита⁸⁶.

Скоро ниједна компанија није откупљивала сопствене акције са намером да их поништи, већ да их отуђи у року од годину дана. Дакле, компаније су биле уверене да је нестабилност на финансијском тржишту привременог карактера и очекивале опоравак тржишта у року од годину дана. Резултати су били поражавајући, што је било и очекивано, будући да су све иоле озбиљније анализе указивале на то да се не може очекивати опоравак берзе у периоду од годину дана. Поједине компаније су оствариле краткорочне ефекте, али пад вредности акција није спречен⁸⁷. Одлука о откупу сопствених акција је утолико гора уколико је обим промета акција компаније већи. Многе компаније су исплатиле високе износе новца за стицање изузетно скромног процента акција. Након годину дана, компаније су стављене у положај да

бирају између два зла: да продају акције по нижим ценама од оних по којима су их прибавиле, чиме се додатно повећава притисак понуде, што додатно подстиче обарање цена акција, или да пониште акције, чиме додатно погоршавају финансијски положај. Опасност од кварења финансијског положаја утолико је већа уколико се комерцијално и финансијско тржиште не стабилизују, а по свему судећи не треба бити превелики оптимиста када су у питању излазак српске привреде из кризе и опоравак Београдске берзе.

Закључак

У периодима повољне конјунктуре, коју карактерише раст продаје, компаније долазе до вишка готовине, те су, уколико не повећавају капацитете, у ситуацији да исплаћују увећане дивиденде и/или да откупљују сопствене акције.

Компаније се одлучују на куповину сопствених акција у зависности од законске регулативе, положаја конкретне компаније и процене менаџмента. Бројни су мотиви и методе стицања сопствених акција, при чему је одабир методе условљен постављеним циљем. Англосаксонске компаније далеко чешће откупљују сопствене акције у односу на друге компаније. Поред либералнијег режима стицања сопствених акција, овоме битно доприносе развијеност и специфичности англосаксонског финансијског система. У ЕУ последњих година долази до све веће либерализације режима стицања сопствених акција, и у складу са тиме, све већи број европских компанија откупљује своје акције на берзи.

На први поглед, Закон о привредним друштвима на веома либералан начин уређује питање стицања сопствених акција. Међутим прописивањем методе јавне понуде *pro-rata*, као обавезујуће методе, чини овај Закон изразито рестриктивним, те онемогућује стицање акција сходно дефинисаним циљевима стицања. Ова рестриктивност је пак, значајно ублажена захваљујући Комисији за ХОВ, која је, прописујући изузетке од стицања акција јавном понудом *pro-rata*, омогућила српским компанијама да тргују сопственим акцијама на Београдској берзи.

Актуелна финансијска криза представља повод за преиспитивање некритичког позитивног става према откупу сопствених акција, чак и када су акције на берзи реално потцењене. Поред тога,

86) Према: Дневни лист *Блиц* 15. новембар 2008.

87) Примера ради, одлука Сојапротеина о откупу акција из марта 2008. године је неко време имала позитиван психолошки ефекат на берзи и цене су расле. Међутим, убрзо је уследио силазни тренд на целој берзи.

чини се да је дошло време за преиспитивање циља пословања дефинисаног у виду максимизације вредности акција. Наиме, није спорно да треба максимизовати вредност акција на дужи рок, али фокусирање на актуелну тржишну вредност у условима кризе, те спровођење програма откупа сопствених акција са намером да се исте продају у року од година, очекујући да ће тиме бити стабилизоване цене, може угрозити положај компаније, а тиме и положај њених поверилаца и акционара који се нису определили да продају акције. Делује као да се заборавило да се откупљивање акција традиционално одобрава уколико штета непосредно предстоји и ако се разумно може очекивати да ће компанија откупљивањем сопствених акција предупредити настанак штете. Није спорно да у условима финансијске кризе штета предстоји, али се као спорна испоставила претпоставка да компаније откупом сопствених акција спречавају штету. Испоставило се да су многа друштва откупом сопствених акција допринела томе да штета буде још већа.

Коришћена литература

1. Brealey, R., Myers, S., *Principles of Corporate Finance*, seventh ed. McGraw-Hill Irwin, New York, 2003.
2. Damodaran, A., *Corporate Finance – Theory and Practice*, 2 ed., John Wiley & Son, Inc. Prevod MODUS – Centar za statistička istraživanja i prognoze, Podgorica, 2005.
3. Кнежевић, Г., Павловић, В., „Утицај финансијског система на извештавање о финансијским инструментима“, *Рачуноводство*, бр. 9/10, СРРС, Београд, 2008.
4. Красуља, Д., Иванишевић, М., *Пословне финансије*, четврто издање, Економски факултет, Београд, 2003.
5. Кулић, М. *Финансијски менаџмент*, Megatrend универзитет, Београд, 2008.
6. Кулић, М. *Пореско право*, Megatrend универзитет, Београд, 2006.
7. Милосављевић М., *Акционарско друштво*, Интермех, Београд, 2006.
8. Муминовић, С., „Упоредни преглед и перспективе развоја финансијских тржишта у Србији и Словенији“, *Megatrend ревија*, Београд, вол. 5 (1) 2008.

9. Павловић, В., Кнежевић, Г., „Адекватност тржишне методе процене вредности капитала за потребе приватизације“, *Рачуноводство*, бр. 3/4, СРРС, Београд, 2008
10. Павловић, В., Љумовић И., „Финансијска регулатива у САД као покретач актуелне светске кризе“, *Рачуноводство*, бр. 5/6, 2009.
11. Van Horne, J.C., Wachowicz J.M., *Fundamentals of Financial Management* 12 ed., Pearson Education, Inc, New Jersey, 2005. Prevod: Data status Beograd, 2007.
12. Васиљевић, М., „Коментар Закона о привредним друштвима“, *Службени гласник РС*, Београд, 2006.
13. Васиљевић, М. и др., *Корпоративно управљање – правни аспект*, Правни факултет Универзитета у Београду, Профинвест, д.о.о., Београд, 2009.
14. Vernimmen, P. (2005): *Finance d'entreprise*, 6^e edition par Pascal Quiry & Yann Le Fur. Paris: Dalloz.

Часописи

1. *Економист*
2. *Бизнис и финансије*

Дневне новине

1. *Политика*
2. *Блиц*

Сајтови

1. <http://dividende.be>
2. <http://www.hec.edu>
3. <http://www.lesechos.fr/journal>
4. www.village-justice.com
5. <http://www.marketwatch.com>
6. <http://www.gov.cn/ziliao/flfg/>
7. <http://ideas.repec.org>
8. www.sec.gov.rs
9. www.belex.rs

др Ксенија
ДЕНЧИЋ-МИХАЈЛОВ*

Специфичности управљања обртним средствима у мултинационалној компанији

Резиме

Имајући у виду све веће присуство мултинационалних компанија на домаћем тржишту, као и интензивнију укљученост домаћих предузећа у међународне токове роба, услуга и капитала, циљ овог рада је анализа кључних питања процеса међународног управљања обртним средствима. Тако су у првом делу рада обрађене специфичности и ограничења репозиционирања краткорочних финансијских средстава у међународним оквирима. Најзначајнији део токова готовине који се реализује од филијала ка центру мултинационалне компаније има за основ исплату дивиденди. Поред готовинских токова по основу дивиденди, у другом делу рада анализирани су и исплате на име провизија менаџера, ројалити плаћања, продаја производа по трансферним ценама. Трећи део рада бави се анализом циљева и начина међународног управљања готовином, док су у четвртном делу обрађене специфичности управљања залихама мултинационалне компаније.

Кључне речи: обртна средства, управљање, мултинационална компанија, готовина, залихе, информације, цена.

Увод

Приливи и одливи новчаних средстава мултинационалних компанија изложени су великом степену ризика и неизвесности. Управљање ликвидношћу и остварење задовољавајућег нивоа рентабилности, уз уважавање концепта опортунитетних трошкова, представљају основне задатке процеса управљања обртним средствима мултинационалне компаније. Прецизније, циљеви управљања обртним средствима у међународном окружењу су:

- алоцирање расположивих краткорочних финансијских средстава на оне валуте и у оним земљама које ће максимизирати укупан принос мултинационалне компаније, и
- краткорочно задуживање на различитим тржиштима новца које подразумева минималне трошкове финансирања обртних средстава.

Наведене циљеве финансијски менаџери морају да остваре уз одржавање задовољавајућег нивоа ликвидности и минимизовање укупног ризика коме је изложено пословање мултина-

*) Ванредни професор Економског факултета Универзитета у Нишу

ционалне компаније. Важност ефикасног управљања обртним средствима проистиче из чињенице да у највећем броју компанија обртна средства чине већи део укупних пословних средстава, а да је највећи проценат обртних средстава везан у залихама као њиховом најнеликвиднијем појавном облику. Специфичан проблем у процесу управљања обртним средствима у међународном окружењу односи се на избор начина управљања готовином, који може бити централизован или децентрализован (локално управљање). Токови готовине између филијала и матичне компаније реализују се по основу исплате дивиденди, провизија менаџера, ројалити плаћања, директне продаје производа по трансферним ценама и др. Матична компанија треба адекватно да планира начине репатријације профита из својих филијала, како би минимизовала укупан износ пореских обавеза на нивоу мултинационалне компаније у целини.

Имајући у виду, са једне стране, све веће присуство мултинационалних компанија на домаћем тржишту, а са друге стране све већу укљученост домаћих предузећа у међународне токове роба, услуга и капитала, циљ овог рада је анализа кључних питања у процесу међународног управљања обртним средствима. Тако су у *првом делу рада* обрађене специфичности и ограничења репозиционирања краткорочних финансијских средстава у међународним оквирима. Најзначајнији део токова готовине који се реализује од филијала ка центру мултинационалне компаније има за основ исплату дивиденди. Поред готовинских токова по основу дивиденди, у *другом делу рада* анализиране су и исплате на име провизија менаџера, тзв. ројалити плаћања, продаја производа по трансферним ценама. *Трећи део рада* бави се анализом циљева и начина међународног управљања готовином, док су у *четвртном делу* обрађене специфичности управљања залихама мултинационалне компаније. Последњи део рада садржи закључна разматрања.

1. Проблем репозиционирања краткорочних финансијских средстава

Алоцирање ограничених краткорочних финансијских средстава на оне валуте и у оним земљама које ће максимизирати укупан принос мултинационалне компаније један је од основних краткорочних циљева мултинационалне компаније. Топ менаџмент матичне компаније треба да одреди стратешке циљеве развоја

филијала у различитим земљама, на основу чега се креира финансијски план репозиционирања профита, новчаних средстава и капитала за сваку од филијала мултинационалне компаније.

Узимимо за пример мултинационалну компанију чије седиште је у САД, а филијале у Француској, Мексику и Кини. Наведена национална тржишта разликују се по више основа - по стабилности валуте, пореским прописима, потенцијалу развоја у кратком и дугом року, постојању ограничења у репатријацији капитала и сл. Такође, начин страног улагања матичне компаније у земљи домаћину може бити различит - *greenfield* инвестиција, аквизиција, заједничко улагање и сл. На основу информација о претходно наведеним разликама, матична компанија ће одлучити да из филијала које су достигле фазу зрелости (нпр. Француска) трансферише финансијска средства у филијале са развојним перспективама у кратком и дугом року (Мексико и Кина), да балансира између нивоа финансијских средстава, нивоа пореског оптерећења и ризика девизног курса у економијама са нестабилном валутом, као и да правилно репозиционира средства у/из филијала са седиштем у земљама са високим ризиком трансфера капитала.

Мултинационалне компаније се у процесу глобалног управљања обртним средствима суочавају са великим бројем ограничења која утичу на способност матичне компаније да једноставно и без трошкова трансферише финансијска средства из једне у другу филијалу. То су најчешће ограничења политичке природе, опорезивање, девизни курс, захтеви за одржањем ликвидности и сл.¹

- Политичка ограничења онемогућавају слободно репозиционирање финансијских средстава унутар мултинационалне компаније на два начина: отворено (јавно) односно прикривено (тајно). Отворено лимитирање трансфера финансијских средстава последица је неконвертибилности валуте земље домаћина или контроле девизног курса који онемогућава трансфер по "разумном" девизном курсу. Прикривено ограничење репозиционирања политичке природе није уочљиво на први поглед. Односи се на различите облике ограничења трансфера дозвола, по основу дивиденди, високог пореског оптерећења, или пролонгирања поступка репозиционирања које се јавља услед неефикасног, бирократског процеса.

1) Опширније у: Moffet, M., Stonehill, A., Eiteman, D. (2009), *Fundamentals of Multinational Finance*, Pearson Prentice Hall, pp. 617-18.

- Пореска ограничења резултат су сложене и понекад контрадикторне пореске процедуре коју намеће влада државе-домаћина. Низом пореских давања вредност остварена у филијали мултинационалне компаније може значајно еродирати.
- Увек када се једна валута размењује за другу настају трансакциони трошкови у форми провизија или разлике између продајног и куповног курса. Трансакциони трошкови представљају приход комерцијалних банака и дилера који обављају активност на девизном тржишту. Износ који се плаћа на име трансакционих трошкова овог типа може бити веома висок код великих и честих трансфера једне валуте у другу. Из тог разлога мултинационална компанија треба пажљиво да планира девизне трансакције свих својих филијала.
- Захтеви за одржањем ликвидности и добрих односа са локалним банкама могу ограничити способност матичне компаније да једноставно и без трошкова трансферише финансијска средства из својих филијала.

2. Токови готовине између филијала и матичне компаније

Најзначајнији део токова готовине који се реализује од филијала ка центру мултинационалне компаније има за основ исплату дивиденди. Поред готовинских токова по основу дивиденди, ту су и исплате на име провизија менаџера, тзв. ројалити плаћања, продаја производа по трансферним ценама и др. Владе држава домаћина се, логично, противе одливу новца из филијала ка матици мултинационалне компаније и преферирају реинвестирање оствареног профита на домаћем терену. Са друге стране, циљ матичне компаније је такав избор начина репатријације профита из својих филијала којим се минимизује укупан износ пореских обавеза на нивоу мултинационалне компаније у целини.

2.1. Исплата дивиденди

Дивиденда представља принос на уложени капитал обичних акционара. Како се дивиденда исплаћује из нето добитка након измирења обавеза према свим врстама поверилаца, обавеза по основу пореза, као и обавеза према преферен-

цијалним акционарима, присвајачко право обичних акционара није ничим загарантовано. Исплата дивиденди из добити остварене у филијалама мултинационалне компаније представља класичан начин трансфера добити ка њеним власницима - акционарима матичне компаније. Дивидендна политика, као начин на који се добит распоређује на дивиденде и акумулирану добит, у мултинационалним компанијама представља веома комплексно поље одлучивања. На избор међународне дивидендне политике утичу многобројни фактори, као што су ниво пореских стопа, политички ризик, ризик девизног курса, политика инвестирања, раста и развоја филијала и др.

Порески систем земље-домаћина кључни је фактор дивиденде политике мултинационалне компаније. У многим земљама постоји разлика у стопи пореза на корпоративну добит и стопи пореза на приходе од дивиденди, као и додатни порез на дивиденде исплаћене иностраним инвеститорима. Из ових разлога дивиденде понекад представљају најнеефикаснији начин репатријације финансијских средстава ка власницима матичне компаније. Како Desai, Foley i Hines² истичу у свом емпиријском истраживању, дивидендна политика мултинационалних компанија најчешће је креирана са циљем минимизовања пореских обавеза.

Постојање политичког ризика може подстаћи матичну компанију да целокупан износ локално генерисаних финансијских средстава (изнад нивоа потребног за финансирање обртних средстава и планираних капиталних инвестиција) трансферише ка власницима мултинационалне компаније. Ова стратегија мултинационалне компаније јавља се као одговор на потенцијална ограничења која поставља влада земље-домаћина.

Уколико матична компанија прогнозира висок износ губитака по основу валутног ризика, може одлучити да убрза "истискивање" финансијских средстава из филијале, исплатом високих дивиденди. Дивидендна политика коју карактерише убрзана исплата дивиденди представља само део шире стратегије мултинационалне компаније са циљем пребацивања финансијских средстава из филијала које послују у земљама са слабом и нестабилном валутом у филијале из земаља са јаком и стабилном валутом. Међутим, примена ове стратегије одређена је бројним факторима (нпр. очекивана реакција владе земље домаћина, разлика

2) Desai M., C. Foley F., Hines J. (2001), "Repatriation Taxes and Dividend Distortions", *National Tax Journal* 54, 829-851.

у каматним и пореским стопама на разним националним тржиштима и сл.).

Агенцијски проблем такође се јавља као фактор интерног тржишта капитала једне мултинационалне компаније. Строго регулисане исплате дивиденди умањују дискрецију менаџера филијала и стога умањују присутан агенцијски проблем и трошкове повезане са њим. Сукоб интереса на релацији акционари-менаџери најчешће се јавља када у власништву над филијалом мултинационалне компаније учешће имају и локални акционари. Они могу утицати на локалне менаџере да обављају трансакције по цени која се разликује од тржишне цене³. Тада се може очекивати ригорознија дивидендна политика на нивоу мултинационалне компаније.

Ниво готовине расположиве за исплату дивиденди зависи како од оствареног нето добитка у филијалама, тако и од ефикасности наплате потраживања, али и фазе зрелости у којој се филијала налази. Тако се филијале које се налазе у фази интензивног раста и капиталних улагања могу суочити са недостатком готовине, упркос позитивно оствареној нето добити, а самим тим и са проблемом исплате дивиденди. Могућа је и супротна ситуација, када се велике потребе за готовином јављају у матичној компанији. Скупо екстерно финансирање путем акцијског капитала узрокује повећане захтеве према филијалама за исплату готовинских дивиденди, којима би биле решене финансијске и инвестиционе потребе матичне компаније.

2.2 Ројалити плаћања и менаџерске провизије

Ројалити (енг. *royalty*) плаћање (такса) представља, као и дивиденда, прилив за матичну компанију, а одлив за филијалу мултинационалне компаније. Односи се на плаћање по основу коришћења права интелектуалног власништва (патената, технологије, трговачке марке, ауторских права, франшизе) или природних ресурса. Ројалити износ се обично утврђује као процентуални део прихода који се остварује коришћењем одређене имовине. Са становишта матичне компаније, ројалити представља чист профит, јер се матица не излаже додатним трошковима да би га остварила. Ројалити плаћања морају бити адекватно пројектована и укључена у оцену финансијске оправданости стране директне инвестиције, тј. присутна у пројекцијама нето новчаног тока стране инвестиције.

На основу услуга које матична компанија пружа филијалама (менаџерска експертиза, технички консалтинг и сл.) такође се наплаћују разне врсте такси. Њима се покривају оперативни трошкови којима се матична компанија излаже у корист филијала мултинационалне компаније. Ове врсте такси практично представљају учешће филијала у трошковима истраживања и развоја, рачуноводственим трошковима или трошковима услуга правних консултаната. Филијала такође учествује са својим приходима у платама менаџера на највишем нивоу мултинационалне компаније, трошковима односа са јавношћу, рекламе и сл. Ова врста плаћања утврђује се у процентуалном износу од оствареног прихода филијале или на *pro rata* основи у укупним фиксним трошковима мултинационалне компаније.

За разлику од дивиденди, издвајања за ројалити или менаџерске провизије често омогућавају пореске уштеде на нивоу мултинационалне компаније. Приливе по основу дивиденди матична компанија остварује након што је на нивоу филијала плаћен порез на добит и често додатни порез на дивиденде нерезидената. Насупрот томе, ројалити и менаџерске провизије се издвајају из добити пре опорезивања, а уколико постоји и порез на ове новчане токове од филијале ка матичној компанији, пореска стопа је нижа у односу на пореску стопу на токове новца по основу дивиденди. Међутим, треба нагласити да ројалити и менаџерске таксе представљају зараду са становишта матичне компаније, на коју се порез обрачунава сходно регулативи земље-седашта матичне компаније.

2.3 Трансферне цене

Трансферне цене су цене које се примењују у робној размени између матичне компаније и њених филијала или између две филијале исте компаније. Те цене су ниске и по правилу ослобођене екстремних утицаја тржишних осцилација. Стога је тешко утврдити да ли су трансферне цене по свом износу блиске вредности која би била постигнута на конкурентном тржишту. Ово је посебно значајно питање када се ради о цени полупроизвода, за које практично не постоји алтернативно тржиште. Мултинационалне компаније често манипулишу укупним оствареним профитом користећи трансферне цене. Тако се нпр. политиком високих трансферних цена трансферише добит из земаља са

3) Опширније код: Desai M., C. Foley F., Hines J. (2006), *Dividend Policy inside the Multinational Firm*, NBER working paper, pp. 1-21.

високим порезима у земље са ниским пореским оптерећењем. Мултинационалне компаније такође користе трансферне цене за остваривање и одржавање конкурентне позиције на тржишту.

Основни проблем повезан са постојањем трансферних цена односи се на контролисање њиховог нивоа од стране пореских органа, а ради онемогућавања мултинационалним компанијама да системом трансферних цена манипулишу у области плаћања пореза. OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) препоручује државама-чланицама примену следећих метода идентификације адекватних трансферних цена⁴:

- *Метод упоредиве неконтролисане цене.* Овај, најједноставнији метод утврђивања реалног нивоа трансферних цена, може бити примењен у случајевима када је добро које је предмет трансфера међу филијалама у исто време и предмет продаје мултинационалне компаније другој независној компанији, или ако је исто добро предмет купопродаје двеју независних компанија. Проблеми који се јављају у примени овог метода везују се за тешкоће при идентификацији идентичних трансакција купопродаје добара, нарочито када је у питању продаја робе по поруџбини.
- *Метод малопродајне цене.* Одговарајућа трансферна цена добија се одузимањем одређеног износа профита продајног сектора (дистрибутера) од малопродајне цене. Међутим, уколико продајни сектор великим делом креира продају одређеног производа (нпр. пост-продајним услугама које нуди), тешко је утврдити одговарајући износ профита који треба одузети од финалне продајне цене у циљу оцене адекватне трансферне цене.
- *Трошкови-плус метод.* Трошковима производње добра које је предмет трансфера међу филијалама мултинационалне компаније, додаје се одговарајући износ профита који се, увек када је то могуће, утврђује упоређивањем са одговарајућом неконтролисаним ценом.
- *Метод упоредивих профита.* Овим методом се упоређује профитабилност компаније која се бави истом или сличном делатношћу и профитабилност филијале која користи

трансферне цене, а најчешће се користи у комбинацији са претходно описаним начинима утврђивања трансферних цена.

Други проблем који се везује за постојање трансферних цена је утицај њихове примене на рад менаџера филијала мултинационалне компаније. Трансферне цене које не одражавају реално трошкове трансакција између филијала као профитних центара мултинационалне компаније, не пружају адекватну слику профитабилности филијала. Самим тим, неадекватно утичу на мотивацију и залагање њихових извршних менаџера. Уколико се на нивоу мултинационалне компаније користе трансферне цене ради управљања обртним капиталом или из разлога пореске природе, потребно је систем оцене перформанси појединих филијала модификовати на начин да одражава њихову стварну профитабилност.

3. Управљање готовином мултинационалне компаније

Циљ менаџера који је оријентисан ка максимизовању вредности за акционаре је одржање оптималног нивоа готовине. Ниво готовине зависи од маргиналних трошкова и користи њене употребе. Оптимални ниво готовине је онај при коме су трошкови прибављања, држања и недостатка готовине минимални. Baumol⁵, а касније и Baum, Caglayan и Stephen⁶ примењују модел управљања залихама на проблем управљања готовином. Управљање готовином мултинационалне компаније има за циљ да утврди и одржава оптимални салдо готовине по свим филијалама мултинационалне компаније, као и да омогући ефикасан међународни трансфер готовине (између филијала и матичне компаније). Постојање одређеног салда готовине у филијалама мултинационалне компаније неопходно је из више разлога:

1. Прво, како се примања и издавања готовине у филијалама мултинационалне компаније редовно не подударају, настаје потреба за формирањем залиха (салда) готовине, са циљем одржавања континуитета пословања. Токови готовине у мултинационалној компанији и њеним филијалама потичу из два извора - интерног и екстерног. *Интерни ток готовине* је регуларан и односи се на улагање готовине у фиксна средства, залихе, трошкове и расходе да би се

4) Опширније код: Bekaert G, Hodrick R. (2009), *International Financial Management*, Pearson International Edition, pp. 687-689.

5) Baumol, W. (1952), *The transactions demand for cash: An inventory theoretic approach*, Quarterly Journal of Economics, 66(4), pp.545-556.

6) Baum, C., Caglayan, M., Stephan, A. (2008), *Uncertainty determinants of corporate liquidity*, Economic Modeling, 25(5), pp.833-849.

увећана вратила продајом производа и услуга и наплатом потраживања од купаца. Мање редован је екстерни ток готовине, тј. повремена примања и издавања готовине која потичу из нових краткорочних задужења или повећања финансијских средстава мимо редовног пословања. При томе, основни извори прилива готовине представљају дивиденде, примања по основу тзв. ројалити плаћања, примања по основу продаје производа и услуга, емисије новог кола хартија од вредности, узимања кредита од банака и разних међународних финансијских институција, примања по основу авансног плаћања купаца и сл. Са друге стране, издавања такође као основ могу имати финансијске обавезе (дивиденде, камату, отплату главнице дуга), пореске обавезе, обавезе према добављачима, обавезе према запосленима, куповину основних средстава и др. Како се примања и издавања готовине временски и квантитативно не подударaju, ни на нивоу мултинационалне компаније као целине, нити на нивоу њених филијала, настаје потреба за формирањем залиха готовине тј. за одржавањем одређеног салда готовине.

2. Залихе готовине врше и интервентну функцију, тј. потребне су ради интервенисања у случају непредвидивих, ванредних потреба за готовином. Савремено пословно окружење обележено је израженом конкуренцијом мултинационалних компанија на глобализованом тржишту, која условљава континуирану иновативну активност и високе инвестиције у истраживање и развој. Ванредне потребе за готовином јављају се и услед нужности одржавања конкурентног положаја и примене иновација научно-техничког прогреса.

3. Разлог држања одређеног салда готовине који је уочио Foley et al.⁷ везан је за опорезивање. Компаније које остварују приход ван граница своје земље имају интерес да готовину држе у иностранству како би избегле порез по основу репатријације.

4. Агенцијска теорија Jensen-a и Meckling-a⁸ пружа још једно објашњење држања залиха готовине. Са решавањем агенцијског проблема повезано је питање пласмана слободних новчаних средстава. Према Jensen-у⁹, *free cash flow* је

новчани прилив који представља вишак новчаних средстава изнад нивоа потребног да предузеће финансира све постојеће инвестиционе пројекте који дају позитивну нето садашњу вредност. Такав вишак новчаних средстава може бити исплаћен акционарима у облику дивиденде, чиме се на кратак рок максимизују интереси власника предузећа. Међутим, исплата дивиденде смањује обим ресурса предузећа који се налази под контролом менаџера, а самим тим и њихову дискрецију у управљању предузећем.

5. Одређени салдо готовине мултинационалне компаније могу држати и из шпекулативних разлога, тј. у циљу остваривања профита из разних инвестиционих алтернатива доступних на међународном тржишту новца.

Генерално посматрано, имперфекције тржишта капитала примарни су разлог постојања залиха готовине у компанијама. На савршеним тржиштима, предузећа би држала залихе готовине потребне само за обављање редовне пословне активности. У случају додатних, предвиђених или непредвиђених потреба за готовином, могле би да је прибаве са тржишта без излагања трансакционим трошковима. Хеџинг путем држања одређеног салда готовине рационалан је само у (реалном) случају “скупог” приступа тржишту капитала, тј. у условима постојања трансакционих трошкова, агенцијског проблема, информационе асиметрије и сл.¹⁰

Базични циљ управљања готовином, како компаније која послује на домаћем тако и оне која своје пословање организује у више земаља, је остварење оптималног коришћења финансијских средстава уз одржање минималног салда готовине. Окружење у коме послује мултинационална компанија је много шире и комплексније од окружења у коме своју активност организује компанија која производи и продаје своје производе и услуге на једном националном тржишту. Стога и традиционални циљеви процеса управљања готовином у контексту мултинационалних компанија добијају глобалну димензију:

- минимизирање цене употребе извора финансирања (посебно у условима постојања високих каматних стопа у великом броју земаља);

7) Foley, C. F., Hartzell, J., Titman, S., & Twite, G. (2007), “Why do firms hold so much cash? A tax-based explanation”, *Journal of Financial Economics*, 86(3), 579–607.

8) Jensen, M., & Meckling, W. (1976). “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360;

9) Jensen M. (1986), “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, *The American Economic Review*, Vol. 76, Issue 2

10) Ramirez A., Tadesse S. (2009), “Corporate cash holdings, uncertainty avoidance, and the multinationality of firms”, *International Business Review* 18, pp. 387–403

- побољшање ликвидности на глобалном нивоу;
- смањење изложености политичком и валутном ризику пажљивим преговарањем, склапањем уговора о осигурању и хеџингом помоћу форвард, фјучерс и опцијских уговора;
- повећање стопе приноса на уложена средства балансирањем приноса на краткорочно и дугорочно уложена средства.

Финансијско управљање и контрола токова готовине у мултинационалној компанији предуслов су одвијања континуитета пословања свих филијала са једне стране и измирења доспелих финансијских обавеза о роковима њиховог доспећа са друге стране. Основно питање које се поставља на пољу управљања готовином мултинационалне компаније односи се на избор централизованог или децентрализованог начина управљања.

Централизован начин управљања готовином подразумева одржавање само оног минимално потребног салда готовине у филијалама мултинационалне компаније који омогућава одржавање континуитета пословања у условима сигурности (не и додатног салда готовине чија је функција задовољење ванредних, непредвидивих потреба за готовином од стране филијала мултинационалне компаније). Сви вишкови готовине изнад минимално потребног салда повлаче се из филијала и усмеравају ка матичној компанији, која тако прикупљену готовину пласира уз уважавање односа ризик/принос. Овако осмишљен централизовани начин управљања готовином мултинационалне компаније има неколико предности у односу на децентрализовани:

- Управљање готовином из једног центра (најчешће великог финансијског центра) нуди предности у погледу управљања информацијама које се тичу расположивих могућности улагања, стабилности локалних валута, очекиваног ризика и приноса на појединим националним тржиштима и сл.
- Друга предност потиче од централизованог држања резерви готовине (сигурносног салда готовине) у случају ванредних, непредвиђених потреба, чији износ се утврђује праћењем токова готовине у свим филијалама мултинационалне компаније.
- Редукција трошкова финансирања је такође предност централизованог управљања

готовином. При оваквом начину управљања готовином не може се десити да се једна филијала краткорочно задужи по високој каматној стопи, а да у исто време друга филијала пласира периодичне вишкове готовине по нижој каматној стопи. Финансијски менаџери матичне компаније чији задатак је управљање централизованим пулом готовине, лоцирају најповољнији начин задуживања и најприноснији начин пласирања вишкова готовине за мултинационалну компанију као целину.

- Мултилатерално умрежавање (*multinational netting*) јавља се као посебна предност централизованог начина управљања готовином¹¹. Мултинационална компанија има филијале у разним земљама, а свака филијала има сопствене обавезе према добављачима и потраживања од купаца, као и друге изворе примања и одлива готовине изражене у домаћој валути. Када би управљање готовином било децентрализовано, свака од филијала управљала би обртним средствима и готовином индивидуално, што би могло да има за последицу нпр. да једна филијала држи дугу позицију, а друга кратку позицију истог доспећа у америчким доларима. Ова ситуација је у случају централизованог управљања готовином избегнута посредством мултилатералног умрежавања које подразумева прорачун нето износа дуговања и потраживања сваке од филијала израженог у домаћој валути. Процесом мултилатералног умрежавања снижава се износ трансакционих трошкова за сва плаћања између филијала мултинационалне компаније.

Централизовано управљање готовином свакако има и одређене недостатке. Овај начин управљања готовином у пракси тешко је реализовати у "чистом" облику, првенствено због постојања ризика предвидљивости новчаних токова филијала мултинационалне компаније. Из тог разлога филијале морају располагати извесним нивоом сигурносног салда готовине, тј. потпуна централизација је економски неоправдана. Уз то, апсолутна централизација токова готовине је отежана због неопходности да менаџери филијала одржавају добре и дугорочне пословне односе са локалним финансијским институцијама. Основно питање на које треба да

11) Опширније о мултинационалном умрежавању код: Levi, M. (2005), *International Finance*, Routledge, стр. 310-11.

одговоре финансијски менаџери мултинационалне компаније стога се односи на дефинисање оптималног нивоа централизације управљања токовима готовине. Другим речима, потребно је на нивоу мултинационалне компаније подвојити активности управљања готовином и валуте за које је ефикасније управљање децентрализованог типа.

4. Управљање залихама мултинационалне компаније

Управљање залихама се као предмет истраживања јавља у већем броју економских теорија и праваца током последњих деценија. Минимизовање нивоа залиха се као примарни циљ истиче у *just-in-time* и *lean* систему управљања залихама¹², управљању путем ланца снабдевања (*supply chain management*)¹³, или TQM (*total quality management*) систему¹⁴. Мада резултати недавног емпиријског истраживања Cannon-а¹⁵ указују да не постоји позитивна релација између ефикасности управљања залихама и финансијских перформанси компаније, проблем управљања залихама и даље је актуелан у економској теорији и пракси.

Рационално управљање појединачним облицима и укупним залихама представља важан задатак финансијског управљања једне мултинационалне компаније. Залихе представљају значајан део укупне обртне имовине многих компанија. Са друге стране, оне су најмање ликвидан облик обртне имовине, па се евентуалне грешке у управљању залихама не могу тако брзо исправити. На нивоу мултинационалне компаније треба тежити да се уз што нижа улагања у залихе оствари што већи обим активности. Другим речима, управљање залихама има за задатак одржавање оптималног нивоа залиха на нивоу филијала и мултинационалне компаније у целини.

У начелу, када се разматра проблем залиха, било у процесу финансијског управљања предузећем које послује у оквиру националне

економије, било када се ради о мултинационалној компанији, постоје две основне одлуке у вези са залихама¹⁶:

- колико прибављати залиха у једној поруцбини, тј. који је оптимални ниво поруцбине;
- када прибављати залихе, тј. који је оптимални моменат за пласирање поруцбине;

У првом случају циљ финансијског менаџера је минимизирање укупних трошкова држања и прибављања залиха. Ниво очекиване продаје, дужина производног циклуса, као и трајност готових производа сваке филијале појединачно, најважније су детерминанте нивоа улагања у залихе. Разлике у трошковима производње, превоза и складиштења у разним земљама у којима мултинационална компанија има своје филијале, омогућавају матичној компанији флексибилнију политику управљања залихама на нивоу мултинационалне компаније као целине.

Одговор на друго питање треба тражити у учесталости прибављања залиха којом се минимизују укупни трошкови држања и недостатка залиха. Другим речима, оптимални моменат за пласирање поруцбине зависи од балансирања трошкова држања залиха са трошковима који би се јавили услед недостатка залиха (нпр. умањени приход од продаје, трошкови ургентних поруцбина и сл.).

Многе мултинационалне компаније имају у свом саставу филијале које послују на тржиштима у условима инфлације и нестабилног курса домаће валуте. То свакако утиче на политику управљања залихама појединих филијала. Кључно питање у овом домену управљања залихама је да ли користити увозне сировине и материјале, да ли их прибављати на домаћем тржишту или балансирати између ова два екстремна решења. Уколико се користи увоз као начин прибављања залиха, а очекује се девалвација домаће валуте, формирање залиха пре очекиване девалвације има као последицу више трошкове залиха изражене у домаћој валути. Овде се првенствено мисли на трошкове држања залиха, тј. опортунит-

12) Видети код: T.J., Hayen, R. (1994) *Long-term impact of JIT on inventory performance measures*, Production and Inventory Management Journal 24 (1), 62–67; Huson, M., Nanda, D. (1995), *The impact of just-in-time manufacturing on firm performance*, Journal of Operations Management 12, 297–310.; Chang, D., Lee, S.M. (1995), *Impact of JIT on organizational performance of US firms*, International Journal of Production Research 33, 3053–3068.

13) Kanet, J.J., Cannon, A.R. (2000), *Implementing supply chain management: Lessons learned at Becton Dickinson*, Production and Inventory Management Journal 41 (2), pp.33–40.

14) Flynn, B.B., Sakakibara, S., Schroeder, R.G. (1995), *Relationship between JIT and TQM: Practices and performance*. Academy of Management Journal 38, pp. 1325–1360.

15) Cannon A. (2008), *Inventory improvement and financial performance*, International Journal of Production Economics 115, pp. 581–593

16) Детаљније о поступку утврђивања оптималне величине поруцбине и момента за пласирање поруцбине код: Красуља Д, Иванишевић М. (2006), *Пословне финансије*, Економски факултет, Београд

етне трошкове везивања финансијских средстава у салду залиха. Потенцијална девалвација локалне валуте не повлачи увек као оптималну одлуку повећање нивоа залиха. Само балансирањем између антиципираних маргиналних користи и маргиналних трошкова држања залиха, долази се до оптималног нивоа поруџбине¹⁷. Друга, мање очигледна последица по управљање залихама може се јавити као резултат политике замрзавања цена коју влада земље домаћина спроводи у условима инфлације¹⁸. Уколико се залихе прибављају са домаћег тржишта, оптимално их је држати на минималном нивоу који подразумева минимално везивање финансијских средстава у залихама.

Закључак

Србија је током претходне деценије постала интересантно тржиште за многе мултинационалне компаније, нарочито у области пољопривреде и производње хране. Српска привреда у овој области може потпуно да задовољи домаће потребе, али и да оствари значајне извозне резултате. Прилагођавајући се условима захтевног међународног тржишта, домаћа предузећа која се налазе у процесу власничке трансформације и реструктурирања постала су део система мултинационалних компанија, подижу ниво ефикасности пословања, проширују асортиман и побољшавају квалитет производа. Поред специфичног финансијског извештавања у међународном окружењу, посебан аспект финансијског управљања односи се на управљање обртним средствима у матичној компанији и филијалама мултинационалне компаније.

Важност ефикасног управљања обртним средствима проистиче из чињенице да у највећем броју компанија обртна средства чине већи део укупних пословних средстава, при чему је највећи проценат обртних средстава везан у залихама као њиховом најнеликвиднијем појавном облику. Да би одговорио на циљеве управљања обртним средствима у међународном окружењу, финансијски менаџер треба да пронађе начине алокације расположивих краткорочних финансијских средстава на оне валуте и у оним земљама које ће максимизовати укупан принос компаније, а да у исто време обезбеди краткорочно задуживање на различитим тржиштима новца, које подразумева минималне

трошкове финансирања обртних средстава. Овај комплексни задатак финансијског управљања немогуће је испунити уколико се не познају важни аспекти управљања обртним средствима у међународном окружењу, као што су репозиционирање краткорочних финансијских средстава, управљање новчаним токовима по основу исплате дивиденди, ројалити такси, трансферних цена, као и специфичности управљања готовином и залихама на међународном нивоу.

Литература

1. Baum, C., Caglayan, M., Stephan, A. (2008), *Uncertainty determinants of corporate liquidity*, *Economic Modeling*, 25(5), pp. 833–849.
2. Baumol, W. (1952), *The transactions demand for cash: An inventory theoretic approach*, *Quarterly Journal of Economics*, 66(4), pp.545–556.
3. Bekaert G, Hodrick R. (2009), *International Financial Management*, Pearson International Edition
4. Cannon A. (2008), „Inventory improvement and financial performance”, *International Journal of Production Economics* 115, pp. 581–593.
5. Chang, D., Lee, S.M. (1995), „Impact of JIT on organizational performance of US firms”, *International Journal of Production Research* 33, 3053–3068.
6. Desai M., C. Foley F., Hines J. (2001), „Repatriation Taxes and Dividend Distortions”, *National Tax Journal* 54, 829-851.
7. Desai M., C. Foley F., Hines J. (2006), *Dividend Policy inside the Multinational Firm*, NBER working paper
8. Flynn, B.B., Sakakibara, S., Schroeder, R.G. (1995), „Relationship Between JIT and TQM: Practices and Performance”, *Academy of Management Journal* 38, pp. 1325–1360.
9. Foley, C. F., Hartzell, J., Titman, S., & Twite, G. (2007), „Why do Firms Hold so Much Cash? A Tax-Based Explanation”,

17) Опширније о поступку утврђивања оптималног нивоа поруџбине у условима девалвације локалне валуте видети код: Bekaert G, Hodrick R. (2009), *International Financial Management*, Pearson International Edition, pp. 701- 702.

18) Замрзавање цена онемогућава продају увезених сировина по одговарајућој цени - вишој од њихове, сада, више цене поновне набавке.

- Journal of Financial Economics*, 86(3), 579–607.
10. Huson, M., Nanda, D. (1995), „The impact of just-in-time manufacturing on firm performance”, *Journal of Operations Management* 12, 297–310.
 11. Jensen M. (1986), „Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, *The American Economic Review*, Vol. 76, Issue 2
 12. Jensen, M., & Meckling, W. (1976). „Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
 13. Kanet, J.J., Cannon, A.R. (2000), „Implementing supply chain management: Lessons learned at Becton Dickinson”, *Production and Inventory Management Journal* 41 (2), pp. 33–40.
 14. Красуља Д, Иванишевић М. (2006), *Пословне финансије*, Економски факултет, Београд
 15. Levi, M. (2005), *International Finance*, Routledge, str. 310-11.
 16. Moffet, M., Stonehill, A., Eiteman, D. (2009), *Fundamentals of Multinational Finance*, Pearson Prentice Hill
 17. Ramirez A., Tadesse S. (2009), „Corporate cash holdings, uncertainty avoidance, and the multinationality of firms”, *International Business Review* 18, pp. 387–403.
 18. T.J., Hayen, R. (1994) „Long-term impact of JIT on inventory performance measures”, *Production and Inventory Management Journal* 24 (1), pp. 62–67.

мр Бојана
ВУКОВИЋ*

Концепти формирања и анализа добитка

Резиме

Категорија добитка предузећа је веома комплексно подручје које захтева познавање основних концепата формирања добитка, сагледавање улоге добитка у управљању предузећем и остваривању пројектованих перформанси. Имајући у виду значај ове категорије, предмет анализе представљају изазови оцењивања квалитета исказаног добитка, с обзиром на то да је висина исказаног добитка подложна честим манипулацијама како би се представиле повољније добитне перформансе, а тиме и последично остварила већа успешност предузећа. Квалитет исказаног добитка је моћан информациони ресурс за предвиђање зарада компаније, приноса инвеститора и тржишне цене акција. Употпуњен информацијама о стварним токовима готовине, исказани добитак представља основу за сагледавање приносних перформанса предузећа, инвестиционих могућности и зарађивачких способности.

Кључне речи: квалитет добитка, квалитет прихода, вишак готовинске марже, одрживи новчани ток.

Увод

У савременим условима мерења успешности пословања предузећа полази се од показатеља који се заснивају на рачуноводственом и економском концепту добитка, на новчаном току и на приносним мерилима утврђеним на основу података обелодањених у финансијским извештајима. Полазећи од категорије добитка, успостављена је разлика између економског и рачуноводног концепта добитка који су у основи комплементарни приступи. Економски концепт добитка усмерен је ка очекивањима власника капитала у будућности и као такав обухвата све очекиване капиталне добитке у периодични добитак предузећа. Овај концепт вреднује промене вредности за акционаре и власнике компа-

није, узимајући у обзир износ нето готовине и промене садашње вредности будућег износа готовине. За разлику од њега, рачуноводствени концепт у периодични добитак укључује само реализовани, тржишно потврђени прираст капитала, оцењујући на тај начин пословање предузећа у току протеклог периода. Рачуноводственом концепту добитка као „еквити прираста одговара сучељавање историјских вредности почетног и крајњег капитала, што га чини *ex post* концептом добитка“^{**}.

Даљим развојем рачуноводног концепта добитка обезбеђено је издвајање из капитала рачуна добитка и губитка (биланса успеха), директним извођењем добитка по основу насталих прихода и расхода. Перманентну компоненту

*) Асистент на Економском факултету у Суботици, Универзитет у Новом Саду

**) Стевановић др Никола, ”Концепти, улога и конвенционална анализа добитка”, *Економика предузећа*, 2009. год., стр. 91

рачуноводственог концепта добитка чине приходи од продаје и пословни расходи; транзиторна компонента састоји се од прихода и расхода одложених преко позиције ревалоризационих резерви или капитала, док су ирелевантне компоненте добитка по овом основу ванредни приходи и расходи. Овај концепт је знатно приближен економском концепту добитка, јер су значајну улогу добиле информације управљачког рачуноводства.

Представљајући меру успеха менаџмента, остварени добитак у предузећу је основа за процену будућих приноса инвеститора, с обзиром на то да је добитак у суштини нето износ у билансу који преостане за акумулацију и расподелу власницима. Поред процене будућих приноса инвеститора, његов значај огледа се и у процени финансијске стабилности и солвентности компаније, при чему су рација наведених вредности критеријум за снабдевање компаније дугорочним капиталом поверилаца.

1. Циљеви и детерминанте анализе квалитета добитка

У зависности од начина на који је постављена рачуноводствена политика предузећа, нивоа на ком су процењени ризици и колико се успешно извршавају основне пословне активности у предузећу, анализира се одговарајући квалитет добитка. Циљ ове анализе је превасходно откривање упозоравајућих околности у вези са перформансама предузећа у будућности, како би се извеле одговарајуће информације од значаја за интересне групе у предузећу. С обзиром на то да менаџмент већ располаже наведеним информацијама јер одговара за њихову адекватну презентацију у финансијским извештајима, акционари, инвеститори и кредитори ће имати највећу корист од ових информација. На основу њих, они ће моћи да предузму одговарајуће акције са циљем отклањања ризика од стварања губитака и тежих финансијских поремећаја који могу узроковати санацију или у најтежем случају стечај. Акције ових екстерних стејхолдера могу бити усмерене ка мањим износима инвестирања, продаји акција, постављању виших каматних стопа или краћих периода отплате кредита.

Запостављање упозоравајућих сигнала у билансима манифестовало се у виду познатих финансијских скандала компанија *Enron*, *Time Warner*, *Parmalat*. Прецењивање добитака, а тиме посредно и финансијског положаја и успешности

предузећа, довело је кориснике финансијских извештаја у заблуду и навело их на доношење погрешних пословних одлука. Знајући да су информације из финансијских извештаја основа за детерминисање тржишних цена акција, менаџери су манипулисали висином добитка како би перформансе предузећа исказали на вишем нивоу. Тиме је постављено питање квалитета информација презентованих у финансијским извештајима, кредибилитета рачуноводствене професије и одговорности ревизора у вези са истинитим и поштеним финансијским извештавањем.

Прецењивање добитака могуће је остварити исказивањем виших прихода од остварених и нижих расхода у односу на остварене. Исказивање виших прихода обично се везује за убрзано признавање прихода, приказивање непостојећих прихода, прецењивање остварених прихода и укључивање финансијских и осталих непословних прихода у пословне приходе. Да би приходи од продаје робе, најзначајнија категорија пословних прихода могли да буду признати, морају бити задовољени следећи критеријуми, дефинисани у МРС 18 - Приходи²:

1. ентитет је на купца пренео све значајне ризике и користи од власништва над робом;
2. ентитет не задржава учешће у управљању продатом робом у мери која се обично повезује са власништвом, ни контролу над продатом робом;
3. износ прихода се може поуздано измерити;
4. вероватан је прилив економске користи повезане са том трансакцијом у ентитет;
5. трошкови који су настали или трошкови који ће настати у датој трансакцији могу се поуздано измерити.

Прерано признавање прихода по основу робе или услуга везује се за признавање прихода и пре него што се роба заиста прода купцу. Роба може бити испоручена комисионару и по том основу се признавати приходи, без обзира на то што је услов за признавање прихода, односно што се пренос свих користи и ризика од власништва над робом остварује тек чином продаје. Прерано признавање прихода јавља се и када су приходи признати, а у уговору постоји право купца да врати уговорену робу, ако је не прода. Прерано признавање прихода по основу услуга реализује

2) Међународни стандарди финансијског извештавања, Савез рачуновођа и ревизора Србије, Београд, 2008. године, стр. 592

се признавањем прихода по основу услуга које ће тек бити извршене.

Исказивање непостојећих прихода обично се везује за приходе за које не постоји одговарајућа фактура или су у питању фиктивни купци ка којима су усмерени дати приходи, док је исказивање прецењених прихода углавном резултат виших цена по којима су испоручене роба и услуге у односу на текуће тржишне цене. Укључивање непословних прихода у пословне приходе може бити последица околности у којима се у пословне приходе укључују добици од продаје основних средстава или неких других категорија сталне имовине. Према релевантним рачуноводственим прописима, ови добици спадају у категорију ванредних прихода, па се у овој ситуацији користе као средство прецењивања добитка и стварање погрешне представе о профитабилности основне делатности предузећа.

Занемаривањем захтева Међународних стандарда финансијског извештавања у вези са правилним процењивањем и признавањем појединих билансних категорија, долази до стварања погрешне слике о перформансама предузећа, која води погрешном одлучивању појединих интересних група.

Прецењивање добитака може да настане и по основу приказивања нижих расхода у односу на стварно настале. Према Међународним стандардима финансијског извештавања "расходи се признају у билансу успеха када настане смањење будућих економских користи, које се односе на смањење имовине или на повећање обавеза"³. Код билансне позиције расхода проблеми углавном настају услед промена рачуноводствених процена и рачуноводствених политика. Пошто се процењивањем одређује висина резервисања, њиховим потцењивањем могуће је умањити расходе и увећати финансијски резултат извештајног периода. Поред тога, умањење расхода у функција вишег добитка могуће је обезбедити одустајањем од отписивања сумњивих и спорних потраживања, одустајањем од обезвређивања сталне имовине, прецењивањем века трајања сталне имовине, исказивањем расхода текућег периода као расхода будућих периода.

Примена рачуноводствених политика може значајно да наруши концепт обрачунаог добитка приказујући у њему категорије које су последица креативног рачуноводства, а не одраз правих

пословних потеза менаџмента. У том контексту, јављају се промене у рачуноводственој политици као што су промена метода амортизације и метода за обрачун трошкова материјала и промене у рачуноводственој процени у погледу процене века трајања и резидуалне вредности. Промене методе амортизације подразумевају прелазак са дегресивне на пропорционалну методу њеног обрачуна, што узрокује ниже расходе у функцији исказивања вишег добитка. Политиком капитализације расхода, на пример, повећаним трошковима истраживања и развоја, повећаним трошковима експлоатације у екстрактивним индустријама и повећаним трошковима развоја рачунарског софтвера може се утицати на износ прецењеног добитка у функцији приказивања повољнијег финансијског, приносног и имовинског положаја предузећа. Ова политика захтева тачно утврђивање расхода који се презентују у билансу стања и од којих се очекују користи у будућности и утврђивање расхода које треба презентовати у билансу успеха. Непоштовањем ових захтева, односно капитализовањем расхода чије активирање није дозвољено, прецењује се добитак, а тиме и укупне добитне перформансе предузећа.

Почетни корак у анализи квалитета добитка је процена квалитета прихода, односно утврђивање активности из којих тај приход потиче. Активности попут продаје са одложеним роковима плаћања само привидно повећавају приходе, а тиме и квалитет оствареног добитка.

Предвиђање зараде у дужем временском периоду игра велику улогу у информисању инвеститора и утиче на снижење трошкова капитала. У том контексту јасно је да предвиђања треба узети са резервом, с обзиром да могу бити резултат погрешних предикција у вези са износом остварене добити предузећа. Исказани висок ниво добитка наноси штету компанији, првенствено у виду трошкова капитала. Према неким истраживањима⁴, однос инвеститора који се не поуздају и инвеститора који се поуздају у добитне пројекције менаџмента је 40% према 60%. Предикција приноса инвеститора утиче на одлуку акционара да ли да инвестира или да продаје акције на основу садашње вредности свог очекиваног будућег новчаног тока по основу дивиденди и продаје акција на крају периода, укљученог у очекивање и односа те вредности према текућој тржишној цени акција. Средство за предикцију тржишне цене акције је

3) Међународни стандарди финансијског извештавања, Савез рачуновођа и ревизора Србије, Београд, 2008. године, стр. 18

4) Стевановић др Никола, „Билансно- политичке импликације по квалитет добитка“, *Економика предузећа*, 2009. год., стр. 113

мультипликатор П/Е којим се множи годишњи принос по акцији како би се добила тржишна цена акција дотичне компаније. Овај метод сматра се потпунијом и поузданијом методом предвиђања од предикције приноса инвеститора.

2. Нето готовински ток у функцији анализе квалитета исказаног добитка

Неопходност анализе новчаних токова у предузећу произилази из чињенице да су готовински токови ефикасан инструмент за сагледавање оперативних, финансијских и инвестиционих могућности предузећа. Сечене информације представљају основу за процењивање приносних могућности предузећа, способност измирења доспелих обавеза, финансирање капиталних улагања, дивиденди и откуп сопствених акција. Поред тога, они су ефикасан инструмент за уочавање ефеката неких рачуноводствених политика, а тиме и утврђивање квалитета добитка у финансијским извештајима. У складу са тим, анализом новчаних токова обезбеђује се квалитетна информациона подршка проценама изведеним на основу информација из биланса стања и биланса успеха.

Уколико постоји неупотребљени cash flow, он увећава обртна средства и користи се за исплату краткорочних обавеза, улагање у залихе, профитабилно пласирање или повећање резерви готовине.

Извештавање о новчаним токовима пружа шири увид у перформансе предузећа у односу на биланс стања и биланс успеха, с обзиром на то да је стварним токовима прилива и одлива новца много теже манипулисати него износима приказаним на билансним позицијама имовине, прихода, добитка. Стварни приливи и одливи предузећа последица су умањења појединих позиција активе и увећања појединих позиција пасиве између два обрачунска периода. Динамика нето готовинских токова утиче на одређивање тржишне цене акција, док су добитна остварења предузећа из биланса успеха основа за процену будућег кретања нето готовине. Сваки добитак који је остварен треба да буде покривен одговарајућом готовином. Временски раскорак до кога долази приликом утврђивања покривености добитка нето готовином, последица је различитих рачуноводствених основа. Док се обрачун добитка заснива на обрачунској основи рачуноводства, обрачун нето новчаног тока утврђује се

по основу готовинске основе рачуноводства. Обрачунска основа рачуноводства приходе и расходе признају у тренутку продаје, а не у тренутку настајања прилива или одлива готовине по том основу, док готовинска основа рачуноводства не признаје капиталне расходе у моменту њиховог настанка, већ периодично, током корисног века трајања одређеног средства.

Одступања добитка и нето готовине могу се јавити у ситуацији када уплата у готовини не прати испоруку производа и слање одговарајуће фактуре. У таквој ситуацији приход ће бити реализован пре прилива јер се прилив новца обезбеђује тек готовинском уплатом по основу испоручених производа. У том погледу треба пратити степен одступања између прихода од продаје и новчаних прилива од продаје. Смањење новчаних прилива од продаје ће утицати на повећање ризика наплате продаје, а тиме и на способност плаћања доспелих обавеза по доспећу. Приликом измирења обавеза из пословања могуће је да одливи настану пре расхода. У таквој ситуацији, одлив новчаних средстава настаје одмах приликом исплате обавеза према добављачима, док ће набављене сировине резултирати расходима тек по основу продаје готових производа у којима су садржане.

Квалитет остварених прихода као важна детерминанта оствареног квалитета добитка у предузећу, утврђује се на следећи начин:

$$\text{квалитет прихода} = \frac{\text{новчани приливи од продаје}}{\text{приходи од продаје}}^5$$

У правцу утврђеног односа посматра се степен одступања наплате продаје у односу на евидентиране приходе од продаје. Добијени степен одступања указује на квалитет политике продаје коју води предузеће и ризик повезан са наплатом по основу продаје. Што је коефицијент овог односа ближи јединици, то је ризик од немогућности наплате по основу потраживања мањи. Овај ризик ће се повећавати у случају продаје производа или робе на кредит или продаје купцима, чија ликвидност је доведена у питање.

Висина исказаног добитка није једино мерило процене способности предузећа да измирује своје обавезе о року доспећа. Она само указује на то да постоје добре претпоставке за ликвидност и није гаранција њеног одржања. На могућност измирења доспелих обавеза и улагања у обртну имовину компаније која остварује

5) Малинић др Дејан, „Cash Flow као инструмент откривања пословно- финансијских ризика“, Зборник радова XXXX Симпозијума Савеза рачуновођа и ревизора Републике Србије, Златибор, стр. 56

повољне добитне перформансе утиче пре свега усклађеност новчаних токова, односно прилива и одлива новца у предузеће.

На висину исказаног добитка утичу ефекти различите примене рачуноводствених политика. Висина пословног добитка ће зависити од примењених политика отписа и политика резервисања, јер се износ пословног добитка коригује за одговарајуће трошкове амортизације и резервисања. У том погледу, два предузећа могу имати исти износ добитка пре опорезивања и исти износ капитала који учествује у његовом стварању, а различите пословне добитке који су последица примене различитих рачуноводствених политика. У складу са тим, процењени различити век трајања фиксне имовине, виши или мањи износ трошкова резервисаних за будуће обрачунске периоде имаће различите ефекте на остварену пословну добит, а тиме последично и на профитабилност предузећа. Већи отписи и већи трошкови резервисања могу довести до потцењивања добитка и мање профитабилности предузећа. Прецењивањем или потцењивањем висине оствареног добитка изостаће информације о стварној профитабилности предузећа.

Пројектоване пословне активности утичу на добитне циљеве предузећа. У складу са тим, предузећа развијају пројектовани биланс успеха како би утврдила степен наведеног утицаја и испитала остваривање постављених добитних перформанси предузећа. Прихватљивост остварења зависи од постављених дугорочних и краткорочних циљева предузећа. Краткорочни циљеви огледају се у одговарајућем износу добитка као финансијске мере успеха менаџера, док су дугорочна остварења углавном окренута ка дугорочном креирању вредности за акционаре, односно власнике предузећа. Пратећи остварења постављених добитних циљева пројектовани биланс успеха јавља се као инструмент управљања оствареним резултатом предузећа.

3. Квалитет добитка мерен односом пословног добитка и нето готовине из пословних активности

Остварени квалитет пословног добитка у предузећу мери се по следећем обрасцу:

$$\text{квалитет пословног добитка} = \frac{\text{пословни добитак}}{\text{нето готовина из пословних активности}}^6$$

Овај однос представља ефикасан инструмент за утврђивање покривености добитка готовином, али и за откривање евентуалних одступања која резултирају исказивањем прецењене или потцењене добити у односу на реално оствариву. Раст или пад пословне добити треба да буде пропорционалан расту или паду нето готовине из пословних активности.

Као најчешћи узроци одступања јављају се⁷:

1. сезонско пословање,
2. конјунктурни развој,
3. прелазни периоди у животном циклусу предузећа,
4. специфичности делатности којом се предузеће бави.

Примера ради, код пољопривредних предузећа јављају се одступања у наведеним величинама која су резултат сезонских кретања у њиховом пословању. Код ових предузећа смењују се периоди у којима долази до пада продаје и раста количине залиха чија се реализација очекује у наредним временским периодима. У таквим околностима *стопа раста нето готовине из пословних активности < стопе раста пословне добити*. Приликом реализације претходно нагомиланих залиха, нето готовина из пословних активности имаће вишу стопу раста од стопе раста пословне добити.

Одступања у кретању ових двеју стопа јављају се у ситуацијама изражених конјунктурних кретања у привреди. У фази опадања привредних активности која резултира одређеним смањењем тражње, предузећа остварују раст нето готовине из пословних активности услед смањених одлива готовине. Ови смањени одливи резултат су смањених трошкова насталих приликом набавке фактора производње. У таквим околностима, стопа раста готовине из пословних активности виша је од стопе раста пословног добитка. У периодима раста тражње долази до повећаних одлива готовине, услед финансирања пословања и до обрнуте тенденције у кретању наведених стопа. Слабији утицај конјунктурних кретања узроковаће незнатна одступања у крета-

6) Шкарић Јовановић др Ката, „Нето готовина из пословних активности- инструмент за мерења квалитета пословног добитка“, *Acta Economica* бр.10, Економски факултет Бањалука, 2009, стр. 111

7) Шкарић Јовановић др Ката, „Нето готовина из пословних активности- инструмент за мерења квалитета пословног добитка“, *Acta Economica* бр.10, Економски факултет Бањалука, 2009, стр. 112

њу стопе нето готовине из пословних активности и стопе пословног добитка.

Прелазни периоди у животном циклусу предузећа манифестују се на однос између нето готовине из пословних активности и пословног добитка. У сваком животном циклусу предузећа разликују се четири фазе: почетна фаза, фаза раста, фаза зрелости и фаза опадања. Износ готовине из пословних активности у овој фази расте спорије од износа пословног добитка, с обзиром да предузећа карактеришу велика улагања ради отпочињања одређене делатности. Преласком у фазу раста, предузеће ће постепено повећавати готовину из пословних активности. Повећавају се потраживања од купаца, остварују значајна улагања у обртну имовину и долази до раста прихода. У неком моменту обезбедиће ће се њен бржи раст од раста пословног добитка. Након фазе раста предузеће улази у фазу зрелости коју карактеришу смањени приливи и повећани одливи. Међутим, новчани ток из пословања успева да се одржи на задовољавајућем нивоу изнад пословног добитка и да избегне значајније негативне флукуације у кретању нето готовине. Да ли ће пословна политика предузећа бити усмерена ка пословном преокрету, у смислу реорганизације постојеће организационе структуре и побољшања укупних перформанси пословања, питање је које треба да буде постављено у овој фази. Ако спровођење ових промена изостане, предузеће ће ући у последњу фазу у којој ће приходи наставити опадање започето у претходној фази. Тада ће настати претња уласку у зону губитка, а временом ће се и нето готовина смањити, углавном као резултат смањене продаје. Приликом преласка у последњу фазу могу се јавити значајнија одступања стопе раста пословног добитка и стопе раста готовине из пословних активности.

Последњи фактор који је разматран у детерминисању овог односа, треба посматрати у контексту делатности којом се предузеће бави. Капитално интензивна предузећа која примењују метод убрзане амортизације оствариће виши износ нето готовине из пословних активности у односу на износ пословног добитка, с обзиром на то да амортизација представља безготовински расход.

Одступања пословне добити од нето готовине из пословних активности могу бити последица вредновања и приказивања средстава и обавеза у билансу по фер вредности. Фер вредност се дефинише као „износ за који се неко средство

може разменити или обавеза измирити између упознатих, вољних страна у оквиру независне трансакције“⁸. Дакле, фер вредност представља тржишну вредност или вредност утврђену проценом од стране за то компетентних лица. Процењивање имовинских делова у билансу применом модела фер вредности може довести до стварања добитака предузећа који нису реализовани на тржишту и немају одговарајуће покриће у новчаним токовима. Ти добици ће утицати на одступање висине пословног добитка и нето готовине из пословних активности.

Флукуације у односу пословног добитка и нето готовинског тока из пословања могу да укажу на настанак скривених губитака или латентних резерви у билансу. Исказани добитак је квалитетнији и остварења предузећа су виша уколико су праћена вишим нивоом латентних резерви, формираних у условима потцењивања имовинских делова на страни активе и прецењивања обавеза на страни пасиве. Ако се за имовину коју карактерише линеарна метода амортизације примењује дегресивна метода или ако се скраћује амортизациони период у односу на корисни век трајања ове имовине, долази до потцењивања њене вредности која ће резултирати вишим квалитетом исказаног добитка. Латентне резерве се формирају и када се код билансне позиције залиха фактурни трошкови набавке који чине њену набавну вредност преносе на терет текућих трошкова пословања или када се потцене количине залиха утврђене проценом уместо пописом на одговарајући датум. Поред тога, могућа су одлагања отписа некурентних залиха и процењивање залиха по цени коштања у условима када је виша од нето продајне цене. Прецењивање отписа и исправке вредности потраживања са једне, или уношење непостојећих обавеза и утврђивање непредвиђених камата са друге стране, само су још неки од инструмената формирања латентних резерви од стране профитабилних организација, којима се утиче на квалитет исказаног добитка.

Супротно латентним резервама је формирање скривених губитака. У том случају долази до прецењивања добитка и стварања лажне представе о остварењима компаније која резултира великим проблемима у пословању предузећа у будућности. Скривеним губицима озбиљно се нарушава исказна моћ биланса и наводе инвеститори на погрешне пословне одлуке по основу

8) Међународни стандарди финансијског извештавања, МРС 39, *Финансијски инструменти, признавање и одмеравање*, Савез рачуновођа и ревизора Србије, Београд, стр. 962

информација презентованих у финансијским извештајима.

Систематска анализа квалитета добитка захтева тумачење показатеља којима се мери степен одступања стопе раста пословне добити и стопе раста нето готовине из оперативних активности. Овај показатељ носи назив вишак готовинске марже и израчунава се на следећи начин:

$$\text{вишак готовинске марже} = \frac{\text{нето готовина из оперативне активности} - \text{пословни добитак} / \text{пословни приходи}^9$$

Његова улога састоји се у прецизнијем дефинисању правца кретања пословног резултата и нето готовине у наредним обрачунским периодима. Он подразумева искључивање свих прихода и расхода привременог карактера како би стабилан вишак готовинске марже у дужем временском интервалу представљао одрживи новчани ток из пословања и пословни добитак. Промена елемената овог показатеља одражава се на промене пословне активности предузећа. Упоредивање његове висине у једном предузећу током више узастопних обрачунских периода поуздано је мерило процене способности предузећа да ствара готовину у одређеном износу према износу пословне добити. Бржи раст пословне добити од раста нето готовине из пословних активности или њен спорији пад узрок је пада овог показатеља који се огледа у прецењивању прихода или потцењивању расхода. Прецењивање прихода може бити резултат раста појединих делова пословне имовине (фиксне и обртне имовине) који у будућности могу бити реализовани и тиме се манифестовати у расту расхода и нижем износу исказане добити. Ако се пак имовина у будућности не реализује, односно ако се примера ради, потраживања не наплате, то ће узроковати њихово отписивање и тиме ће износ исказане добити опет показати тенденцију пада. Ово захтева дубљу анализу како би се утврдили узроци пада пословне добити или повећања нето готовине из пословних активности. Са друге стране, бржи раст нето готовине из пословних активности у односу на раст пословне добити резултираће потцењивањем прихода и прецењивањем расхода. У том случају, обично долази до раста обавеза из пословања или пада обртне имовине. Обавезе у будућности морају бити исплаћене, односно

средства прибављена, што ће узроковати одливе, а тиме и смањење нето готовине из пословних активности.

Стабилна вредност вишка готовинске марже коју у дугом временском периоду карактеришу приближне стопе по којој се пословни добитак и нето готовина из пословних активности мењају, сигуран је показатељ повољног финансијског положаја предузећа.

Приликом перцепције финансијског положаја предузећа у будућности, треба разматрати приливе и одливе који се континуирано јављају и који резултирају одрживом нето готовином у будућности. Одрживи cash flow представља „исказани cash flow за износ непонављајућих или пролазних догађаја како би се идентификовале обнављајуће активности које су носиоци остварења предузећа“¹⁰. Вредност овог показатеља посматра се у контексту активности које ће у наредним обрачунским периодима утицати на стварање добитка, новчаних токова и вредности за власнике у предузећу. Нето готовина из пословних активности главни је елемент одрживог новчаног тока у будућности, јер су пословне активности основне активности предузећа у којима долази до стварања производа и пружања услуга и које имају понављајући карактер. Новчани токови из активности инвестирања и финансирања не учествују у креирању одрживог новчаног тока јер нису континуирани. Продајом дела опреме или новом емисијом акција остварују се приливи од њихове реализације који се не морају јављати у будућности, јер нису последица основне пословне активности предузећа. У оквиру пословних активности не морају сви елементи продаје производа и пружања услуга имати обнављајући карактер и константно учешће у одрживом новчаном току. Смањење залиха сировина повећава приливе и има своје значајно учешће у одрживом новчаном току предузећа; међутим, ако то смањење угрожава нормално континуирано пословање предузећа, угрозиће и одрживе новчане токове. Поред тога, треба узети у обзир учешће транзиторних позиција као што су на пример, расходи реструктурирања и приходи по основу пословања које се обуставља. За износ њихове вредности треба кориговати новчане токове из пословања како би се добио одрживи новчани ток као поуздано мерило процене величине расположивих новчаних средстава и

9) Шкарић Јовановић др Ката, „Нето готовина из пословних активности- инструмент за мерења квалитета пословног добитка“, *Acta Economica* бр.10, Економски факултет Бањалука, 2009, стр. 124

10) Малинић др Дејан, „Cash flow као инструмент откривања пословно- финансијских ризика“, Зборник радова XXXX симпозијума Савеза рачуновођа и ревизора Републике Србије, Златибор, стр. 57

сагледавања ризика који утичу на квалитет исказаног добитка.

Повећање пословног добитка треба да буде праћено повећањем одрживог новчаног тока из пословања или његовим одговарајућим смањењем како се не би довела у питање могућност остварења одговарајућег добитка у будућности. Висина оствареног добитка не мора да кореспондира висини расположивих новчаних средстава за измирење доспелих обавеза или за финансијска улагања у предузеће. У случају одступања у кретању ових двеју величина, ризик од будућних добитака новчаних токова и приноса власника предузећа се повећава. У том погледу, повећава се ризик управљања политиком добитка, како би се стабилизовала његова вредност у случају већих флукуација или показао бржи раст остварења него што он заиста јесте.

Закључак

Дугорочна циљна остварења предузећа усмерена су ка креирању вредности за његове власнике и посматрају се кроз добитне перформансе које предузеће остварује на дужи рок. Добитна остварења предузећа сигуран су индикатор повољног финансијског положаја предузећа, приносних остварења и зарађивачких способности. Да би се препознали неки упозоравајући сигнали у вези са пословним и финансијским ризицима који се могу јавити у вези са перспективом предузећа у будућности анализира се квалитет исказаног добитка. Висина исказаног добитка и на њој засновани показатељи успешности представљају важан извор информација за све интересне групе у предузећу које по основу информација презентованих у финансијским извештајима доносе пословне одлуке.

Запостављање упозоравајућих сигнала у финансијским извештајима резултирало је манипулацијама у висини исказаног добитка како би се остварене перформансе предузећа поставиле на вишем нивоу. Прецењивање или потцењивање добитака које се манифестовало у виду скривених губитака или латентних резерви, истакло је важност информација о токовима готовине, с обзиром на то да ослањање само на информације из биланса стања и биланса успеха не може да пружи потпун увид у добитне перформансе предузећа. Поред тога, значај који за интересне групе у процесу доношења одлука има способност предузећа да генерише готовину и управља готовинским токовима, потврђује важност информација о стварним приливима и одливима новца у предузеће.

У процесу анализирања квалитета исказаног добитка као детерминанте приносних остварења предузећа, посматрају се показатељи попут квалитета прихода, вишка готовинске марже и одрживог новчаног тока. Ови показатељи представљају поуздан индикатор изложености предузећа пословним ризицима, који треба да омогући поузданију процену кретања добитка и готовинских токова. Флукуације у кретању добитка и готовине могу открити ефекте примене изабраних рачуноводствених политика и упутити на могуће манипулације у процесу исказивања добитка. Одступања између наведених показатеља у кратком року могу бити последица сезонског карактера пословања, конјуктурних кретања у привреди и утицаја фазе животног циклуса у којој се предузеће налази. У дужем року, ова одступања углавном су резултат прецењивања добитка који ће узроковати пад његове висине у будућности, с обзиром на то да позиција прецењеног добитка није дугорочно одржива. Стабилни односи добитка и готовине указују на то да је највећи део добитка обухваћен готовином и представљају мерило одржања доброг финансијског положаја предузећа.

Висина оствареног добитка полазна је претпоставка за одржање ликвидности, детерминисане приливима и одливима новца у предузеће и презентовање остварене профитабилности, детерминисане токовима рентабилитета, односно приходима и расходима у предузећу. Виши квалитет оствареног добитка увек ће се приписивати предузећима која воде опрезну рачуноводствену политику поштујући начело опрезности билансирања у циљу избегавања скривених губитака. Ослањање на редовне пословне активности које представљају обновљиви извор новчаних токова, сигурни и перманентно наплативи приходи од продаје, пораст добитности пословних процеса, прихватљива структура финансијског леверица, низак фактор пословног ризика и задовољавајући износ нето добитка по акцији само су још неки од фактора који ће обезбедити висок квалитет оствареног добитка у предузећу.

Литература

1. Малинић др Дејан, „Cash flow као инструмент откривања пословно- финансијских ризика“, Зборник радова XXXX симпозијума Савеза рачуновођа и ревизора Србије, 40 година рачуноводства и пословних финансија, донети и перспективе, Савез

- рачуновођа и ревизора Србије, Београд, 2009. године
2. Малинић др Дејан, „Препознавање билансних ризика“, *Економика предузећа*, специјално издање „Тајне биланса- менаџерски угао“, Савез економиста Србије, 2009. године
3. *Међународни стандарди финансијског извештавања*, Савез рачуновођа и ревизора Србије, Београд, 2008. године
4. Penman, H.S., *Financial Statement Analysis & Security Valuation*, Mc Graw Hill, Irwin, New York, 2001. године
5. Ранковић др Јован, *Теорија биланса*, Економски факултет, Београд, 2009. године
6. Revsine, L., Collins D., Johnsons, B., *Financial Reporting and Analysis*, Prentice Hall, Inc., New Jersey, 2002.
7. Родић др Јован, Вукелић др Гордана, Андрић др Мирко, *Теорија, политика и анализа биланса*, Пољопривредни факултет Универзитета у Београду, 2007. године
8. Стевановић др Никола, Малинић др Дејан, Милићевић др Владе, „Управљачко рачуноводство“, Економски факултет, Београд, 2009. године
9. Стевановић др Никола, „Концепти, улога и конвенционална анализа добитка“, *Економика предузећа*, специјално издање „Тајне биланса- менаџерски угао“, Савез економиста Србије, 2009. године
10. Стевановић др Никола, „Билансно политичке импликације по квалитет биланса“, *Економика предузећа*, специјално издање „Тајне биланса- менаџерски угао“, Савез економиста Србије, 2009. године
11. Шкарић Јовановић др Ката, „Нето готовина из пословних активности - инструмент за мерење квалитета исказаног добитка“, Зборник радова, *Acta Económica* бр. 10, Економски факултет, Бањалука, 2009. године

мр Миле
СТАНИШИЋ*

Интегрисано управљање ризиком и интерна ревизија

Резиме

Управљање ризиком организације представља кључну одговорност руководства. Да би постигли пословне циљеве, руководиоци треба да обезбеде да се успоставе поуздани процеси управљања ризиком који ће функционисати. Други запослени у организацији су одговорни за спровођење метода управљања ризиком, у складу са утврђеним политикама и процедурама.

Интерни ревизори имају кључну улогу у процесу управљања ризиком организације кроз вршење интерне ревизије уверавања и консалтинга у управљању ризиком. Ради постизања ефикаснијег управљања ризиком и синергетских ефеката процеси управљања ризиком и интерне ревизије треба да остваре максималан ниво интеграције.

Интегрисано управљање ризицима подразумева дисциплину која се спроводи широм организације, а обухвата културу, структуру и процесе проактивног, систематског и експлицитног идентификовања, процењивања, управљања и саопштавања свих ризика који могу значајно утицати на постизање важних циљева. На тај начин, оно испуњава кључну одговорност за управљање ризицима од стране менаџмента и свих запослених.

Интегрисано управљање ризиком захтева здраву културу ризика, лидерство и иновације. Оно побољшава проактивну климу решавања проблема, комуникацију, управљање ризиком и од суштинске је важности за економски развој организације. Спровођење интегрисаног управљања ризиком, међутим, није без већих мука. То захтева дугорочну посвећеност која подразумева стратешки и функционални преглед свих политика, процеса и система, затим утицај менаџмента на запослене и корпоративне перформансе. Када су једном корпоративни ризици познати, а инфраструктура идентификована и мобилизована, кључне активности интегрисаног управљања ризицима су: а) ангажовање целе организације, б) омогућавање запосленима да користе ефективне алате и технике, ц) пружање подршке култури и процесима, и д) консултације и комуникације током процеса. Интегрисано управљање ризиком у постојећој структури доношења одлука подразумева успостављање заједничких процеса управљања ризиком и утврђивање заједничког језика споразумевања у вези са ризиком и његово доследно коришћење у организационим упутствима и документима.

Кључне речи: ризик, управљање ризиком, интерна ревизија, интегрисано управљање ризиком.

*) Интерни ревизор у Војвођанској банци, Member of NBS Group, Нови Сад

Увод

Последњих година управљање ризицима добија све већи значај, како у профитним, тако и у непрофитним организацијама. Управљање ризицима у организацији може се успоставити формално или неформално. Код формалног управљања ризицима улоге и одговорности су јасно дефинисане. Одговорности и активности управљања ризицима треба да се координирају између свих група и појединаца који имају улогу у процесу управљања ризицима организације. Ове одговорности и активности треба да се документују на одговарајући начин у стратешким плановима, политикама управног одбора, директивама руководства, процедурама пословања и другим управљачким инструментима организације. Примери одговорности и активности које треба да се документују су:

- дефинисање стратешког усмерења као одговорности управног одбора и одбора за ревизију;
- додељивање главне одговорности у вези са ризицима вишем нивоу руководства;
- додељивање извршном нивоу руководства доношења одлука у вези са прихватањем резидуалног ризика;
- додељивање одговорности за редовно идентификовање, процењивање, ублажавање и праћење активности на оперативном нивоу;
- додељивање активности периодичног процењивања и уверавања одељењу интерне ревизије.

Интерни ревизори имају кључну улогу у оцењивању ефикасности и давању препорука за побољшање управљања ризицима пословања. Новим *Стандардима интерне ревизије* које је успоставио Институт интерних ревизора установљен је нови приступ интерне ревизије заснован на ризицима, односно управљању ризицима. Испуњавајући своје одговорности, интерни ревизори помажу руководству и управном одбору или одбору за ревизију прегледањем, оцењивањем, извештавањем и давањем препорука за побољшање адекватности и ефикасности управљања ризицима пословања.

Да би управљање ризицима у организацији било ефикасно, процеси управљања ризицима морају бити интегрисани у целој организацији, на свим нивоима. Наша истраживања су показала да је у нашим организацијама успостављена слаба интеграција управљања ризицима или је уопште нема. Она треба да буде успостављена хоризонтално и вертикално између свих фактора у орга-

низацији који имају неку одговорност за управљање ризицима. Интегрисање организационе јединице управљања ризицима и интерне ревизије обезбеђује успостављање прстена управљања ризицима, чији је главни циљ остварење корпоративних циљева и генерисање информација за доношење бољих одлука. Интегрисаног управљања ризицима нема из два главна разлога. Прво - не постоји развијена култура и свест о потреби за управљањем ризицима и други - недовољна упућеност и едукованост запослених у вези са методологијама, алатима и техникама управљања ризицима.

Управљање ризицима је систематски приступ постављању најбољег тока одвијања активности у условима неизвесности, путем идентификације, процене, разумевања и комуникације о ризицима. У овом чланку не истражује се управљање ризицима, већ интегрисано управљање ризицима у садејству са интерном ревизијом. Циљ је осветљавање путева и начина интеграције кроз коришћење заједничког алата и техника, апликативних програма, база података и заједничког језика о ризицима. Путем писаних политика и процедура интегрисаног управљања ризицима треба успоставити јасне елементе интегрисаног управљања ризицима и путеве комуникације. Развијањем процеса интегрисаног управљања ризицима постижу се синергетски ефекти и остварује ефикасније управљање ризицима у организацији. Ако нека организација жели да успостави ефикасно управљање ризицима, то неће постићи, успостављањем само организационе јединице за управљање ризицима, све док не развије интегрисано управљање ризицима. Наиме, управљање ризицима представља одговорност сваког запосленог у организацији и због тога њихове активности везане за управљање ризицима морају бити интегрисане у јединствени ефикасан систем управљања ризицима. Дакле, паметно управљање ризицима не може се градити и развијати, а да се истовремено не развија систем интегрисаног управљања ризицима.

1. Дефинисање управљања ризицима у организацији

Ризик се односи на неизвесност која обухвата будуће догађаје и исходе. То је израз вероватноће и утицаја догађаја с потенцијалним утицајем на постизање важног циља. Процес управљања ризицима у целој организацији назива се *управљање ризицима предузећа*. Овај процес је идентификован на следећи начин:

Управљање ризиком предузећа представља структуриран и дисциплинован приступ који треба да помогне управном одбору да схвати и управља неизвесностима које могу угрозити успех предузећа¹.

Кључни елементи уграђени у ову дефиницију су:

- управљање ризиком организације почиње стратегијом. Његов крајњи фокус је управљање ризицима који могу да онемогуће организацију у остварењу успеха;
- управљање ризиком организације обухвата целу организацију. Други концепти се могу применити на ниже нивое у оквиру организације, способност обухватања ризика и управљања њима на нивоу организације је део вредности које пружа управљање ризиком;
- ризици представљају неизвесност која може да угрози успех организације. Зато је разумевање и идентификовање ризика важан део управљања ризиком предузећа;
- структуриран и дисциплинован приступ је неопходан да би се обезбедило да сви ризици буду идентификовани и да се ефективно управља свим примарним ризицима организације. *Ad hoc* или неформалан приступ може резултирати пропустом у идентификовању свих пословних ризика или расподели ресурса на ризике који нису примарни и стога су неодговарајући за доделу значајних средстава за управљање ризиком.

Функција управљања ризиком предузећа бави се ризицима и приликама које утичу на стварање или очување вредности, а COSO је то дефинисао на следећи начин²:

“Управљање ризиком предузећа је процес који спроводе управни одбор субјекта, менаџмент и остало особље, а који се примењује код одређивања стратегије у целом предузећу, пројектован тако да идентификује потенцијалне догађаје који могу утицати на субјекат и да управља ризицима да би били у оквиру прихватљивог нивоа ризика за субјекат како би се могло дати разумно уверавање у вези са остварењем циљева субјекта”.

Ова дефиниција одражава одређене основне концепте. Управљање ризиком је:

- процес који се одвија и тече кроз цео субјекат,

- на који утичу људи на свим нивоима организације,
- примењује се код одређивања стратегије,
- примењује се у целој организацији, на сваком нивоу и у свакој јединици и обухвата посматрање ризика са нивоа портфеља субјекта,
- пројектован је да идентификује потенцијалне догађаје који ће, ако настану, утицати на субјекат и да управља ризиком у оквиру прихватљивог нивоа за ризик,
- може да пружи разумно уверавање менаџменту и управном одбору субјекта,
- усмерено је ка остварењу циљева у једној или више различитих категорија које могу да се преклапају.

Ова дефиниција је свесно опширна. Она обухвата кључне концепте који се односе на то како организација управља ризиком, представља основу за примену у целој организацији, области или сектору. Фокусира се директно на остварење циљева које је одређени субјекат утврдио и представља основу за дефинисање ефективности управљања ризиком организације.

Управљање ризиком предузећа пружа веће уверавање власницима интереса, члановима одбора и вишем менаџменту да су ризици свеобухватно идентификовани и схваћени и да ће знатна средства бити усмерена на области у којима су најпотребнија. Структуриран и дисциплинован приступ је више од управљања инстинктом, он представља процес који појединцима у целој организацији омогућава да доследно управљају ризицима.

Концепти управљања ризиком нису нови у пословном свету. Више области, од којих је најпроминентнија област финансијских услуга, су развиле добро документоване и тестиране приступе управљању ризицима који се односе на кључне ризике у тим областима. Међутим, разумевање ризика и управљање познатим кључним пословним ризицима у данашњем пословном окружењу не мора бити довољно. Како је наведено у *Управљању ризиком предузећа: имплементација нових решења*³, Merger Management Consulting је урадила студију 100 највећих месечних падова вредности акција са индекса Fortune 1000 између 1993. и 1998. године. У студији је наведено да је само 6% изненађења било

1) Paul J Sobel, “Integrating Risk Management and ERM”, *Auditors Risk Management Guide* (Chicago: CCH Incorporated, 2004, p. 1.02 – 1.03.

2) Committee of Sponsoring Organizations (Komitet sponzorskih organizacija), *Enterprise Risk Management*, COSO, September 2004, Executive Summary, p. 4.

3) *Enterprise Risk Management: Implementing New Solutions*, EIU, 2001

повезано са финансијским ризицима. Преосталих 94% изненађења односило се на стратешке и пословне ризике. То је одраз генералног недостатка софистицираног фокуса у управљању ризицима у организацијама. Међутим, више од две трећине ових изненађења могло је бити ублажено коришћењем расположивих средстава и техника управљања ризиком.

Ова и остале студије објављене средином и крајем 90-их почеле су да се баве организацијама које су претрпеле велике губитке када су настајали одређени ризици, или су постигле велики успех ангажовањем ефективних техника управљања ризиком организације. Као резултат тога, формализоване технике управљања ризиком почеле су да се развијају у организацијама које су размишљале унапред. Организације које ефективно идентификују, процењују и управљају основним ризицима који покрећу догађаје, као што су нерегуларности финансијског извештавања, смањење кредитног рејтинга и пад зараде, имају највећу шансу да поврате тржишну вредност, у поређењу са организацијама које технике управљања ризиком не ангажују ефективно.

Управљање ризиком треба да буде интегрисано са начином на који менаџмент води пословање, обогачујући тиме тај процес и чинећи га фокусиранијим на ризик. Када је добра архитектура управљања ризиком у целој организацији, она обезбеђује да се ризицима управља добро, да је имовина обезбеђена, репутација заштићена, а вредност за акционаре повећана. Ефективна примена управљања ризиком захтева⁴:

1. да линијски менаџмент преузме одговорност за ризик,
2. асистенцију и помоћ менаџерима,
3. културу која цени препознавање, саопштавање и управљање ризицима,
4. мере за учинак како би се утврдило да ли пословне јединице третирају праве ризике у остварењу стратешког циља,
5. оцену учинка људских ресурса, надокнаду и програме подстицања, повезане са резултатима менаџера у управљању ризицима.

Управни одбор надгледа све кључне ризике и обезбеђује холистичку, трајну архитектуру ризика како би могао да идентификује, управља и пра-

ти ризике, без обзира на то који комитет је основан да би помогао код овог задатка.

Стандарди управљања ризиком Аустралије и Новог Зеланда предвиђају процес од шест корака⁵:

1. подршка вишем менаџменту,
2. развој организационе политике,
3. саопштавање политике,
4. управљање ризицима на организационом нивоу,
5. управљање ризицима на програмском, пројектном и тимском нивоу,
6. мониторинг и преглед.

Обазрив приступ је важан елемент управљања ризиком неке организационе јединице. То се односи на ситуације у којима може доћи до озбиљне или неповратне штете, са значајним неизвесностима.

2. Организовање управљања ризицима

Одговорност за управљање ризиком је на менаџменту. Да би постигли пословне циљеве, руководиоци треба да се постарају да буду успостављени поуздани процеси управљања ризицима и да они ефикасно функционишу. Свако лице у предузећу или другом привредном друштву односно ентитету има неку одговорност за управљање ризиком пословања. Директор има крајњу одговорност и треба да преузме надлежност. Други руководиоци подржавају филозофију ентитета за управљање ризиком, обезбеђују усклађеност ризиковања са пројектованом склоношћу ризику и контролишу ризик у својим областима пословања, у складу са толеранцијом ризика.

Управљање ризиком је посебан део надлежности интерног ревизора, којом треба да се помогне унапређење ефективног управљања ризиком у организацији и да се пруже уверавања управном одбору о овом питању. Управни одбор и одбор за ревизију имају улогу надгледања у циљу утврђивања да ли су одговарајући процеси управљања ризиком успостављени и да ли су ти процеси адекватни и ефективни.

Добре организације разумеју профил ризика и начин организовања бављења ризиком на различитим нивоима, који доприноси формирању ширег плана за различите пословне јединице,

4) H. S. Pickett: *The Internat Auditing Handbook*, John Willey & Sons, Chichester, etc, 2003, p. 157.

5) *Australian /New Zeland Standard: Risk Management Guidelines AS/NZS 4360:2004.*

производне линије, радне јединице и пратеће функције. Одлуке на свим нивоима треба да се донесу у оквиру интегрисаног процеса управљања ризиком којим се обезбеђује да се сви постојећи и нови ризици идентификују, анализирају и ублажавају.

Управљање ризиком пословања подразумева више учесника од којих сваки има значајну одговорност. Управни одбор директно или преко свог комитета за ризик, руководство, запослени у одељењу за ризик, финансијски руководиоци, интерни ревизори и други запослени у предузећу, односно другом привредном субјекту, дају важне доприносе ефективном управљању ризиком пословања.

Путем избора руководства, управни одбор има главну улогу у дефинисању очекивања у вези са интегритетом и етичким вредностима и кроз надзорне активности може да утврди да ли су та очекивања испуњена. Управни одбор одобрава значајне одлуке, креира стратегију, формулише циљеве на високом нивоу. Он мора да има одговарајући састав и фокус како би управљање ризиком било ефективно. Чланови управног одбора треба да имају знање о активностима и окружењу предузећа и да посвећују довољно времена испуњењу својих дужности. Они имају отворену и неограничену комуникацију са интерним ревизорима, екстерним ревизорима и правним саветницима.

Управни одбор може да има своје одборе (комитете). Најзначајнији од њих су одбор за ризике и одбор за ревизију. Одборе за ризике обично имају банке и велике компаније. Одбор за ризике се састоји од виших руководиоца, укључујући руководиоце функција као што су финансијски директор, извршни руководилац интерне ревизије, директор Информационих технологија и др. Њихов фокус је директно усмерен на елементе управљања ризиком. Одбор за управљање ризиком (*Risk management committee*) утврђује корпоративне циљеве, склоност ка ризику и укупне нивое толерисања ризика. Он надгледа процес којим руководство пословне јединице идентификује и процењује ризике и утврђује одговарајућа решења. Бави се ризицима на нивоу целе организације, утврђује индикаторе ризика и начин мерења. Функције и одговорности одбора за ризике укључују:

- одређивање одговорности за процес управљања ризиком пословања, укључујући процесе који се користе за идентификовање, процену, решавање и извештавање о ризику;
- дефинисање улога, одговорности на нивоу извршног и вишег руководства;

- обезбеђивање политика, оквира, методологија и инструмената пословним јединицама за идентификовање, процену и контролу ризика;
- преглед профила ризика предузећа;
- преглед измерених перформанси у односу на границе толерисања и препоручивање корективних мера тамо где је то адекватно;
- извештавање генералног директора и управног одбора о процесу управљања ризиком.

Одбор за ревизију је формиран обично у свим предузећима чије се акције котирају на берзи. Није неуобичајено да се одговорност за управљање ризиком пословања делегира одбору за ревизију. Он има директну улогу у креирању поузданости екстерног извештавања и прихватању кључних ризика повезаних са финансијским извештавањем. У многим случајевима се сматра да је својим фокусом на интерној контроли финансијског извештавања и ширим фокусом на интерној контроли, одбор за ревизију већ добро позициониран да прошири своју одговорност на надзор управљања ризиком пословања. Од одбора за ревизију захтева се да разматра смернице и политике руковођења процесом процене и управљања ризиком.

Други елемент управљања ризиком предузећа је руководство. Оно је директно одговорно за све активности предузећа, укључујући управљање ризиком пословања. Природно, руководство на различитим нивоима има различите одговорности у управљању ризиком пословања. Међутим, директор, односно извршни одбор или управа имају крајњу одговорност за управљање ризиком пословања. Он поставља тон организације који утиче на факторе интерног окружења и друге компоненте управљања ризиком пословања. Директор и кључни виши руководиоци постављају стратешке циљеве, стратегију и повезане циљеве на високом нивоу.

Виши руководиоци задужени за пословне функције одговорни су за управљање ризицима везаним за циљеве њихових пословних функција, односно организационих јединица. Виши руководиоци додељују одговорност за одређене процедуре управљања ризиком пословања руководиоцима одређених процеса, подпроцеса или одељења. Сваки руководилац треба да буде одговоран следећем вишем нивоу за свој део управљања ризиком пословања, а генерални директор сноси крајњу одговорност пред управним одбором.

Банке и велике компаније имају успостављене функције управљања ризицима, као посебан организациони део за централизовану координа-

цију, ради лакшег управљања ризиком пословања. Функција управљања ризицима треба да установи политику о интегрисаном управљању ризицима са следећим циљевима за интегрисано управљање ризицима у организационим јединицама:

- да препозна да је интегрисано управљање ризиком интегрални део остваривања пословних циљева и ефикасног управљања;
- да успостави дисциплину интегрисаног управљања ризиком као организациону снагу која је интегрисана са другим праксама управљања и свеобухватна;
- да промовише интеграцију кроз хоризонталну сарадњу и проактивно систематско управљање свим кључним ризицима (стратешким, оперативним и пројектним), што би обезбеђивало јединствен и конзистентан приступ доношења одлука у циљу остварења корпоративних приоритета;
- да се доследно и изричито примењује интегрисано управљање ризицима у доношењу одлука;
- да изгради постојеће приступе управљању ризиком, док не ојачају капацитети за укључивање других страна и
- да обезбеди подршку и средства за планове обуке и учења о интегрисаном управљању ризиком.

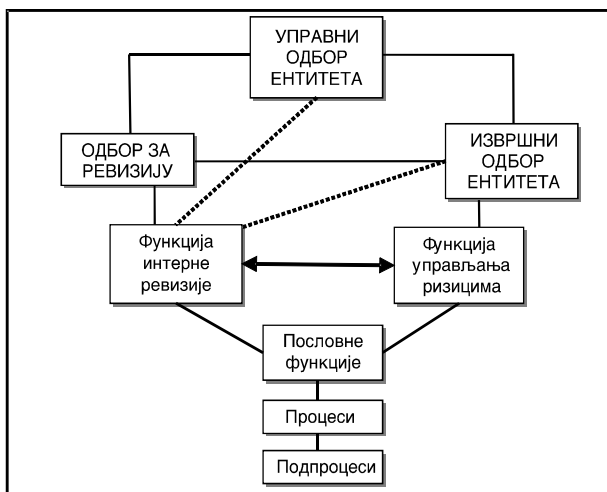
Главни руководиоца за ризик сарађује са другим руководиоцима у успостављању ефективног управљања ризиком у њиховим областима одговорности. Он им помаже у управљању ризиком пословања. Руководилац за ризик може да има

одговорност за праћење напретка и пружање помоћи другим руководиоцима у извештавању о ризику по хоризонталним и вертикалним каналима комуникације ентитета. На Слици 1 представљена је уопштена организациона инфраструктура у неком ентитету, која учествује у управљању ризиком пословања.

Управљање ризиком пословања представља одговорност сваког лица у предузећу и стога треба да буде експлицитни или имплицитни део свачијег описа посла, односно да буде добро дефинисано и ефективно саопштено. Сви запослени су одговорни за подржавање тока информација и тока комуникација који су инхерентни управљању ризиком пословања. То подразумева извештавање вишег нивоа организације о свим проблемима у пословању, непоштовању кодекса понашања или другим кршењима политике или закона.

Управљање ризиком није једнократан, статичан процес, већ динамичан, сталан циклус. Овај циклус захтева да групе и појединци укључени у различите фазе корпоративног управљања и управљања ризиком обављају одређене активности на сталној бази, као што следи:

- Управни одбор мора:
 - да упозна и процени потребе које се мењају и очекивања кључних носилаца интереса;
 - да обезбеди стално усмеравање, овлашћење и надзор вишег менаџмента у вези са циљевима и нивоима толеранције корпоративног управљања;
 - да прими и процени информације вишег менаџмента у вези са ефективношћу активности управљања пословањем у оквиру тих нивоа толеранције.
- Виши менаџмент укључен у процес управљања ризиком предузећа мора да:
 - прима стална усмеравања од управног одбора и да обезбеди да се активности управљања ризиком спроводе тако да се пословањем управља у оквиру тих нивоа толеранције;
 - поново процени нивое толеранције ризика како би се обезбедило да они стално одражавају потребе пословања и да истовремено буду у складу са нивоима толеранције које је одбор утврдио;



Слика 1 - Инфраструктура организовања управљања ризиком

- делегира овлашћења на појединце који управљају ризиком, овлашћујући их да управљају наведеним ризицима и реагују на промене у пословању;
- прими и процени информације од лица која управљају ризицима у вези са ефективношћу активности управљања пословањем у оквиру тих нивоа толеранције;
- саопшти одбору информације у вези са ефективношћу активности управљања пословањем, у оквиру нивоа толеранције који је одбор одредио.
- Лица која управљају ризиком морају да:
 - разумеју профил ризика организације који се мења, као и нивое толеранције које су одредили управни одбор и виши менаџмент, да би обезбедили да активности управљања ризиком за које су одговорни управљају ризицима у складу са правцем корпоративног управљања и тим нивоима толеранције;
 - поново процене да ли тренутни пројекат активности управљања ризиком и даље пружа објективно уверавање да ће се ризицима управљати у оквиру наведених нивоа толеранције;
 - процене да ли и даље постоје услови неопходни за обављање активности управљања ризиком;
 - праге активности управљања ризиком да би се обезбедило да функционишу онако како су пројектоване и остварују жељени резултат;
 - саопштавају вишем менаџменту информације у вези са ефективношћу активности управљања пословањем у оквиру нивоа толеранције.
- Ревизори морају да:
 - планирају своје ревизорске активности тако да периодично поново процењују пројекат и функционисање кључних процеса управљања ризиком;
 - праве периодичне процене тренутне тачности и ефективности саопштења лица која управљају ризицима упућена вишем менаџменту и саопштења вишег менаџмента управном одбору.

Када овај циклус корпоративног управљања ефективно функционише, он пружа уверавања

носиоцима интереса да ће њихове потребе и очекивања бити испуњени.

Процес управљања ризиком предузећа има важну улогу у корпоративном управљању. Представљајући средишње место свих активности управљања, тај процес помаже да се обезбеди да се налози за корпоративно управљање које даје управни одбор пренесу у конкретне планове управљања ризиком, а такође обезбеђује и проток информација о ефективности ових активности управљања ризиком до управног одбора.

Најбоља пракса показује да су неке организације основале формалан комитет за управљање ризиком који обавља одређене активности. Постојање таквог комитета проширује структуру процеса управљања ризиком организације, обезбеђује свеобухватност одлука о управљању ризиком, олакшава постизање консензуса о кључним одлукама у вези са ризиком и служи као централна тачка за комуникације од појединаца који управљају ризиком до комитета. Комитети за управљање ризиком обично укључују појединце из вишег менаџмента који подносе извештаје или генералном директору или директно управном одбору.

Управљање ризиком може да се обавља широм одељења и да дода вредност проактивним идентификовањем проблема којима се мора управљати да би се боље остварили циљеви. Међутим, пуна вредност управљања ризиком у одељењима неће бити реализована уколико се оно не изводи на интегрисани начин.

Интегрисано управљање ризиком је скуп пословних пракси, подржан паметном културом ризика, којима се процењује, саопштава и управља ризиком на нивоу који одговара профилу ризика одељења и могућности. Оно побољшава доношење одлука, јача корпоративно управљање и пружа веће могућности остварења циљева. Интегрисано управљање ризиком помаже да одељења развију јединственији и доследнији приступ у доношењу одлука, побољшању способности организације да искористи шансе, повећа предвидивост, као и заштити имовину предузећа.

Интегрисано управљање ризиком има више аспеката:

- ризици морају да се свеобухватно процењују кроз одељења, што ствара хоризонталну слику (кроз секторе и филијале) профила ризика одељења који се може утврдити и пратити (хоризонтална интеграција);
- ризици треба да се процењују на више нивоа, тако да се ризици у једној пословној функцији

могу детаљно схватити (вертикална интеграција);

- све врсте ризика се испитују (нпр. стратешки, оперативни, финансијски и др.), тако да се потпуно разуме изложеност ризику.

Интегрисано управљање ризиком у постојеће структуре доношења одлука подразумева:

- да процес управљања ризиком постане интегрални део пословне праксе, тако да запослени то не виде као додатни посао.
- утврђивање заједничког језика у вези с ризиком (као што је оно, шта се подразумева под ризиком, управљањем ризиком, алатима и техникама управљања ризиком) и његово доследно коришћење у организационим упутствима и документима.
- успостављање заједничких процеса управљања ризиком.
- усклађивање приступа са корпоративним планирањем. Руководилац организационе јединице за ризике треба да омогући усмеравање и координацију за интеграцију са корпоративним планирањем и одабиром приоритета и алокацијом ресурса на главна подручја ризика и процес анализе нивоа корпоративног окружења.

3. Модел интегрисаног управљања ризиком

Одређена свест о постојању ризика постоји већ више векова. Међутим, тек последњих година се пословни свет фокусирао на то да истински схвати и управља ризиком. На неки начин, успешне организације сада схватају да оне, у ствари, могу да контролишу ризик.

Пословни ризици су неизвесности које могу утицати на способност предузећа да оствари стратешке циљеве. Ова дефиниција се фокусира на концепту да ризик почиње стратегијом, да садржи унутрашње неизвесности у вези са исходом, обухвата претње које могу имати негативан ефекат и прилике које могу имати позитиван ефекат.

Управљање ризиком предузећа је структурисан и дисциплиновани приступ који помаже менаџменту да разуме и управља неизвесностима које могу угрозити успех предузећа. У овој дефиницији наглашава се да управљање ризиком предузећа почиње стратегијом, обухвата неизвесности које прете успеху предузећа и да мора бити структурирано и дисциплиновано како би се

обезбедило свеобухватно, ефективно и ефикасно бављење свим ризицима предузећа.

Еволуција организација текла је у правцу прихватања управљања ризиком предузећа, због високе цене коју плаћају када дође до изненађења. Управљање ризиком предузећа чини интегрални део циклуса корпоративног управљања који спроводе управни одбор, одбор за ревизију, менаџмент предузећа, екстерна и интерна ревизија.

Када предузеће и интерни ревизор разматрају прелазак на интерну ревизију засновану на ризицима, кључно питање обухвата установљавање ефективне структуре управљања ризицима у предузећу. Та структура мора узети у обзир могућност да очекивани или непредвиђени догађаји могу негативно утицати на капитал или зараду предузећа, а структура мора садржати коришћење система и процеса управљања критичним уступцима између ризика и зараде у току процеса одлучивања. Формални механизам или структура управљања ризицима у целом предузећу на интегрисаној основи треба да садржи следеће елементе:

- активан, укључен и обавештен одбор за ревизију који (а) може да схвати и процени ризик, (б) да се не боји да поставља тешка питања и (ц) да жели да изврши потребне промене и додели одговорност укљученим странама.
- вођство пословодства које (а) успоставља прави „тон на врху”, (б) схвата важност добре интерне контроле, (ц) подржава функције управљања ризицима и (д) жели да имплементира промене када је потребно;
- квалификоване запослене у предузећу који покривају (а) интерну ревизију, (б) преиспитивање пословних процеса (ц) придржавање прописа;
- квалификоване екстерне стручњаке у областима (а) екстерне ревизије, (б) интерне ревизије, (ц) преиспитивања пословних процеса и (д) придржавања прописа;
- формални процес процене ризика који (а) се врши најмање једном годишње, (б) узима у обзир врсте ризика, (ц) узима у обзир познате или очекиване промене, (д) узима у обзир претходне проблеме, (е) узима у обзир правац ризика и (ф) расподељује ресурсе у области са највећим ризиком;
- добро документовани план управљања ризицима који (а) је написан, (б) дефинише

улоге, (ц) успоставља делокруг, учесталост и време и (д) одобрава га управни одбор;

- ефективно извештавање које (а) се доставља најмање једном у три месеца, (б) је организационо независно, (ц) садржи значајне налазе и препоруке и (д) укључује реакције пословодства;
- темељан наставак рада који обезбеђује (а) формализовано извештавање, (б) дефинисану одговорност и (ц) независно праћење;
- процес евалуације који (а) је формализован, (б) је одговорност одбора за ревизију и (ц) укључује све стране и процесе.

Интегрисано управљање ризицима подразумева дисциплину која се спроводи широм организације, а укључује културу, структуре и процесе за проактивно, систематско и експлицитно идентификовање, процењивање, управљање и саопштавање свих ризика који могу имати значајан утицај на постизање важних циљева. На тај начин, оно испуњава кључну одговорност за управљање ризицима од стране менаџмента и свих запослених. Цела организација треба да буде укључена у потпуно интегрисано управљање ризицима са утврђеним циљевима у свим политикама, плановима, као и пословању и резултатима интегрисаног управљања ризиком у пракси на свим нивоима.

Уколико је у организацији успостављена организациона јединица за управљање ризиком она треба да обезбеди координацију интегрисања са корпоративним планирањем и постављање приоритета и алокацију ресурса између главних ризичних подручја. Успостављена функција управљања ризицима треба да изврши усклађивање са циљевима на свим нивоима тако да запослени могу да виде користи појединачно и колективно, и како се доприноси јасноћи и побољшавању одговорности у управљању ризицима.

Успостављање интегрисаног модела управљања ризицима захтева анализу интерног и екстерног окружења. Профил корпоративног ризика идентификује кључне ризичне области кроз целу организацију (проблеме, функције, програме, системе), као и појединачне случајеве, активности, или пројекте у различитим пословним линијама које могу имати значајан утицај на свеобухватне приоритете менаџмента и остварење корпоративних циљева.

Унутрашњи и спољни фактори и ризици се идентификују кроз испитивања окружења или прелиминарног сакупљања података и анализу. Главни трендови и промене у њима током времена посебно су релевантни у пружању раног

упозоравања на потенцијалне ризике који могу негативно да утичу на резултате организационих јединица и коначне циљеве, резултате и исходе.

У процесу процењивања ризика користи се неколико техника идентификације ризика, као што су *brainstorming*, планирање сценарија и анкете. Други извори информација о ризицима обухватају ревизорске извештаје, извештаје о успешности и друге системе управљања информацијама. Интерна анализа, такође, базира се на документима стратегијских планова за пословне функције, пословним плановима, извештајима о плановима и приоритетима, ревизорским налазима и препорукама, капиталним средствима и функционалним плановима. Ови документи су вероватно добри извори информација о организационим циљевима, усмерењу, новим пројектима и иницијативама, текућим учинцима, као и областима којима је потребна пажња, или побољшање. Даље следи анализирање свих прикупљених података и њихово организовање и класификовање по програмима, пословним линијама, филијалама или пословним подручјима, географским локацијама, типовима ризика, изворима ризика или комбинација ових и других релевантних категорија.

Додатне информације могу да буду баш од интерне ревизије и њихове оцене система интерних контрола и идентификованих кључних области које могу бити у опасности и угрожене. Интерни ревизори у свакој својој ревизији дају оцену ризика и врше његову класификацију према моделу ризика који је организација установила и прихватила. Ови ризици се могу рангирати према приоритету од највишег до најнижег. Ревизори, такође, могу дати оцену о текућем управљању ризицима.

За утврђивање корпоративног профила ризика потребно је извршити и анализу спољних фактора. Разумевање универзума ризика организације помаже у идентификацији и процени кључних ризика на високом нивоу. Спољни фактори које треба размотрити укључују политичко, економско, социјално и технолошко окружење, као и трендове промена који могу утицати на обављање активности организације или остварење њених циљева.

Установљавање приступа интегрисаног управљања ризиком треба базирати на корпоративном профилу ризика. Разумевање пословног окружења - претњи и могућности, предности и слабости, помаже у успостављању стратешких смерница за интегрисано управљање ризиком. Развијање корпоративног профила ризика је јак сигнал посвећености вишег руководства ус-

постављању инфраструктуре, алата и процеса управљања ризиком. Он поставља платформу за добре перформансе мерења, побољшање одговорности, и најзад успешнију праксу управљања. Интегрисани приступ управљању ризиком препознаје међусобни однос и повезаност, што значи да неки високи ризици захтевају хоризонтални преглед и решавање. Порука о управљању ризиком саопштава се кроз целу организацију, путем кључних и стратегијских процеса планирања. Пословни и оперативни планови посматрају се кроз објектив интегрисаног разумевања и управљања ризиком и инкорпорирају се мере како би се избегле негативне последице и прихватиле могућности иновација. Предузимање акција креирања корпоративног прегледа кључних ризика и способност да се поступа са њима обухвата:

- **спровођење анализе унутрашњег и спољног окружења** у циљу идентификовања и процене врсте и извора ризика и шта је под ризиком, узимајући у обзир међузависност ризичних подручја и смањења ризика кроз организацију и значајних појединачних догађаја или активности;
- **разумевање толеранција ризика** у смислу схватања које врсте ризика и нивоа ризика управни одбор је спреман да прихвати;
- **процену тренутне способности управљања ризиком** (тј. коришћење постојећих организационих алата, техника, вештина, знања и ресурса за управљање ризиком) у смислу да се одреде тренутне способности за контролу ризика и да се идентификују слабости;
- **развијање иницијалног одговора на ризик** путем идентификовања ублажавајућих стратегија и консалтинга, које се односе на резултате анализе и одговора на ризике;
- **опис корпоративног профила ризика** (тј. резултата анализе, процена и одговора на ризик) на начине корисне за управни одбор, укључујући и највише руководство. На пример, на једној страни презентовати мапу ризика и анализирати централу и филијале, пословне линије и програме.

На Слици 2 приказани су елементи интегрисаног модела управљања ризиком са интерном ревизијом:

Пословни циљеви обухватају визију, мисију, намену, разне циљеве и сличне аспекте организације. Свака организација ће имати своје сопствене различите групе пословних циљева, а јавни, непрофитни и приватни сектори могу имати сасвим другачије пословне циљеве.

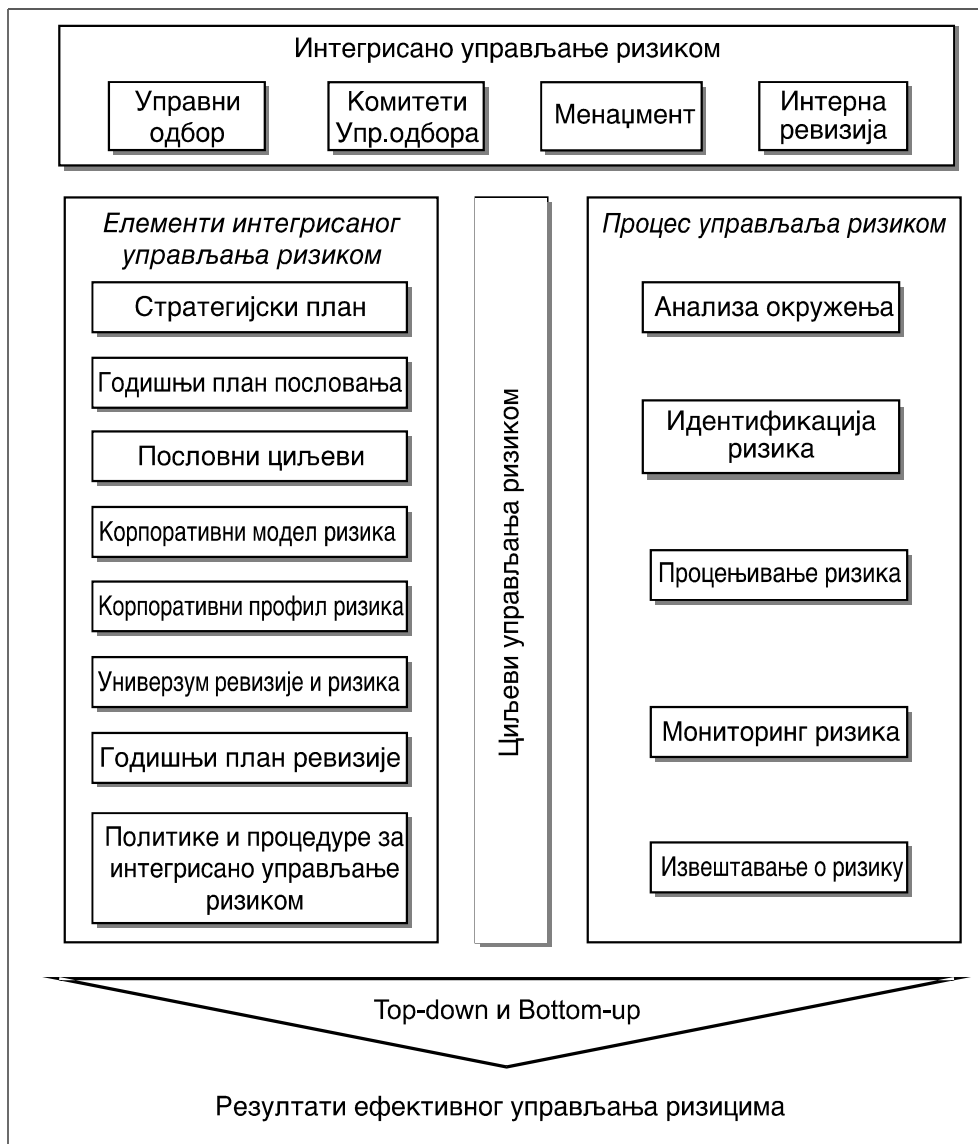
Сценарији, приступи и модели специфични за одређене делатности представљају начине које су организације одабрале за решавање пословног ризика и неизвесности. Ови методи су веома различити, зависно од делатности. У оквиру делатности често постоје неки приступи “најбоље праксе” који су постали *de facto* стандарди. Организације могу да користе један или стотину различитих модела да би описали ризик. На пример, у банкарству *VAR (value at risk - вредност под ризиком)* модел за одређивање цена портфолија или сличан модел представља управо једну од заједничких компоненти за финансијске институције које се баве хартијама од вредности и дериватима.

Препознавање и оцена пословног ризика чине процес који организација користи приликом примене својих модела, да би добила одређене информације о пословном ризиком и последицама тог ризика. Одбори и менаџери за ризике представљају два од неколико начина на које је овај процес укључен у структуру организације. Најуспешније организације обезбеђују добро разумевање између стратешких планера, менаџмента за ризике, пословног руководства и интерних ревизора, често тако да сви учествују у истом комитету.

Интерни ревизори за потребе прављења свог годишњег плана рада добијају процену ризика од вишег и нижег менаџмента, односно примењују се два приступа процене ризика: *Top-Down Risk Assessment Senior Management i Bottom-Up Risk Assessment Business Units Management* (процена ризика од стране вишег менаџмента одозго ка доле и процена ризика од менаџмента пословних јединица одоздо ка горе).

Top-Down Risk Assessment процес оцењивања ризика обухвата резултате вишег менаџмента за годишњу процену ризика. У овој процени, виши менаџмент ће руководиоцу одељења интерне ревизије обезбедити сагледавање њихове забринутости у вези са областима њихове одговорности и да укаже на области у којима је потребно независно уверење за ефикасност контрола. Важно је напоменути да ће виши менаџмент путем анкете указати на своју забринутост за области осетљиве на ризик. Ово треба да буде драгоцен показатељ који ће интерни ревизори узети у разматрање при састављању годишњег плана ревизије, односно одабиру подручја која ће бити предмет ревизије током године.

Други приступ процене ризика је *Bottom-Up Risk Assessment*. Да би се укључиле менаџерске процене ризика, одељење интерне ревизије ће помоћи менаџерима пословних јединица да пу-



Слика 2 - Модел интегрисаног управљања ризиком

тем радионица самопроцене ризика изврше процену ризика својих процеса. Укључивање кључних кадрова из области које могу бити предмет ревизије омогућује интерним ревизорима да искористе њихову стручност и информације у процени. У случају постојања самопроцене ризика, која је већ документована и о којој је извештај послат организационој јединици за управљање ризиком, њене резултате интерна ревизија треба да узме у обзир.

Процес стратешког планирања је процес претварања пословних циљева и оцене пословног ризика у групу/сет стратешких циљева, сценарија, планова или сличног што ће послужити као смернице организацији за извесно планирање које је дуже од годину дана. У успешним организацијама постоји комуникација што се тиче плана са главним интерним ревизором и особ-

љем, како би се помогло у развоју релевантног делокруга ревизије.

Универзум ревизије (делокруг ревизије) представља збир процеса, програма, пројеката и других аспеката организације релевантних за стратешко планирање и од нарочитог су значаја за испуњавање плана.

Универзум ревизије представља компилацију могућих предмета за интерну ревизију. Није неопходно водити рачуна да сви предмети буду обухваћени. Они предмети који су од најмањег значаја могу се у будућим периодима заменити предметима од већег значаја – или неки могу постати ирелевантни како се буде развијао стратешки план.

Годишњи план пословања представља подгрупу стратешког плана којим се захтева алоцирање ресурса, у складу са краткорочним

циљевима предстојеће године. Пошто овај план представља део стратешког плана који ће се примењивати у непосредној будућности, успешне организације су закључиле да је значајно да планери пословања буду у контакту са планерима интерне ревизије, како би синхронизовали свој рад на ревизији са текућим пословним планом. Годишњи план интерне ревизије мора бити повезан са годишњим планом пословања и циљевима организације. Пословни планови се обично периодично прегледају током периода који се планира. Статус плана или промена, као резултат ових прегледа, саопштава се интерној ревизији како би се извршиле одговарајуће корекције.

Годишњи план ревизије је подгрупа универзума ревизије који подразумева алоцирање ресурса и циљеве текуће године за функцију интерне ревизије. Најуспешније интерне ревизије покушавају да користе годишњи пословни план организације као основу за развој годишњег плана ревизије. Годишњи план ревизије није статички документ. Најуспешније интерне ревизије врше преглед својих планова бар тромесечно због промена насталих као резултат ревизијске активности или променљивих потреба организације.

Годишњи план ревизије представља серију (низ) ревизија одређених процеса, програма, пројеката, радних група, итд. Пошто представља подршку целокупне активности организације за ту годину, он је део процеса интерне ревизије макро оцењивања ризика. Коришћењем истог потврђивања и оцењивања пословног ризика и обавештавања о стратешком плану и циљевима годишњег пословног плана, директор интерне ревизије одређује појединачне ревизије за годишњи план ревизије.

У најуспешнијим организацијама сваки процес или радна јединица (предмет ревизије) има групу/сет циљева који се повезују са годишњим пословним планом. За постизање ових циљева радне јединице постоје специфични пословни ризици повезани са врстама пословних ризика који се разматрају као део оцењивања пословног ризика на нивоу организације. Менаџери покушавају да се баве сваким пословним ризиком који може представљати последицу од материјалног значаја за постизање циљева.

Интерни ревизори у најуспешнијим организацијама креирају програме ревизије који су довољно опсежни да обухвате тестове за све методе управљања пословним ризиком. Поред тога, њихови извештаји о обављеној интерној ревизији обрађују пословни ризик директно, извештавајући о резултатима уложеног напора менаџ-

мента за сваки значајан ризик у пословном процесу.

Свака организација треба да има свој систем интегрисаног управљања ризиком, иако у њој није успостављено одељење интерне ревизије. Пракса интегрисаног управљања ризиком почиње приступом *са врха надолу (Top-Down Direction)* са циљем постављања организационог приступа у пракси кроз политике или оквир, циљеве, начела пословања, заједнички језик споразумевања, као и процес одобрен од стране менаџмента. Организациони приступ је широко прилагоден да одговара организацији, базиран на кључним областима ризика, стратегијама за ублажавање ризика, оспособљен да идентификује недостатке у корпоративном профилу ризика. Интегрисано управљање ризиком помаже да се размишља о три нивоа процене ризика: корпоративном (широм организације, највиши ниво), пословних линија (главне функционалне области или јединице) и других области (програми, велики пројекти, активности и процеси). На највишем корпоративном нивоу резултати управљања ризиком и кључни корпоративни ризици груписани су и укључени у корпоративни профил ризика, информишући организацију о стратегији управљања ризиком у циљу остварења корпоративних циљева. Корпоративни профил ризика углавном полази од профила ризика пословних линија који је развијен на следећем нивоу испод корпоративног нивоа, односно на нивоу пословних функција и сектора. Трећи или оперативни ниво је најнижи ниво процене ризика. Резултати овог нивоа су укључени у пословне линије и корпоративни профил ризика. Људи који раде на оперативном нивоу најбоље знају своје пословање и ризике и у позицији су да предузму потребне акције. Њихово учешће, знање, активности и допринос су стога од суштинске важности.

4. Улога интерне ревизије у процесу интегрисаног управљања ризиком

До великог подстицаја управљања ризиком и улози интерне ревизије делимично је дошло због прописаних кодекса, делом је подстакнут скандалима у разним секторима и организацијама, као и тиме што су успешне компаније схватиле и обрадиле своје кључне ризике. Дефиниција интерне ревизије јасно указује на то да се интерни ревизори баве ризиком и управљањем ризиком. Штавише, постоји више професионалних стандарда Института интерних ревизора који истичу важност укључења интерне ревизије у систем организације за управљање ризиком. У Стан-

дарду интерне ревизије 2100 наводи се следеће: „Функција интерне ревизије треба да помогне организацији идентификовањем и оцењивањем значајне изложености ризику и давањем доприноса побољшању система управљања ризиком и контроле“. У Стандарду 2110.A1 јасно је наведено да „активност интерне ревизије треба да прати и оцени ефективност организационог система управљања ризиком“⁶.

Укључивање интерне ревизије у управљање ризиком носи и одређене опасности. Gill Bolton је 1999. године издао упозорење интерним ревизорима да постоји опасност када заговарају ефективно управљање ризиком, јер⁷:

- теже препоручивању процеса и процедура високе аверзије према ризику;
- нису свесни организационих преференција код преузимања ризика (које су такође познате као склоност ка ризику или толеранција ризика). Они у томе нису усамљени, јер је мало организација правилно дефинисало преференције код преузимања ризика;
- дају препоруке на прилично *Ad hoc* основи, често без разматрања организационог утицаја њихових препорука;
- не успевају да се довољно приближе стратешким приликама и изазовима на којима и према којима њихове организације раде;
- представљају административно оптерећење онда када су брзина и флексибилност од суштинског значаја;
- нису активно укључени у програме главних организационих промена.

Интерни ревизори би требало да теже да промене своју улогу у неку улогу менаџера за ризике. Пре би требало заједно да раде са осталим функцијама управљања ризиком и мониторинга у својим организацијама, како би помогли у остварењу усклађеног и модерног укупног управљања ризиком.

Све више је, међутим, јасно да интерна ревизија треба да створи вредност организацији тако што ће бити усклађена са оним што највише забрињава управу и фокусирањем на питања од суштинског значаја за успех предузећа. Одговорност интерног ревизора слична је одговорности консултаната. Они одговарају за технички квалитет савета које пружају. Међутим, менаџмент одлучује да ли ће, или не, прихватити те савете у

светлу потпунијег разумевања ситуације. Интерни ревизори су ангажовани на оцени ризика или идентификовању контрола, укључујући и посао⁸:

- асистената (*facilitators*) који воде менаџере и особље кроз пословни процес.
- чланова тима који су део ширих група;
- аналитичара ризика и контроле који менаџеру даје стручне савете;
- провере алата и техника које интерна ревизија користи у анализи ризика и контрола;
- централне улоге у експертизи у управљању ризиком. Проблем усклађивања потребе за објективношћу и независношћу ревизије и захтева менаџмента за професионалним саветима и помоћи, као и потреба да се интерна ревизија перципира као стваралац вредности није, сам по себи, нов.

Важно је да интерни ревизор учествује у процесу оцењивања ризика. Међутим, оцењивање инхерентних ризика представља одговорност менаџмента, тако да интерна ревизија треба да води рачуна да учествује и олакша тај процес, а не да врши оцењивање. Ревизор може да припреми податке за оцењивање и математички утврди значај ризика под директивом менаџмента све док овај процес још увек представља одговорност менаџмента. Ризици су инхерентни свакој врсти пословања за које је одговоран одређени менаџер, тако да менаџери имају коначну одговорност за управљање тим ризицима.

У ревизијским процесима базираним на ризику интерни ревизори треба да се фокусирају на пословне процесе и системе, а не на трансакције као што је то случај код традиционалних ревизија. Стога, да би правилно оценио ризик интерни ревизор мора да узме у обзир следеће:

- интерне и екстерне факторе који могу да повећају пословне ризике организације,
- пословне циљеве организације на нивоу ентитета и пословног процеса,
- запажање пословних ризика од стране менаџмента који представљају опасност за постизање њихових циљева и
- системе интерне контроле организације.

При прелиминарном оцењивању ризика интерни ревизор треба да учествује у процесу оцењивања ризика на следећи начин:

6) Institute of Internal Auditors, *Standards for the Professional Practice of Internal Auditing*, 2007.

7) Bolton Gill, „*Organizational Risk Management*“, Internal Auditor, October 1999, p. 6.

8) Professionl Briefing Note Thirteen, Managing Risk, IIA UK, *Internal Audit's Role In Managing Risk*.

- да учествује на састанку о прелиминарном планирању са менаџментом и одбором за ревизију ради дискутовања о познатим проблемима и питањима која се односе на ризике.
- да изврши преглед стратешког плана, финансијских извештаја, регулаторних извештаја, маркетиншких информација и извештаја и студија из те делатности:
 - да учествује у дискусијама и проценама, упоређујући ове информације са познатим проблемима који се односе на ризик;
 - да утврди пропусте на листи познатих проблема који се односе на ризик;
 - да прошири листу ризика на основу ове анализе;
- да помаже у сакупљању и анализи квантитативних података, ради дефинисања обима утврђених проблема ризика у односу на друга питања и проблеме;
- да изврши процене и планирања где је то потребно;
- одреди нумеричка мерила, тј. бодове, за потенцијални значај утврђених ризика;
- да комплетира матрицу (план) прелиминарног оцењивања.

Потреба за уравнотежењем независности улоге давања уверавања и консултовања представља све важнију карактеристику модерног интерног ревизора. Једначина стварања вредности значи да интерни ревизори не могу да игноришу потребу за помагањем менаџменту, као и за прегледом. Неки тврде да интерна ревизија треба да се репозиционира у средиште димензије ризика и да прође кроз тражене промене.

Иако је добра комуникација између управног одбора, вишег менаџмента и лица која управљају ризицима важна, добро корпоративно управљање захтева независна уверавања да су активности управљања ризиком ефективне и да су комуникације тачне. Зато су активности уверавања које обављају ревизори неопходан и вредан елемент у циклусу корпоративног управљања.

Да би неопходна уверавања била дата управном одбору и менаџменту, ревизори морају правилно разумети процес управљања ризиком предузећа и у складу са њим пројектовати своје ревизорске активности. Примена ревизорског приступа заснованог на управљању ризиком ће омогућити ревизорима да ефективно и ефикасно обаве своју улогу. Као део циклуса управљања ризиком ревизор мора да:

- процени да ли су активности управљања ризиком ефективно пројектоване;
- утврди да ли се активности управљања ризиком спроводе на начин на који су пројектоване;
- процени да ли су саопштења лица која управљају ризиком вишем менаџменту у вези са спровођењем управљања ризиком тачна;
- процени да ли су информације које је виши менаџмент дао одбору комплетне и тачне;
- процени да ли су информације о толеранцији које дају управни одбор и виши менаџмент саопштене благовремено и ефикасно;
- идентификује области управљања или ризика које тренутно нису обухваћене процесом фокусираног управљања ризиком.

Ове активности независног уверавања пружају носиоцима интереса, управном одбору и менаџменту, сигурност да циклус корпоративног управљања ефективно функционише.

Интерни ревизори и менаџери за ризике користе заједничка знања, способности и вредности. И једни и други, на пример, упознати су са захтевима корпоративног управљања, имају план (пројекат) управљања, аналитичке и организаторске способности и вредност избалансираног приступа ризику, а не понашају се тако што преузимају екстремне ризике или их избегавају. Међутим, менаџери одговорни за ризике служе само руководству организације и не морају да обезбеђују независне и објективне доказе одбору за ревизију и управном одбору.

Интерни ревизори који хоће да прошире своју улогу на управљање ризиком на нивоу предузећа, не треба да потцењују специјална знања менаџера за ризике (као што су трансфер ризика, квантификавање ризика и технике за моделирање) која већина интерних ревизора не поседује. Сваки интерни ревизор, који не може да покаже одговарајуће способности и знање, не треба да прихвати посао у области управљања ризиком. Даље, директор функције интерне ревизије не треба да обезбеђује консултантске услуге у овој области уколико у оквиру функције интерне ревизије адекватне способности и знања нису на располагању, а не могу се добити ни са неке друге стране.

Код успостављања контролних активности, односно одговора на ризике, потребно је обезбедити интегрисаност интерних ревизора и руководиоца. Руководство након што оцени ризике утврђује мере за њихово смањење и решавање. Начини решавања ризика подразумевају њихово избегавање, смањење, поделу и прихватање. Смањење ризика подразумева предузимање мера за

смањење вероватноће или утицаја ризика или обе мере. То се најчешће чини имплементацијом одговарајућих контролних активности. Интерни ревизори се сматрају најбољим познаваоцима интерних контрола и контролних активности и едукацијом менаџмента могу значајно допринети ефективном решавању ризика путем контролних активности. Контролне активности су политике и процедуре које представљају активности људи усмерене ка обезбеђењу решавања ризика које утврди руководство или интерни ревизори. Контролне активности обухватају читав спектар различитих активности као што су давање одобрења, овлашћења, потврђивање, усклађивање, преглед пословних перформанси, обезбеђивање имовине и раздвајање дужности.

5. Међусобна комуникација интегрисаног управљања ризиком

Један од суштинских елемената интегрисаног управљања ризиком је ефикасна комуникација о ризицима повезаним са програмом или одлуком, уз коришћење стандардизованог оквира који омогућава мерење утицаја и вероватноће ризика и његово поређење са другим ризицима и анализама. Успостављање стандардизованог и планираног интегрисаног управљања ризиком пружа бољу могућност за ефикасније саопштавање значајних ризика вишем менаџменту и управном одбору. Да би се постигла пуна интеграција управљања ризиком, важно је да комуникација о ризику између свих сектора, пословних функција и филијала постане рутинска. Поред тога, кључни изазов комуникације о ризику укључује информације о ризику интегрисаном у циклус планирања на начин који је једноставан и који ће ефикасно комуницирати.

Корпоративна комуникација о управљању ризиком кроз све нивое ствара паметне корпоративне културе ризика. Функција управљања ризицима у предузећу треба да развије политику или оквир интегрисаног управљања ризиком који ће показати како интегрисано управљање ризиком подржава остварење циљева организације. Писана упутства (оквир, политика, или пословни принципи) треба да се саопште кроз предузеће свим организационим јединицама и запосленима, како би могли да свакодневно изграђују систем управљања ризиком. Запослени треба да буду упознати са својим улогама и одговорностима, програмским циљевима, критичним факторима

успеха, начином мерења перформанси, изворима и врстама ризика.

Интегрисање подразумева обезбеђење конкретне комуникације која обухвата очекивања у вези са понашањем и одговорностима запослених у вези ризика. То укључује јасно саопштавање филозофије и приступа управљања ризиком организације, као и јасно делегирање овлашћења. Комуникација о процесима и процедурама треба да је у складу са жељеном културом управљања ризиком и да је адекватно истиче. Комуникација треба ефективно да пренесе:

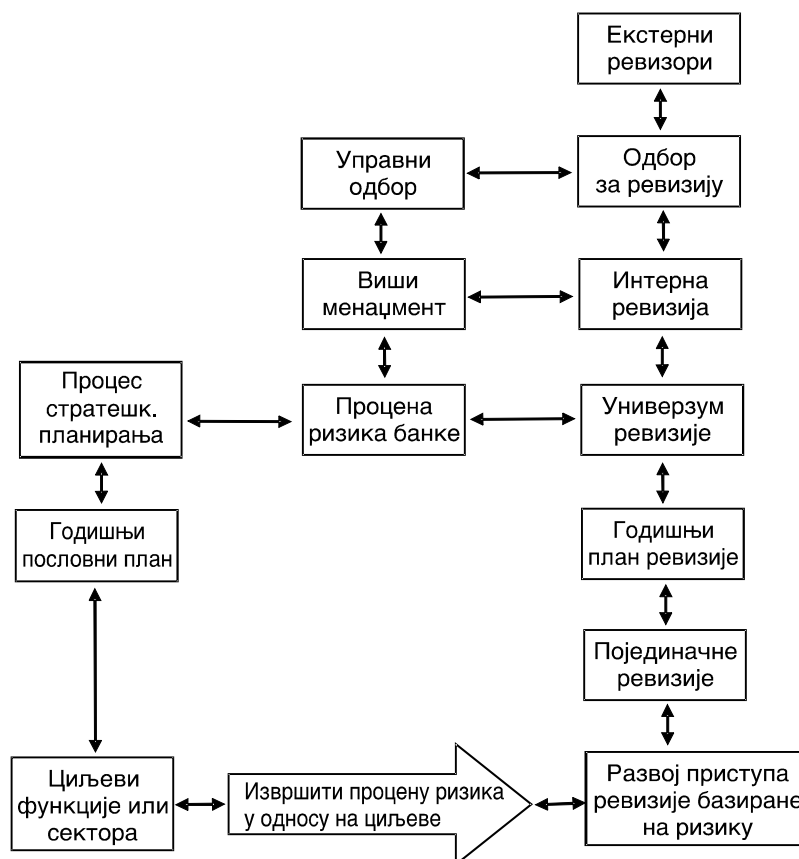
- важност и релевантност ефективног управљања ризиком организације;
- циљеве организације;
- склоност организације ка ризику и нивое толерисања ризика;
- заједничку терминологију;
- улоге и одговорности запослених у спровођењу и подржавању компоненти управљања ризиком пословања.

Сви запослени, а нарочито они који имају значајан ниво одговорности у смислу оперативног и финансијског управљања, треба од вишег руководства да приме јасну поруку да се управљање ризиком пословања мора схватити озбиљно. Запослени такође треба да знају на који начин су њихове активности повезане са радом других. Ово знање је неопходно ради учовања и идентификовања проблема, утврђивања узрока и спровођења корективних мера.

Одговорности и активности треба да буду координиране између свих група и појединаца који имају улогу у процесу управљања ризиком. Ове одговорности и активности треба да буду документоване на одговарајући начин у стратешким плановима организације, политикама управног одбора, директивама менаџмента, оперативним процедурама и другим инструментима за управљање. Примери неких активности и одговорности које треба документовати обухватају следеће⁹:

- постављање стратешке оријентације као одговорности управног одбора и одбора за ревизију;
- одговорност за ризике је у надлежности вишег руководства;
- прихватање резидуалног ризика спада у домен извршног руководства;

9) The Institute of Internal Auditors, Practice Advisory 2100-3: *The Internal Auditor's Role in the Risk Management Process*, 2004.



Слика 3 - Модел међусобне комуникације интегрисаног управљања ризицима и интерне ревизије

- идентификовање, оцењивање, ублажавање и мониторинг активности на континуираној основи спадају у домен оперативног особља;
- периодично оцењивање и уверавање треба да буде у надлежности одељења интерне ревизије.

Ресурси и знања интерних ревизора који усвоје технике ревизије засноване на ризицима утврдиће њихов приступ ревизији. Међутим, приступ ревизије засноване на ризицима треба да се базира на моделу комуникације који је представљен на Слици 3¹⁰.

Модел међусобне комуникације треба да саопшти да успешно схватање ризика захтева три елемента:

- средства за темељно разумевање пословног процеса предузећа,
- оквир и језик за расправљање о ризику међу руководиоцима и ревизорима и
- процес за стимулисање идеја о значајном потенцијалу ризика.

Пошто руководиоци предузећа послују у глобалном и све сложенијем окружењу, ризик је

постао кључни елемент корпоративног управљања. Та појава управљања ризицима пружа јединствену прилику интерној ревизији да помери своје усредсређење са традиционалних метода ревизије ка ревизији заснованој на ризицима.

Нови приступ ревизије базиран на ризику омогућава интерном ревизору да схвати да ризик покреће послове предузећа, а корпоративно управљање је стратешка реакција на управљање ризицима. Као резултат тога модел на Слици 3. приказује важне везе у комуникацији, које се могу описати као:

Веза између управљања проценама ризика и интерне ревизије и њихов однос и интерфејси у корпоративном управљању путем одбора за ревизију. Интерни ревизор мора бити укључен у процес управљања ризицима. Средство за остварење тога представља установљавање заједничког језика и оквира ризика са вишим пословодством и одбором за ревизију.

Везе између стратешког планирања, процене ризика и процеса одељења, циљева и ризика. Годишњи план ревизије мора да узме у обзир пословни план како би се осигурало да се текући

10) *Risk Based Auditing for Financial Institutions*, AlexInformation Alex eSolutions, Inc. 2004., Chapter 1. p. 13.

ризици наводе и да максимална садашња и будућа вредност може да се оствари из процеса интерне ревизије.

Комуникационе везе између стратешких планова и процеса делокруга ревизије као и пословних планова и годишњих планова ревизије. Процес стратешког планирања дефинише делокруг ревизије, а делокруг ревизије садржи приступ ревизије заснован на ризицима за сваку област ревизије.

Промена приступа са ревизије засноване на контролама ка ревизији заснованој на ризицима. На појединачном нивоу ревизије базираној на ризику идентификује се ризик, врши планирање ревизије, тестирање и извештавање о налазима. Нови приступ проширује опције пословодства, од потпуног ослањања на интерне контроле ка коришћењу широког спектра техника управљања ризицима.

Утицај одбора за ревизију у вези са процесом ревизије. Ова комуникациона веза захтева да интерни ревизор пружи едукацију о управљању ризицима члановима одбора за ревизију.

Поред описаних комуникационих веза, промена ка интерној ревизији заснованој на ризицима често захтева културну промену унутар институције и нове компетенције у функцији интерне ревизије.

Сада долазимо до коначног циља најбоље праксе управљања ризиком, односно до много пута помињаног “интегрисаног управљања ризиком”. Као и многе друге теорије о управљању ризиком, ово понекад једноставно звучи као недостижни идеал. Већина стандарда, упутстава, смерница и коментара о ризику садржи фразу *интегрисано управљање ризицима*. Интеграција са постојећим процесом је важна, али представља и велике изазове због тога што се ради о оперативном процесу. Може се почети са прегледом постојања ризика за све процесе. Међутим, Gordon Hill не подржава овакав приступ, јер “ако нешто није покварено, не треба га ни поправљати”. Он предлаже да се сачека да се појави проблем у оквиру процеса и тек тада треба увести процену ризика. Тада се добијају најбољи резултати. Ако се овако обезбеде користи онда ће запослени разумети вредност интеграције у случају ризика. Организацијама је потребан дефинисани процес одлучивања о томе где и када треба извршити интеграцију. Коришћење адекватног регистра ризика за фокусирање на најважнија питања је најефектив-

нији начин усмеравања ове активности. На овај начин организације ће остварити највећу корист и извршити велико унапређење постојеће културе управљања ризиком.

6. Успостављање интегрисаног управљања ризицима

Менаџери послују у све комплекснијем и глобалнијем окружењу, а ризик је централни елемент корпоративног управљања. Увођење управљања ризиком као кључног организационог процеса даје професији интерне ревизије јединствену прилику да промени своје фокусирање и усмери га на ризик. Ова усмереност интерне ревизије на ризик представља нови приступ интерној ревизији и има дуготрајне ефекте на праксу професионалаца интерне ревизије.

Нови приступ потврђује да је ризик покретач организационе активности. Корпоративно управљање представља стратешки одговор организације на ризик. Нови приступ потврђује да су реакција организације на ризик специфична за одређену делатност. За то не постоји магична формула или савршена кристална кугла. Уместо тога постоји обликовање информација и уграђена флексибилност која се бави неизвесношћу у ширем смислу и посебно.

Ниједна организација у свету никада није прогласила и усвојила само један приступ управљању ризиком организације. Приступ управљању ризиком организације развијени су у оквиру организација из различитих области. Међутим, у значајном истраживању које је спровео *Economist Intelligence Unit* 1994. године под насловом *Управљање пословним ризиком: интегрисани приступ*¹¹, идентификована су три основна елемента развоја интегрисаног приступа управљању пословним ризицима:

1. **Развој јединственог језика пословног ризика.** Важно је да сви запослени говоре истим језиком када разговарају о ризицима и управљају њима, како би се у целој организацији обезбедила ефективна и брза комуникација.
2. **Развој ефективне структуре организационе контроле.** Пошто организације послују у динамичним, променљивим окружењима, важно је обезбедити да организације имају контролну структуру која

11) Arthur Andersen, “Managing Business Risks: An Integrated Approach (Research Report)”, *Economist Intelligence Unit*, Jun 1995

унапређује рану идентификацију, процену и управљање кључним ризицима.

3. **Стварање става о процесу. Контрола пословног процеса.** Да би се управљање ризиком операционализовало у целој организацији, односно да би постало део свих активности управљања, мора бити уграђено у све кључне процесе, како би се ризицима могло ефективно управљати.

David McNamee и Georges Selim су у својој истраживачкој студији, коју су обавили према наруџби Института интерних ревизора, констатовали да успешност у разумевању и управљању у ризичном окружењу захтева три елемента¹²:

1. средство за детаљно разумевање пословног процеса.
2. оквир и језик за дискутовање менаџера и ревизора о ризику.
3. процес отварања пута машти о значајном потенцијалу ризика.

Први елемент је јединствен за све организације. За други елемент развијен је дескриптивни модел (Слика 3). Овај модел приказује не само комуникацију него и улоге управљања ризиком и интерне ревизије и њихов однос и интерфејсе у корпоративном управљању. Директор интерне ревизије треба да се интегрише у процес управљања ризиком, успостављањем заједничког језика и оквира ризика, да би могао да продискутује о ризику са вишим руководством.

Модел приказује важне повезаности у стратешким процесима и ризицима и оперативним процесима и ризицима. Паралелизам представља кључ у вођењу организације кроз годишње пословне планове. Повезаност између годишњих планова обезбеђује бављење текућим, али не прошлим ризицима, као и да максимална садашња и будућа вредност буде извучена из процеса интерне ревизије.

Модел приказан на Слици 3 објашњава неопходну комуникацију између стратешких планова и планова универзума ревизије (делокруга ревизије), као и оперативних пословних планова и годишњих планова ревизије. Кључни налаз представља усмеравање и садржај комуникације. Процес стратешког планирања одређује универзум ревизије, а универзум ревизије садржи стратешке елементе организације.

Овим моделом прелази се из ревизије базиране на контролама у ревизију базирану на ризику. На нивоу појединачне ревизије, ризик одређује планирање, тестирање и извештавање о налазима. Нови приступ проширује опције управљања, од интерне контроле до ширег дијапазона техника управљања ризиком.

У моделу је, такође, приказан и спољни утицај на процес ревизије (Одбор за ревизију), који може или не мора да буде базиран на истом запажању ризика као и остатак процеса управљања. Уколико Одбор за ревизију не реагује на ризик на исти начин, разлог може бити то што чланови Одбора нису били довољно укључени у ток заједничког упознавања са изложеношћу организације ризику. Овај модел представља за главног интерног ревизора смернице колико је значајно едуковање Одбора за ревизију из те области.

Истраживање је показало да успешне организације користе експлицитне технике управљања ризиком у стратешком усмеравању организације и планирању интерне ревизије. Поред тога, у успешним организацијама постоји динамично и ефикасно информисање о пословном ризику и пословним циљевима. Ове организације примењују интерне ревизије процеса базиране на ризику и на тај начин дају велики допринос успеху организације.

Ова промена је очигледна и огледа се у процесу ревизије. Годишње планирање ревизије повезује се са стратешким ризицима на највишим нивоима. Главни интерни ревизори користе текућу анализу ризика да би ускладили своје планове ревизије са пословним планом. Интерни ревизори користе принципе управљања ризиком приликом промене начина на који планирају и извештавају о ревизијама.

Праксе интегрисаног управљања ризиком иду горе-доле, па кроз организацију на начин који има смисла за организацију. Смернице и оквири су основне алатке које су приступачне организацији за интегрисано управљање ризиком. Разјашњавање *ко*, *шта* и *како* је први корак у стварању темеља за интегрисано управљање ризиком. Четири главне активности укључене су у успостављање интегрисаног управљања ризиком у постојеће системе доношења одлука:

- установљавање корпоративног фокуса за управљање ризиком,

12) David McNamee & Georges Selim: Risk Management: *Risk Management: Changing the Internal Auditor's Paradigm*, Institute of Internal Auditors Research Foundation, December 1998.

- доношење смерница корпоративне комуникације за управљање ризиком,
- интегрисање управљања ризиком у постојеће структуре одлучивања,
- изградња организационих капацитета и способности.

Идентификовано је осам фактора који су допринели успеху у успостављању функције интегрисаног управљања ризиком¹³:

1. креирање подстицајног окружења,
2. обезбеђење посвећености концепту интегрисаног управљања ризиком,
3. постојање одређене групе стручњака,
4. улагање почетне инвестиције у инфраструктуру интегрисаног управљања ризиком,
5. постојање јасне и додељене одговорности за интегрисано управљање ризиком,
6. постављање императива вишем менаџменту да захтева извештавање,
7. обезбеђење одговарајућих процеса корпоративног планирања и постављања приоритета,
8. постепена имплементација функције интегрисаног управљања ризиком.

Предузеће треба да развије оквир који садржи смернице за интегрисано управљање ризицима. Свеобухватне смернице за интегрисано управљање ризиком захтевају писмено упутство-политике, оквир, или оперативне принципе за прилагођавање приступа посебним потребама пословног окружења организације. Смернице могу бити саопштене од стране организационе јединице за управљање ризиком или консултантске куће која се бави управљањем ризиком. У сваком случају, важно је да се јасно опишу улоге и дужности, линије одговорности и механизми извештавања о перформансама. Политика интегрисаног управљања ризицима или оквир омогућавају појединачним јединицама да изграде управљање ризиком у свакодневном пословању.

Када су једном корпоративни ризици познати, а инфраструктура идентификована и мобилизована, кључне активности за обављање интегрисаног управљања ризицима су: а) ангажовање целе организације, б) омогућавање људима да користе ефективне алате и технике, ц) пружање подршке култури и процесима, и д) консултације и комуникације током процеса.

Организација треба да обезбеди да сви запослени имају одговарајућу обуку, приступ провереним алатима за управљање ризиком, као и да разумеју заједнички језик управљања ризиком, како би се олакшала комуникација. Терминологија мора бити усклађена са употребљивошћу да би се алати лако разумели и користили. Кључни алати обухватају мапе ризика и алате за моделирање.

Пракса интегрисаног управљања ризиком укључује *top-down* (одозго-надоле) смернице (постављање циљева и резултата) и *bottom-up* (одоздо-нагоре) процену ризика (рангирање и агрегирање ризика). Логика, здрав разум, и интуитивна природа овог процеса омогућава да се ово лакше спроводи уколико за то постоји обавеза запослених, која је усклађена са смерницама вишег менаџмента. Дакле, организација ће бити спремна да практикује интегрисано управљање ризиком када корпоративна култура оствари следеће:

- установи фокус управљања ризиком широм организације,
- саопшти смернице за управљање ризиком свим нивоима и посеје семе за паметно размишљање о ризику,
- структуру и процесе корпоративног доношења одлука инкорпорира у управљање ризиком,
- постигне довољан капацитет за интегрисано управљање ризиком као резултат развоја и обезбеђења потребних смерница, алата, и утренираног особља.

Закључак

Спровођење интегрисаног управљања ризицима у организацијама ће побољшати остваривање њихових циљева и створити информације за доношење бољих одлука. Заједнички процес интегрисаног управљања ризиком односи се на идентификацију, процену, контролу и мониторинг кључних ризика повезаних са остваривањем корпоративних циљева. Неопходно је, стога, директно повезати управљање ризицима са остварењем циљева на свим нивоима организације. Ако би се приметило да управљање ризиком не помаже приликом доношења одлука и остваривања циљева организације, то би се могло тумачити као додатни административни захтев, и као такав могао би бити игнорисан.

13) Treasury Board of Canada, *Integrated Risk Management Implementation Guide*, Cat. No. BT22-92/2004, ISBN 0-662-67866-4, 2004. pp. 35-36.

У процесу интегрисаног управљања ризицима људима треба омогућити да користе заједнички процес управљања ризиком у идентификацији, процени, одговору на ризик, и надгледању ризика. Ради олакшавајуће комуникације треба користити заједнички језик управљања ризиком, нпр. коришћене терминологије као што су инхерентни и резидуални ризик, вероватноћа и утицај ризика, склоност ка ризику, толеранција ризика, терминологија за изражавање нивоа ризика, итд. Запослени своја знања о процесу управљања ризиком, контролама и самопроцени ризика побољшавају кроз тренинге. Важну улогу у имплементацији интегрисаног управљања ризиком има доношење оквира за управљање ризицима, као и доношење писаних политика и процедура и омогућавање запосленима да користе ефикасне алате и технике. Јасно треба да буду наведене одговорности и активности за управљање ризиком, успостављање комуникације између свих група и појединаца који имају улогу у процесу управљања ризиком. Ове одговорности и активности треба да се документују на одговарајући начин стратешким плановима и политикама управног одбора, директивама руководства, процедурама пословања и другим управљачким инструментима организације.

Цела организација треба да буде ангажована у потпуном интегрисаном управљању ризиком на свим нивоима, у складу са циљевима у свим политикама и плановима. Приступ интегрисаног управљања ризиком треба да буде успешнији од управљања ризиком на нивоу активности – индивидуалног управљања ризицима. Резултати интегрисаног управљања ризиком се односе на следеће: а) процес управљања ризиком треба да се доследно примењује на свим нивоима, тако да се ризици разумеју, да се њима управља и о њима извештава, б) резултати практиковања управљања ризицима су интегрисани на свим нивоима, у циљу доношења одлука и постављања приоритета – стратегијских, оперативних, извештавања и управљања, ц) алати и методе се примењују као помагала у доношењу одлука, и д) стална консултација и комуникација са заинтересованим интерним и екстерним странама.

Интеграција интерне ревизије и менаџмента организације углавном се односи на заједничку процену ризика за потребе прављења годишњег плана ревизије. Исто је важно да интерна ревизија има двосмерну комуникацију са менаџментом приликом извршавања појединачних ревизорских ангажмана. Такође, тесна сарадња интерне ревизије са функцијом управљања ризицима од посебног је значаја.

На крају, сва предузећа треба да развију свој систем управљања ризиком, али је примећено да тај систем у Србији није баш ефикасан, управо због тога што није примењен концепт интегрисаног управљања ризиком. Код нас је пракса да се у предузећу/банци или другој организацији одреди један запослени или њих неколико који треба да управљају ризицима. Сам њихов рад без интегрисања свих у организацији неће дати велике резултате све док сви запослени у свим организационим деловима и на свим нивоима и организационим одборима не буду укључени у управљање ризиком.

Литература

1. Neil Doherty, *Integrated Risk Management: Techniques and Strategies for Managing Corporate Risk*, McGraw-Hill, 2000.
2. Treasury Board of Canada, *Integrated Risk Management Implementation Guide*, Cat. No. BT22-92/2004, ISBN 0-662-67866-4, 2004.
3. Paul J. Sobel, "Integrating Risk Management and ERM", *Auditors Risk Management Guide* (Chicago: CCH Incorporated, 2004.
4. Committee of Sponsoring Organization, *Enterprise Risk Management – Integrated Framework*, COSO, C/O AICPA, Harbor-side Financial Center, 201 Plaza Three, Jersey, W 07311-3881, USA, 2004.
5. Institute of Internal Auditors, *Standards for the Professional Practice of Internal Auditing*, 2007.
6. Nottingham, Lucy, *A Conceptual Framework for Integrated Risk Management*, Ottawa, Conference Board of Canada, 1997.
7. Economist Intelligence Unit in cooperation with Arthur Andersen & Co, "Managing Business Risk – An Integrated Approach", *The Economist Intelligence Unit*, 1995.
8. Economist Intelligence Unit in cooperation with MCC Enterprise Risk, "Enterprise Risk Management – Implementing New Solutions", *The Economist Intelligence Unit*, 2001.
9. Committee of Sponsoring Organizations, *Enterprise Risk Management*, COSO, September 2004.

10. Crouhy, Michael, Dan Galai, and Robert Mark, *Risk Management*, New York. McGraw-Hill. 2001.
11. Arthur Andersen, "Managing Business Risks: An Integrated Approach (Research Report)", *Economist Intelligence Unit*, jun 1995.
12. Haubenstock, Michael and John Gontero, *Operational Risk Management: The Next Frontier*, New York, RMA, 2001.
13. Standards Australia and Standards New Zealand, *Australian/New Zealand Standard 4360:1999: Risk Management*, Standards Australia and Standards New Zealand, 1999.
14. The Institute of Risk Management (IRM), The Association of Insurance and Risk Managers (AIRMIC), and ALARM The National Forum for Risk Management in the Public Sector. *A Risk Management Standard*, AIRMIC, ALARM, and IRM, 2002.
15. Risk Management Group of the Basel Committee on Banking Supervision, *Sound Practices for the Management and Supervision of Operational Risk*, 2001.
16. Thiessen, Karen, *Don't Gamble with Goodwill – The Value of Effectively Communicating Risks*. Ottawa, Conference Board of Canada, 2000.
17. Walker, Paul L., William G. Shenkir, and Thomas L. Barton, *Enterprise Risk Management: Pulling It All Together*. The Institute of Internal Auditors Research Foundation, 2002.
18. Bolton Gill, „*Organisational risk management*“, Internal Auditor, October 1999.
19. Professional Briefing Note Thirteen, Managing Risk, IIA UK, *Internal Audit's Role In Managing Risk*.
20. David McNamee & Georges Selim: Risk Management: *Risk Management: Changing the Internal Auditor's Paradigm*, Institute of Internal Auditors Research Foundation, December 1998.
21. Institute of Internal Auditors, *Practice Advisory 2120.A1-2: Using Control Self-assessment for Assessing the Adequacy of Control Processes*, 2006.

др Драган
БОЖИЋ*
мр Томислав
ТОДОРОВИЋ**

Улога и одговорност банака у IPO емисији хартија од вредности

Резиме

Иницијална јавна понуда (*initial public offer*) је прво емитовање акција једног привредног друштва, односно начин прикупљања капитала издавањем акција јавним путем. Основни мотив емитовања акција је прикупљање додатног капитала ради реализације идеје раста компаније и снижавања нивоа задужености.

Процес IPO је изузетно сложен и дуготрајан и обухвата велики број интерних и екстерних чланова тима, од којих су најважнији финансијски консултанти, правни саветници и саветници за маркетинг. IPO процес може се поделити у три фазе: припремна фаза, фаза реализације и фаза стабилизације.

Банке као финансијски консултанти обављају највећи део посла у припремној фази те, кроз форму покровитеља емисије у реализацији јавне понуде, преузимају на себе одговорност за квалитет IPO.

Кључне речи: тржиште капитала, иницијална јавна понуда, отворено акционарско друштво, емитент, емисија, проспект, банка.

Увод

Сведоци смо велике глобалне економске кризе, која је настала, између осталог и услед регулаторне недоречености на финансијским тржиштима. Део проблема, а самим тим и решења, јесте у отклањању многобројних нејасноћа и проналажењу праве мере између национално

прилагођене регулативе и међународних стандарда***.

Наше позитивно законодавство је поједине механизме и инструменте на тржишту капитала регулисало на конзервативан начин. Поједини институти остали су потпуно нерегулисани, а некада је оваква ситуација настајала као последица дискрепанције између системских закона. Треба

*) Професор Високе пословне школе струковних студија, Нови Сад

**) Докторант на Универзитету „Браћа Карић“ у Београду

***) IOSCO (eng. *International Organization of Securities Commissions*) – Међународна организација комисија за хартије од вредности, основана 1974. са седиштем у Bruxelles-у је тело које на међународном плану дефинише норме и стандарде за регулаторе тржишта. Комисија за хартије од вредности Републике Србије је такођер чланица IOSCO-а,

споменути и да је домаће тржиште капитала настало као последица трансформације друштвеног и државног капитала у друге облике власништва, односно приватизација истог, те је такав законски оквир довео до различитих импликација и настанка одређених специфичности српског тржишта капитала. Једна од њих је и присилно укључивање издавалаца хартија од вредности на организовано тржиште³, што је довело до формирања берзе са непримерено великим бројем неактивних акционарских друштава. Само четири издаваоца су добровољно испунила тражене критеријуме за листинг А и листинг Б од преко 1.800 компанија укључених у берзу. Принудни елемент није довео до очекиваних резултата, нити је помогао берзи да “разигра” тржиште и придобије квалитетну структуру инвеститора.

Није дошло ни до подизања свести о корпоративном управљању у акционарским друштвима, поштовања начела транспарентности и стварања свести о обавезности објаве финансијских резултата и битних догађаја компаније.

Са друге стране, наше позитивно право и судска пракса не пружају одговарајући оквир за добровољан излазак на берзу ради прикупљања капитала, што нас додатно удаљава од осталих тржишта у свету. Процес иницијалне јавне понуде акција у формално-правном смислу представља процес стварања акционарских друштава, док у садржинском смислу представља процес прикупљања инвестиционог капитала за финансирање предузећа.

У даљем раду осврнућемо се на објашњење и дефинисање појма *иницијалне јавне понуде* - IPO, мотиве спровођења и структуру IPO и предности и недостатке спроведене процедуре IPO, са посебним освртом на улогу и одговорност инвестиционих банака у том процесу.

1. Појам и дефинисање иницијалне јавне понуде - IPO

Компаније могу прибављати капитал на више начина, те ћемо се овом приликом само осврнути на неке од традиционалних економских подела.

Економска теорија разликује интерно и екстерно финансирање, финансирање домаћим или иностраним капиталом, краткорочно, средњорочно или дугорочно финансирање⁴, кредитне односе са домаћим и страним партнерима, финансирање инструментима дуга или капитала, специфичне облике инвестирања и др.

Београдска берза а.д. Београд је организатор ванберзанског и берзанског трговања хартијама од вредности. Критеријуми за берзанско трговање предвиђени су Правилником о листингу и котацији Београдске берзе а.д. Београд 02 бр.3820/07 од 03.10.2007.

Корисници средстава прибављају на примарном финансијском тржишту путем нових емисија финансијске инструменте попут акција и обвезница. Корисници средстава издају хартије од вредности да би добили додатна средства. Већина трансакција примарног тржишта у земљама тржишне привреде обавља се преко финансијских институција које се називају инвестиционим банкама. Оне обављају улогу посредника између компанија издаваоца (корисника средстава) и инвеститора – улагача (добављача средстава). Издавањем хартија од вредности на примарном тржишту уз помоћ инвестиционих банака корисник средстава смањује ризик и трошкове самосталног стварања тржишта.

Емисија хартија од вредности јавља се у два облика: као општа јавна понуда и приватна понуда.

У англосаксонској литератури која обрађује ову проблематику најчешћа подела метода емисије хартија од вредности је на: 1) јавну понуду (енг. *public offering*), 2) приватан пласман (енг. *private placement*) и 3) продаја на бази прече куповине (енг. *privileged subscription*). У германској литератури истичу се следеће методе емисије хартија од вредности: 1) јавни пласман (*Offentlichen Platzierung*) и 2) приватан пласман (*Private Platzierung*).

Јавна понуда (енг. *public offering*) подразумева да компанија мора испунити законом прописане услове за емисију тј. регистровати хартије код комисије за хартије за вредности (на

3) Принудно укључивање акција на берзу установљено је Законом о тржишту хартијама од вредности и других финансијских инструмената (“Службени лист” СРЈ бр. 65/2002, “Службени гласник РС” бр. 57/2003, 55/2004, 45/2005), а које је решење преузето и новим Законом о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената (“Службени гласник” РС бр. 46/2006) у чл. 261. ст.6 који предвиђа да су акционарска друштва дужна да у року од 6 месеци од дана ступања на снагу наведеног закона доставе Централном регистру, депоу и клирингу хартија од вредности податке из књиге акционара и поднесу захтев за упис акција које су издате.

Новим Законом о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената у чл. 49 ст. 2 предвиђа се да је емитент дужан да у року од седам дана од дана пријема решења о одобрењу поднесе захтев за упис хартија од вредности, што даље имплицира обавезност укључивања хартија на организовано берзанско тржиште, у року од три дана од дана уписа хартија од вредности.

4) Слободан Комазец, Душан Здравковић и др., *Финансијска тржишта и берзе*, Ниш, 1998, стр. 338 -339

пример, у САД је то SEC) и понуду упутити најширој инвестиционој јавности у квантитативном, квалитативном и функционалном смислу.

Уместо јавне понуде (понуде за продају инвестиционој јавности у најширем смислу речи), продаја на примарном тржишту може имати облик **приватног пласмана** (енг. *private placement*). Уз помоћ приватног пласмана издавач хартија од вредности (корисник средстава) покушава да пронађе институционалног инвеститора, као што су пензиони или инвестициони фонд, или скуп купаца ради куповине целе емисије. Примењује се када се жели избећи процедура регистрације хартија од вредности код Комисије за хартије од вредности, а издавалац се договара са неколико већих инвеститора о продаји својих хартија од вредности. Приватни пласман хартија од вредности традиционално је међу најмање ликвидним хартијама од вредности, које желе или могу да купе и задрже само највеће финансијске институције или институционални инвеститори.

Критеријуми одлуке: јавна или приватна понуда су:

1. природа и износ планираних извора финансирања који ће бити прикупљени кроз емисију;
2. трошак типа емисије;
3. могућност маркетинг пласмана;
4. изложеност јавности и ризицима.

Недостаци приватне емисије у односу на јавну емисију су:

1. веће тешкоће да се кроз приватну емисију прибаве виши износи капитала;
2. велики инвеститори пажљиво прате активности компаније, уводећи све строже стандарде, што повећава трошкове пословања, обара профите и угрожава ликвидност;
3. велики институционални инвеститори могу релативно једноставно да се докопају контролног пакета акција у компанији и тиме стекну већинско право гласа у управљању.

Прве јавне емисије акција компанија на примарном тржишту обично се називају **иницијалне јавне понуде** (енг. *initial public offering* - IPO). На пример, *Medsource Technologies, Inc.* најавила је 2002 .године 138 милиона IPO својих редовних акција, по цени од 9 долара по акцији. Издавање акција преузело је неколико инвес-

тиционих банака, укључујући *Morgan Stanley Dean Witter*.

Хартије од вредности примарног тржишта обухватају и издавање додатних акција или инструмената задуживања предузећа (корпорацијске обвезнице) којима се већ јавно тргује. **Нова – наредна понуда** (енг. *seasoned public offering*) односи се на нову емисију хартија од вредности компаније чије се акције налазе у рукама јавности.

Инвестициона банка може водити иницијалну продају акција (IPO) на примарном тржишту уз помоћ: 1. **чврстог преузимања емисије** (енг. *firm commitment*) када инвестициона банка јемчи компанији цену новоemitованих хартија од вредности, куповином целе емисије по фиксној цени или 2. на темељу продаје по постигнутој цени у **доброј вери и намери или најбољем настојању** (енг. *best efforts*) када банка не јемчи цену емитенту и за накнаду обавља више функцију агента за пласман или дистрибуцију. У САД преовлађујући облик представља потписивање чврсте емисије.

Наспрам **опште јавне понуде** (енг. *general offer*), у коју се укључују и иницијална јавна понуда (IPO) и нове – наредне емисије (SPO), која је усмерена ка свим потенцијалним инвеститорима, постоји **привилегована јавна понуда или понуда права** (енг. *privileged subscription* или *right issue*). Корпоративни закони у неким државама дају акционарима право првог откупа (право прече куповине или понуда права) на новоemitоване акције. То значи да, пре продаје акција познатим спољним купцима, нове акције прво морају бити понуђене постојећим акционарима тако да могу задржати своје пропорционално власништво у корпорацији. Да не би дошло до „разводњавања власништва“, и умањења сразмере у власништву, акције садрже право прече куповине, према коме компанија мора нову емисију акција прво понудити постојећим власницима акција.

Овај метод назива се често и претплатним варантом (енг. *warrant*), с обзиром на то да се власницима додељују сертификати који се називају варантима, који представљају опцију (право) по којој власник може да купи одређени број акција, по одређеној цени у одређеном року. Власници права имају три могућности: 1) да искористе своје право тј. купе новоemitоване акције, 2) да право продају неком другом и 3) да допусте да право престане да важи.

Привилегована јавна понуда слична је општој јавној понуди, при чему се разликује у домену продаје. Код ове понуде постојећи власници

акција се обавештавају да им се додељује одређени број права за куповину нових акција. Продајна цена права назива се претплатном ценом, што је у ствари цена по којој се постојећим власницима допушта да купе нове емитоване акције и та цена је обично нижа од тржишне цене. Привилегована продаја је веома погодан метод за мале емисије када се не користе услуге инвестиционих банака, а са друге стране повећава лојалност постојећих власника акција.

На крају треба истаћи да се IPO дефинише као начин прикупљања капитала издавањем акција јавним путем, преко механизма примарног тржишта, односно прво емитовање акција једног друштва, које је до тог тренутка пословало у некој од затворених форми.

2. Место и значај инвестиционог банкара у процесу IPO

Предузећа за хартије од вредности и инвестиционе банке имају чак седам кључних подручја активности: инвестирање, инвестиционо банкарство, стварање тржишта, трговање, управљање готовином, спајање и преузимање и остале услужне функције⁵.

У ширем смислу пословање инвестиционих банака обухвата следеће компоненте:

1. послове емисије и пласмана - на примарном тржишту,
2. послове трговине - на секундарном тржишту,
3. послове на дериватном тржишту,
4. анализу инвеститора на тржишту и управљање активом,
5. финансијску анализу (укупна привредна анализа, анализа приноса, анализа криве приноса, анализа трајања, фундаментална и техничка анализа, портфолио анализа).

У ужем смислу пословање инвестиционих банака обухвата прве три компоненте пословања у ширем смислу.

Инвестиционо банкарство односи се на активности повезане са потписивањем и дистрибуцијом нових издања дужничких и власничких хартија од вредности. Нова издања могу бити прва издања дужничких хартија од вредности или акција компанија или нова издања компанија, чијим дужничким хартијама од

вредности или акцијама се већ тргује тј. оним која се већ налазе у рукама јавности.

Најчешће се дистрибуција хартија од вредности обавља путем групе више инвестиционих банака тзв. банкарског конзорцијума, где водећа банка у конзорцијуму преговара са компанијом емитентом у име конзорцијума. Када је емисија уговорена и услови утврђени, сваки члан конзорцијума добија одређени број акција у емисији за чију продају је одговоран. Емитент (издавалац хартија од вредности) мора водити рачуна о избору инвестиционог банкара са добром репутацијом. Инвестициони банкар нема задатак само да спроведе поступак IPO, региструје је код Комисије за хартије од вредности и да за то добије одређену накнаду, у зависности од тога да ли се ради о методу чврстог преузимања (енг. *firm commitment*) или најбољем настојању (енг. *best efforts*), него мора да води рачуна о успеху и после IPO и остане у сталном контакту са менаџментом компаније.

Код чврстог преузимања инвестициона банка (или конзорцијум банака када је реч о већој емисији) купује све нове емитоване акције од издаваоца по зајамченој цени (тзв. нето пазар) и поново их продаје инвеститорима по вишој цени (тзв. бруто пазар). Разлика између бруто и нето пазара (тзв. распон преузимаоца марже) је накнада за трошкове и ризике које је инвестициона банка имала око емисије. Инвестициона банка преузима сав ризик продаје и уколико није у стању да реализује све акције, сносиће губитак. Да би успеле у продаји свих емитованих акција, инвестиционе банке често снижавају цене, а тиме и своју добит. Предности оваквог начина продаје за компанију емитента (издаваоца) огледају се у: добијању капитала одједном и без ризика, избегавању свих проблема у вези са пропагандом емисије и дистрибуцијом акција. Недостатак овог начина емисије огледа се у високим трошковима емисије који се манифестују у томе што распон презиматељеве марже може бити изузетно висок. Код овог метода може доћи до конфликта између емитента (издаваоца) и уписника (инвестиционог банкара) који тежи да хартија од вредности буде мало потцењена како би је тржиште апсорбовало и емитента који тежи да цена буде што већа. Овај конфликт може се решити једино преласком на модел продаје у доброј вери и намери.

Највиши износ добити од потписивања обично је ограничен, док ризик најнижег износа добити није ограничен и може бити веома велик.

5) *Sunders Anthony, Cornett Marcia Millon: Финансијска тржишта и институције, Масмедиа, Зарпеб, 2006, стр. 457.*

Ризик мање добити јавља се уколико потписник (инвестициони банкар) прецени јавну понуду, постављањем цене јавне понуде више него што инвеститори у акције ту понуду вреднују. Резултат тога је да инвестициони банкар неће моћи да прода акције током периода јавне понуде и мораће да снизи цену како би се решио непродатих акција.

Према томе, инвестициони банкар може добро зарадити, али и прилично изгубити из неколико разлога. Прво, прецењивањем инвеститорске потражње за акцијама – посебно цене коју су спремни платити. Други разлог је што у кратком раздобљу између одређивања цене јавне понуде и настојања да се акције продају потенцијалним инвеститорима оне могу прилично пасти због тржишних услова. Међутим, накнаде и распони, заједно са одређеним нивоом потцењености емисије на ефикасним тржиштима биће одређени тако да инвестиционом банкарку могу на одговарајући начин надокнадити сношење ризика.

Код продаје у доброј вери и намери (најбољем настојању) у односу на метод чврстог преузимања инвестициона банка не преузима сав ризик продаје. Она не откупљује од компаније целокупну емисију акција, већ се само појављује у улози агента за што добија провизију. Труде се да продају акције по што вишој цени, али не гарантују продају. Овај метод продаје најчешће користе велике компаније (које полазе од тога да су довољно познате и да ће успети у емисији акција) и мале шпекулативне компаније (за које инвестиционе банке сматрају да су сувише ризичне за метод чврстог преузимања емисије).

Наведена два основна метода у оквиру иницијалне јавне понуде (IPO) у поступку уговарања између емитента и инвестиционог банкара довела су до формирања више типова банкарских конзорцијума. С обзиром да ће се улога инвестиционог банкара у IPO приказати кроз анализу фаза IPO на овом месту ће се илустровати могући типови формирања банкарског конзорцијума:

1. **Best-efforts конзорцијум** је уобичајен за мале емисије, где чланови конзорцијума не врше преузимање емисије, него врше само продају у име и за рачун емитента или наступају као комисионари (ризик успеха емисије сноси емитент). За тај свој ангажман чланови конзорцијума наплаћују провизију од емитента.
2. **Stand-by конзорцијум** у коме његови чланови преузимају своје квоте уз

плаћање курса преузимања (куповне цене), при чему немају обавезу истовремене продаје. Они преузимају ризик непродатог дела емисије (квоте) за што им припада одговарајућа провизија за преузимање.

3. **Chicago конзорцијум** је тип код кога се сваком члану конзорцијума додељује одређена квота коју дотична банка уписује и пласира. Разлика између емисионог курса (званичне продајне цене) и курса преузимања представља провизију банака чланова конзорцијума. Члан конзорцијума преузима ризик успеха емисије у висини вредности квоте коју је преузео.
4. **Tun конзорцијума "a la parisienne"** је врло мало коришћен. Сваки члан конзорцијума може одређени део своје квоте одмах непоколебљиво опозвати, од чега зависи додела других квота при сваком наредном пласману. Овде је свака банка у функцији преузимања и пласмана, где квота коју он сам пласира утиче на касније доделе квота. Одговарајуће повучене квоте банка главни менаџер распоредиће на успешније чланове конзорцијума у погледу пласмана.
5. **Unlimited Liability Syndication** је конзорцијум код кога је сваки члан појединачно надлежан за све непродате делове емисије тј. само када сви чланови конзорцијума у року пласирају своју квоту он може бити успешан. Висина његове одговорности је управо његова преузета квота (*underwriting-quote*). Када је своју квоту пласирао, члану конзорцијума се ставља у надлежност непродати део емисије еквивалентан ризику емисије који је преузео. Код овог типа посебно долази до изражаја успешност "selling" групе банака.

Поступак емисије са најзначајнијим датумима може се поједностављено приказати следећом глобалном шемом:

X минус 4 недеље:

Банка главни менаџер прима све неопходне податке (основу) за израду проспекта.

X минус 5 дана:

Преговори између банке главног менаџера и емитента о привременом датуму и условима емисије.

X минус 1 дан:

Емитент и банка главни менаџер утврђују подесне чланове конзорцијума.

X = датум објављивања (announcement date):

Дан објављивања нове емисије и позив банкама менаџерима (*underwriter*) и банкама чланицама “selling” групе.

X плус 5 дана:

Одговор банака менаџера о прихватању или одбијању учешћа у конзорцијуму.

X плус 15 дана, датум понуде (offering date):

Дан потписа свих уговора везаних за емисију.

Када се оконча продаја новоемитованих хартија од вредности, конзорцијум се распушта и даље трансакције са новоемитованим хартијама од вредности одвијају се на секундарном тржишту, берзама или ванберзанском тржишту (енг. *over the counter market* - ОТС).

3. Мотиви спровођења, структура и фазе IPO

Најважнији мотиви за спровођење IPO у једној компанији су прикупљање додатног капитала, ради спровођења идеје раста компаније и снижавање нивоа задужености компаније⁶. Често су и постојећи власници, институционални или индивидуални инвеститори, “вентуре” капиталисти или држава у поступку продаје свог капитала кроз различите моделе приватизације, заинтересовани да фирма буде листирана на берзи, јер се на тај начин уједно повећава и вредност њихових акција и уводе механизми корпоративног управљања.

Поступку IPO претходе опсежне припреме у самој компанији. Пре свега, неопходно је да сами власници и менаџмент процене да ли су пословни резултати компаније и грана у којој послује довољно

атрактивни за инвестирање, односно да ли је сама компанија довољно профитабилна и перспективна за улагање, као и да ли су финансијске и друге перформансе на високом нивоу. Може се закључити да је неопходно да компанија има стабилну тржишну и финансијску позицију, препознатљив бренд, реалне могућности развоја, одређени ниво профитабилности, одговарајућу кадровску структуру, као и професионалне, партнерске и кооперативне односе са окружењем, међународно сертификоване процесе и производе и да има успостављен делотворан механизам пословног и финансијског извештавања и интерне контроле, односно да је спремна да исти брзо примењује. С обзиром на то да је процес IPO изузетно сложен и дуготрајан и укључује велики број интерних и екстерних чланова тима, исти можемо поделити у три фазе: припремну фазу, фазу реализације и фазу стабилизације.

Међутим, пре елаборирања наведених фаза IPO, навешћемо да се и према подручјима може одредити врста активности од важности за успешно спровођење IPO⁷.

1. Реструктурирање фирме - обавља се по секторима, кроз уређење власничких односа, именовање адекватног менаџмента. Финансирање компаније кроз партнерства с професионалним инвеститорима (институционалним или индивидуалним) је орочен на 3-5 година, те је инвеститор заинтересован да се фирма у коју је инвестирао, котира на берзи, како због спровођења излазне стратегије (енг. *exit*), тако и због повећања вредности акција, до чега је уобичајено долазило на берзи након спроведеног IPO-а.
2. Финансије - омогућавање саветницима приступ свим потребним финансијским подацима, израда анализа, имплементација међународних финансијских стандарда у потпуности;
3. Инвестициона прича и комуникација - сачињавање “инвестиционе приче” и проналажење најбоље аргументације за инвестирање на темељу бизнис плана, као и утврђивање циљева у комуникацији с инвеститорима.
4. Интерно планирање - осигуравање људства, сачињавање јасног плана с додељеним задацима члановима тима.

6) Ross Geddes, *IPOs & Equity Offerings*, Butterworth-Heinemann, 2003, стр. 6 -10

7) VII Међународна конференција Београдске берзе а.д. Београд, 2008, презентација Richard Stout, City Bank

5. Корпоративно управљање - имплементација принципа корпоративног управљања, формирање потребних органа, сачињавање процедура извештавања.
6. Одабир екстерних консултаната.

3.1. Припремна фаза IPO

Карактеристично је да је компанија пре уласка у IPO процес пословала у некој од затворених форми привредних друштава, те да у процесу емитовања акција мора прећи у јавно отворено акционарско друштво, којом приликом се врши и обавезна корпоратизација капитала, односно претварање удела у акције. Део овог поступка може бити и умањење номиналне вредности акција (енг. *split*), уколико се ради о затвореном акционарском друштву у коме је номинални износ акције био многоструко већи од уобичајеног номиналног износа акција укључених на тржиште. Изласку у јавност претходи решавање свих евентуалних нејасноћа које се могу појавити на релацији власник - капитал, усклађивање са свим аспектима корпоративних и других закона, односно окончање започетог реструктурирања.

Искуства из упоредне праксе недвосмислено показују да је врло важно да се пре почетка процеса IPO одреде кадрови (менаџмент и стручне службе) који ће се посветити спровођењу бројних захтева и процедура односно, пружати битне информације и документацију саветницима. Друштво мора да одабере тим консултаната који ће помагати у сачињавању стратегије, извршити процену вредности субјекта, утврдити цену или распон цене акција и припремити на најбољи начин правну документацију за излазак у јавност. У највећем броју случајева тим чине финансијски консултанати чија је улога и највећа и то независни консултанати, инвестиционе банке, брокерско-дилерска друштва и то самостално или кроз заједнички наступ - тзв. синдикат, као и ревизори, правни саветници, стручњаци за подручје тржиште капитала и корпоративно управљање и саветници за маркетинг који развијају стратегију приступа улагачима и наступ фирме на тржишту. Процес одабира саветника је двостран, па се често догађа да инвестициона банка подједнако приступно бира своје клијенте или чак одбија послове на којима би вредност трансакције била испод одређеног лимита, а због очувања репутације инвестиционе банке.

Инвестициона банка може поступати самостално или заједно с више консултаната, банака или брокера, када говоримо о "синдикату" учесника који заједно учествују у промоцији и продаји прве емисије акција:

Чланови између себе одлучују о предводнику и он се назива лидер синдиката (енг. *lead manager*).

Саветници поред наведеног спроводе и детаљну анализу фирме (енг. *due diligence*) и то финансијску, правну и комерцијалну, пружају помоћ у испуњавању свих осталих предуслова захтеваних од листираних фирми, као што су увођење начела корпоративног управљања, израда бизнис плана и припремање инвестицијске приче (енг. *investment story*) као и релевантне документације (одлуке, проспекти и др.).

Саветници такође помажу у припреми тимова за презентацију и анимирање инвеститора током фазе презентације и продаје акција (енг. *road-show faza*) и др.⁸

Приликом ангажовања инвестиционе банке одређује се да ли ће се издавање емисије вршити кроз уговор о чврстом (тврдом) аранжману или некој другој форми, када говоримо о потписнику, односно покровитељу емисије (енг. *underwriter*) или о агенту емисије.

Покровитељ емисије има обавезу да након издавања акција откупи од издаваоца читаву количину акција или се обавезе да неоткупљену количину накнадно откупи, док се агент емисије обавезује да што боље промовише IPO код инвеститора, при чему не постоји обавеза откупа акција компаније.

3.2. Фаза реализације IPO

Саветници фирме заједно са компанијом утврђују вредности акција будуће емисије, односно распон акција, као и циљне инвеститоре. У овој фази емитује се одлука о издавању акција, којом се утврђују сви релевантни елементи. Покровитељ емисије одлучује да ли ће одређени број акција бити резервисан за веће институционалне инвеститоре, мањи број институционалних инвеститора, односно већи број индивидуалних инвеститора, гарантоване количине акција одређеним инвеститорима. Такође се дефинише и питање преписа емисије (енг. *overallocation*) и могућност да инвестициона банка има право да прихвати и до 15% акција преко иницијално издатог броја акција. У

8) Katarina Ellis, Roni Michaely, Maureen O'Hara, *A Guide to the Initial Public Offering Process*, доступно на адреси <http://forum.johnson.cornell.edu/faculty/michaely/Guide.pdf>, 27.01.2010, стр. 3 -5

овој фази се одређује и колико акција нове емисије ће припасти запосленима или чак и особама изван фирме.

Након дефинисања наведених битних питања, припрема се документација потребна за подношење регулаторном телу ради одобрења или регистрације нове емисије акција, када започиње фаза реализације IPO. Ова фаза најчешће започиње подношењем захтева за регистрацију емисије са проспектом и траје око двадесетак дана. Уз захтев за регистрацију и проспект, достављају се и пратећи документи - уговор са потписником емисије, оснивачки акт, општи акти, значајни уговори, правна мишљења и други документи који се не достављају инвеститорима и које регулаторно тело третира као поверљиве информације.

Уобичајено је да регулаторно тело својим актима регулише садржај и форму неопходне документације и проспекта. Када регулаторно тело одобри проспект, започиње анимирање инвеститора које се врши организовањем низа контаката између инвеститора и тима фирме који врши презентацију. Анимирање траје око две недеље и подразумева бројна путовања и састанке како са више инвеститора истовремено, тако и састанке “у четири ока”, са институционалним тако и појединачним, индивидуалним инвеститорима.

Током трајања фазе реализације IPO, потенцијални инвеститори подnose налоге, при чему се разликују лимитирани или тржишни рачуни. Принцип понуде и тражње даље утиче на евентуални упис емисије, односно на формирање цене акција (енг. *book-building*).

Последњег дана затварања понуде, инвестициона банка и компанија коначно одлучују о цени акција, на темељу структуре и опсега поднесених налога, односно дефинишу цену и одлучују да ли ће дозволити упис емисије (накнадно емитовање додатне количине акција).

Поред наведеног начина продаје познати су и системи фиксне цене и аукције “Холандска аукција” (енг. *dutch auction*), која се огледа у лицитирању цене од највише ка најнижој прихватљивој за почетак аукције, директна продаја (енг. *direct sale*) када компанија организује IPO без покровитеља или агента емисије и директно продаје акције инвеститорима⁹.

3.3. Фаза стабилизације (Post-IPO фаза)

Постоје развијени механизми стабилизације цене акција из процеса IPO, коју обављају или инвестициона банка или овлашћени брокери кроз механизме тзв. “манипулације” ценом на тржишту која је само у овом случају дозвољена.

Манипулација, односно одржавање цене у одређеним оквирима је дозвољена у једном краћем раздобљу који траје до 45 дана.

У овој фази је још увек на снази споразум о забрани продаје акција (енг. *lock-up agreement*), успостављен према одређеним категоријама акционара (већински власници, менаџери и др.) у трајању од 6 месеци до 2 године, зависно од врсте забране и категорије власништва.

IPO доводи до великих промена у самом акционарском друштву и захтева знатно прилагођавање запослених, менаџмента и власника новонасталој ситуацији, односно великом броју нових акционара и другим обавезама јавног друштва. Стога можемо уочити како позитивне, тако и негативне стране успешно окончане IPO.

Као позитивне стране аутори најчешће истичу следеће¹⁰:

- 1) долазак до финансијских средстава на трајној основи и повољно финансирање пословања или прибављање капитала за даље аквизиције;
- 2) ликвидност која се манифестује кроз могућност лаког уновчавања акција и њиховог претварања у готовину и повећана цена акција;
- 3) мотивација менаџмента и запослених кроз давање могућности да се стекну акције;
- 4) приступ алтернативним изворима финансирања;
- 5) препознатљивост, видљивост и престиж који фирма стиче и
- 6) додатне предности - постојање јасне стратегије имплементиране кроз бизнис план, као и уређено корпоративно управљање и извештавање.

Негативне стране су најчешће повезане са повећаним трошковима друштва, обавезом објављивања и усклађивања са прописима из области хартија од вредности, те се најчешће истиче:

9) Jean-Francois Gajewski, Carole Gresse, “A Survey of the European IPO Market“, ECMI Paper, No.2/2006, доступно на:

10) Ross Geddes, *IPOs & Equity Offerings*, Butterworth-Heinmann, 2003, стр.24-26

- 1) дуготрајан и скуп процес организовања и спровођења IPO због ангажовања консултаната и ревизора, брокера, адвоката IR (енг. *investor relation*) консултаната и других особа укључених у IPO процес, трошкови објављивања и имплементације корпоративног управљања;
- 2) транспарентност и доступност пословних резултата широј јавности, редовно извештавање јавности и акционара;
- 3) надзор од стране регулаторних тела и обавеза усклађивања са законима из области хартија од вредности и другим релевантним законима и
- 4) могућност непријатељског преузимања од стране већих компанија.

4. Одговорност банака и других финансијских организација за садржину проспекта

Банке и друге финансијске организације у поступку емисије неког другог емитента, међутим, немају статус понудилаца – адресата обавезе објављивања проспекта, па не могу по том основу одговарати за садржину проспекта. Уколико су предмет јавне понуде нове хартије од вредности, својство понудиоца у сваком случају има издавалац (емитент), без обзира на питање да ли издавалац сам врши издавање или га врши уз помоћ покровитеља емисије. Наиме, нове хартије од вредности не могу бити предмет јавне понуде супротно вољи самог издаваоца. Да ли у том случају издавалац самостално иступа или уз помоћ финансијског посредника који може али и не мора чврсто да преузме понуђене хартије од вредности, за својство издаваоца као понудиоца – небитно је. У прилог томе говори и економска улога финансијског посредника. За разлику од препродаје од стране улагача која није нити жељена, нити под контролом издаваоца (првобитног понудиоца), финансијски посредник издаваоцу служи првенствено томе да његове хартије од вредности доведе до јавности. Стога је овде издавалац адресат обавезе у вези са проспектом. То није финансијски посредник, без обзира на чињеницу да он учествује у дистрибуцији и пласману хартија од вредности. Издавалац као првобитни понудилац и даље управља својом понудом и уговором са финансијским посредником може одредити да ли ће понуда бити упућена јавности или ће бити приватна и у складу са тим „проспектно” необавезујућа.

Питање одговорности банака и других финансијских организација, када оне немају статус емитента односно понудиоца, код нас и у

упоредном праву није на јединствени начин регулисано. Ипак, у позитивном праву су издвојена два случаја у којима банке и друге финансијске организације могу одговарати за садржину проспекта. То су **учествовање у изradi (припреми) проспекта и преузимање одговорности за његову садржину.**

4.1 Учествовање у изradi (припреми) проспекта

Учествовање у изradi (припреми) проспекта регулисано је како у нашем, тако и у упоредном праву. У ову групу лица спадају она која нису преузела одговорност за тачност и потпуност података садржаних у проспекту, али су утицала на његову изradу у целини тј. лица која сликовито речено стоје иза њега. Поред „вођења друштва“ овде је неопходно извршење посебног утицаја. Чланом 27 ст. 6 **Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената** предвиђа се да за проузроковану штету поред издаваоца солидарно одговарају ревизор и сва друга лица која су учествовала у припреми проспекта за издавање хартија од вредности и скраћеног проспекта, ако су знала, односно због природе посла који обављају су морала знати да су подаци нетачни, односно непотпуни. У „групу других лица“ свакако могу спадавати и банке и друге финансијске организације.

4.2 Преузимање одговорности за садржину проспекта

Код преузимања одговорности за садржину проспекта одлучујуће је да ли је банка према спољном изгледу (слици) проспекта са становишта улагача преузела одговорност за његову садржину. У пракси су то случајеви у којима су једна или више банака из оквира конзорцијума банака као такве назначене у проспекту, или ако су потписале проспект, па се на основу тога може документовати њихова одговорност за његову садржину, упркос чињеници да нису учествовале у његовој изradi. Другим речима, преузималац емисије, по правилу одговара за садржину проспекта, ако је у њему назначена таква његова улога. Са друге стране, назначење банке у којој се налази само тзв. продајно место (место уписа), не може представљати основ одговорности те банке за садржину проспекта.

Након спроведене јавне понуде чији предмет су нове хартије од вредности (мада се исто односи и на хартије од вредности емитоване у директној емисији), неопходно је извршити упис и њихову

регистрацију. Поступак регистрације и уписа емитованих хартија од вредности у Централном регистру састоји се од: додељивања CFI кода и ISIN броја хартије од вредности, уписа истих на емисиони рачун издаваоца и на рачуне законских ималаца хартија од вредности.

Закључак

У време трајања светске економске кризе потребно је омогућити привредним друштвима једноставнији приступ изворима капитала и не везивати их искључиво за банке и банкарске кредите. IPO је управо један од механизма за прибављање свежег капитала на тржишту.

Систем и механизам IPO је веома сложен и захтева кључну улогу банака као консултаната и водича кроз читав процес.

У свим фазама IPO, од припремне кроз објављивање проспекта, па до фазе реализације и након тога стабилизације на тржишту банке, предводећи синдикат саветника и консултаната воде корпорацију кроз IPO процес на тржишту капитала.

Два основна метода емисије хартија од вредности су јавна емисија и приватна емисија. Практична искуства, пре свега у земљама тржишне привреде, довела су до формирања различитих типова конзорцијума банака, а у функцији што успешније емисије хартија од вредности, као што су: Best-efforts конзорцијум, Stand-by конзорцијум, Chicago конзорцијум, тип конзорцијума "1 la parisienne" и Unlimited Liability Syndication.

Процес иницијалне јавне понуде акција у нашим условима, с једне стране, у формално правном смислу представља процес стварања акционарских друштава, док, са друге стране, у садржинском смислу представља процес прикупљања инвестиционог капитала за финансирање предузећа.

Иницијална јавна понуда (IPO) представља правни институт регулисан нашим позитивним законским прописима и у упоредном праву, док проспект представља оперативно-технички инструмент, у функцији што успешније емисије хартија од вредности. Инвестициони банкар као финансијски посредник емитенту служи првенствено томе да његове хартије од вредности доведе до најшире јавности, па стога је овде емитент адресат обавезе у вези са проспектом. То није инвестициони банкар као финансијски посредник, без обзира на чињеницу да он учествује у дистрибуцији и пласману хартија од вредности. Ипак, у позитивном праву су издвојена два случаја у којима банке и друге финансијске организације могу одговарати за

садржину проспекта. То су: 1) учествовање у изради (припреми) проспекта и 2) преузимање одговорности за његову садржину, али само у случајевима утврђеним позитивним законским прописима.

Мада се у раду истичу значај и предности јавне понуде (што је и тематика овога рада), у односу на приватну понуду и образлажу предности прве, треба истаћи да у нашим условима привређивања не могу сви емитенти да одговоре на услове предвиђене за емитовање хартија од вредности јавном понудом. Законом о тржишту хартија од вредности и другим финансијским инструментима (члан 25 став 1) предвиђено је да се издавање хартија од вредности врши упућивањем јавне понуде хартија од вредности. Издавање хартија од вредности путем приватне понуде допуштено је само изузетно, у законом предвиђеним случајевима и унапред утврђеној категорији инвеститора, што емитентима не ствара могућност да одлуче да ли ће емитовати хартије од вредности јавном или приватном понудом.

Литература

1. <http://www.iosco.org>
2. <http://www.SEC.gov.rs>
3. Aggarwal, R., „Stabilization Activities by Underwriters after Initial Public Offerings“, *The Journal of Finance*, бр. 3/2000
4. Derrien, F., Womack K., „Auctions vs. Bookbuilding and the Control of Underpricing in Hot IPO Markets“, *The Review of Financial Studies*, April, 2003.
5. Katarina Ellis, Roni Michaely, Maureen O'Hara, *A Guide to the Initial Public Offering Process*, <http://forum.johnson.cornell.edu/faculty/michaely/Guide.pdf>
6. Jean-Francois Gajewski, Carole Gresse, „A Survey of the European IPO Market“, *ECMIPaper*, No.2/2006, <http://se1.isn.ch/serviceengine/FileContent?serviceID=47&fileid=548ED943-ED54-17EC-ECB3-E45B70664526&lng=en>.
7. Ross Geddes, *IPOs & Equity Offerings*, Butterworth-Heinmann, 2003.
8. Слободан Комазец, Душан Здравковић и др., *Финансијска тржишта и берзе*, Ниш, 1998.
9. Sunders Anthony, Cornett Marcia Millon: *Финансијска тржишта и институције*, Masmedia, Загреб, 2006.
10. VII Међународна конференција Београдске берзе ад Београд, 2008, презентација Richard Stout, City Bank.

др Милена
ЈАКШИЋ*

Место и улога добровољних пензијских фондова на финансијском тржишту Србије

Резиме

Значајно место у структури финансијског посредовања развијених економија заузимају пензијски фондови. Ефекти развоја ових финансијских институција огледају се у порасту броја алтернатива за мобилизацију и профитабилан пласман слободних новчаних средстава. Стога је један од важних задатака сваке државе да створи услове за њихово стабилно пословање. За његово остварење неопходно је побољшати животни стандард додатним приходима, који се остварују успешним пословањем добровољних пензијских фондова на финансијском тржишту.

Кључне речи: *пензијски систем, добровољни пензијски фондови, финансијско посредовање, финансијска актива.*

Увод

Финансијске системе развијених тржишних економија карактерише постојање диверзификоване структуре финансијских посредника, који обезбеђују ефикасну мобилизацију и алокацију финансијских средстава, као и трансформацију волумена, рочности и ризика. Широко опсег активности финансијских посредника, у поређењу са активностима индивидуалних кредитора, омогућава им да буду ефикаснији у процесу прикупљања информација и спречавању асиметричног информисања. Може се истаћи да су развој и ефикасност финансијског тржишта у великој мери условљени диверзификованом структуром финансијских посредника.

У структури финансијског посредовања снажан раст капитала остварују пензијски фон-

дови. То је последица промене преференције грађана у вези са улагањем њихове финансијске штедње. Штедња за старост је једна од најзначајнијих инвестиција у животу сваког појединца и значајан мотивациони фактор човековог рада до пензионисања. То је на пољу финансијског посредовања довело до постизања ефеката економије обима, који се огледају у смањењу трансакционих трошкова и повећању ефикасности процеса финансијског посредовања.

С обзиром на наведено, циљ рада је да се кроз анализу пословања пензијских фондова сагледају место и улога добровољних пензијских фондова на финансијском тржишту Србије. Сходно дефинисаном циљу фокус анализе биће на законској регулативи, врстама и карактеристикама пословања добровољних пензијских фондова.

*) Доцент на Економском факултету Универзитета у Крагујевцу

1. Настанак и развој пензијских фондова

Почеци пензијског система и пензијског осигурања постојали су још у античкој Грчкој и Риму. У старом Риму легионарима су гарантовали комад земље и одређени износ новца након завршетка војне каријере. Ипак, даљи развој пензијских фондова у тесној је вези са борбом запослених за остваривање бољих услова рада и добијање већих права.

Енглески лорд Бевериц и немачки канцелар Ото фон Бизмарк творци су система пензијског осигурања у смислу у којем се и данас остварује, а који се зове обавезно (јавно, државно) пензијско осигурање. Заједничко за оба система је да функционишу по принципима међугенерациске солидарности, а разлика је у моделу финансирања. По Беверицу, пензије се финансирају из државних јавних прихода, пре свега пореза, царина, такси, стварајући при том буџетско оптерећење. Део тих прихода одмах завршава на рачунима пензионера и тако постаје део државних расхода¹.

Бизмарк је осмислио систем међугенерациске солидарности. Пензије и друга новчана давања финансирана су из текућих зарада запослених, по принципу „текућег прелазног рачуна“. Наиме, из текућих прихода од доприноса из зарада запослених и послодаваца финансирају се текући расходи за пензионе кориснике („*pay as you go*“). При томе се у свакој години настоји остварити равнотежа прилива и одлива средстава. Пензијски фонд се јавља као „канал“ за трансфер средстава у виду текућих уплата пензионерима. То је најпримитивнији вид пензионе заштите, с обзиром на то да се пензијски фондови не појављују као учесници на финансијском тржишту. Неки аутори указују на то да је овакав вид пензијских фондова заправо једна „демографска временска бомба“, јер све више људи иде у пензију, а уз то постоји додатно оптерећење пореских обвезника.

До брзог развоја пензијских фондова, пре свега у развијеним земљама, дошло је у периоду после Другог светског рата. Данас ове земље имају пензијске фондове које организује држава (јавни или државни) и фондове које организују послодавци, синдикати, компаније (комплементарни или пословни)². При томе се може истаћи да се упоредо са децентрализацијом пословања смањује релативно учешће буџетских фондова, а

повећава релативно учешће пословних пензијских фондова. Као последица раста учешћа пословних пензијских фондова стварају се математичке резерве које могу бити пласиране на финансијско тржиште. Када постоји фонд као активни учесник на финансијском тржишту, то јест постоје расположива финансијска средства за инвестирање, инвестициона политика пензијских фондова подразумева опрезан избор хартија од вредности у које ће се улагати. С тим у вези, у циљу минимизовања ризика улагања, неопходна је диверзификација портфолија.

У основи, данас постоје два, доминантна, типа пословних пензијских фондова: на бази планова дефинисаних бенефита и на бази планова дефинисаних доприноса.

Код планова са дефинисаним бенефитима, спонзор (компанија) се обавезује да ће пензионерима обезбедити одређени фиксни износ средстава по завршетку радног века. Износ пензије (бенефита) зависи од више фактора: висине прихода учесника (запослених - будућих пензионера), година радног стажа, очекивања у вези са висином будућих пензија, дужине периода коришћења пензије и слично. Ова врста планова нуди већу сигурност у погледу социјалног мира, а минимални износ пензије се може одредити у договору са синдикатима. Уз то, ова врста планова не носи инвестициони ризик, с обзиром на то да спонзор гарантује тачно утврђени износ пензије. Међутим, постоји ризик од губитка пензије, уколико запослени напусти предузеће или послодавац банкротира. Пошто пензионери добијају фиксно утврђену пензију изложени су ризику да пропусте могућност добијања већих прихода ако се менаџмент фонда покаже успешним. Узимајући у обзир наведено, корисницима ових планова се пружа могућност да комбинују пензиони план са полисама животног осигурања.

Планови са дефинисаним доприносима подразумевају да је спонзор плана (послодавац) обавезан да одреди колики износ средстава ће се уплаћивати у фонд. Ниво доприноса који послодавац уплаћује у фонд може да се изрази у виду процента од зараде запосленог и/или у виду процента од профита који остварује компанија. Сваки корисник има свој рачун на који послодавац уплаћује одређени износ средстава. Висина пензије зависи од успешности менаџмента пензионог фонда. Успешно пословање доноси већу

1) Немачка је прва увела обавезно социјално осигурање у другој половини XIX века, најпре у области пензионог и здравственог осигурања.

2) Шошкић, Д., Живковић, Б., (2007), *Финансијска тржишта и институције*, Економски факултет, Београд, стр. 524.

зараду фонда, а самим тим и веће будуће пензије. Пензиони фонд прикупљена средства улаже на финансијско тржиште. Према овим плановима, инвестициони ризик, као и ризик инфлације, преноси се на раднике. Међутим, радници не губе акумулирана средства ако напусте предузеће.

Актуелну тенденцију представља прелазак са планова дефинисаних бенефита на планове дефинисаних доприноса. Један од разлога је тренд старења становништва, услед чега долази до пораста како пензионих обавеза, тако и висине инвестиционог ризика. Такође, долази до промене географске структуре пласмана пензијских фондова. Данас пензиони фондови инвестирају ван граница земље у којој имају седиште, јер се у другим земљама може постићи бољи однос ризика и приноса. Ипак, постоји опасност да у тим земљама постоје извесна институционална ограничења. Осим тога, уколико су у питању земље у развоју, могу постојати високи пословни, финансијски и девизни ризици. С тим у вези, земље у развоју би могле да апсорбују средства растућих пензијских фондова из развијеног света само уколико развију институције тржишта капитала.

Осим ових двају планова, постоје и хибридни пензиони планови. Они су својеврсна комбинација претходних двеју врста пензијских планова. Први пут су се појавили половином осамдесетих године и врло брзо их је прихватио велики број компанија. Од планова са утврђеним доприносима су преузели да учесници носе инвестициони ризик, то јест не гарантује им се фиксни износ пензије у будућности. Крајњи износ пензије зависиће од пословања пензионог фонда. Од планова са утврђеном доприносима хибридни планови су преузели специфичан механизам одређивања уплата за обезбеђивање минималног износа пензија.

Уопште гледано, може се закључити да је значај пензијских фондова све већи, посебно у условима интензивне глобализације и интеграције финансијских тржишта. Наиме, јачање финансијског потенцијала пензијских фондова директно утиче на дубину и ширину финансијских тржишта. Предности пензијских фондова у односу на остале институционалне инвеститоре треба тражити у релативно једноставној портфолио структури и непостојању ризика ликвидности и ризика каматне стопе. Уз то, пензиони фондови су због стабилности и

солвентности у могућности да кроз диверзификацију пласмана изврше диверзификацију ризика улагања. Иако немају велику потребу за ликвидношћу, пензиони фондови држе и одређена ликвидна средства, због избора најповољнијег тренутка за пласман и за случај непредвиђених околности.

2. Пензијски фондови у развијеним тржишним економијама

У САД највећи државни пензиони фонд (Савезни програм старосног и инвалидског осигурања - *Federal Old Age and Disability Insurance Program*) основан је 1935. године по принципу међугенерациске солидарности. Радници су уплаћивали новац и из тих уплата исплаћиване су пензије текућим пензионерима. Пензијски фондови су имали дистрибутивну улогу. Као последица таквог начина финансирања јавила се стрепња да фонд неће моћи да измирује своје обавезе према будућим пензионерима³.

Све до 1974. године важио је принцип „*pay as you go*“ или “плати како зарађујеш”. Конгрес је исте године донео Закон о заштити примања пензионисаних лица (*Employee Retirement Income Security Act - ERISA*). Овим законом су прописани минимални доприноси које компаније морају уплаћивати, прецизно су дефинисане обавезе запослених, решено је питање осигурања и дефинисане пореске олакшице за улагање у пензијске фондове.

На основу закона ERISA основана је Федерална агенција која гарантује бенефиције члановима пензијског фонда (*Pension Benefit Guarantee Corporation - PBGC*). Те бенефиције односе се на гаранцију исплате пензија до одређеног нивоа, уколико компанија са недовољно финансираним пензијским фондом банкротира или из неког другог разлога не може да измири своје обавезе. За обезбеђење гаранције Агенција наплаћује премије, а истовремено јој се пружа могућност да од Министарства финансија позајми недостајућа средства.

Крајем седамдесетих и почетком осамдесетих година имовина Фонда социјалног осигурања се смањила, а у исто време се број осигураника повећао. То је довело до реструктурирања, које је подразумевало повећање доприноса

3) Страх је нарочито појачан седамдесетих година, када се увидело да је у периоду од 1946. до 1964. године рођено око 77 милиона деце (због високог natalитета, особе рођене у овом периоду називају се „*baby boomers*“). Они ће значајно повећати број пензионера у блиској будућности. Тих 77 милиона рођених у периоду 1946-1964. године почеће да одлази у пензију 2011. године, док ће број запослених који финансирају те пензионере до 2038. године, како се предвиђа, пасти са 3,3 на 2.

и смањење исплата. У циљу очувања поверења јавности Фонд је почео да акумулира резерве, које ће бити искоришћене када та бројна послератна генерација крене у пензију. Процењује се да ће се криза јавити већ 2013. године, јер ће тада почети откуп посебних државних обвезница, које представљају суфицит социјалног осигурања⁴.

Када је у питању структура активе, може се истаћи да пензијски фондови у САД немају формална ограничења за учешће акција као и страних хартија од вредности у укупној алокацији активе. Највећи део своје активе држе у акцијама (око 60%) и обвезницама (око 25%). У последње време, због тренда пада цена акција, почиње да јача улога тржишта дугорочних и то индексираних обвезница. Поред индексираних обвезница, изванредан проценат својих пласмана држе у виду цанк обвезница (високо ризичних, али и високо приносних обвезница). Поред тога, пензијски фондови држе и одређени износ ликвидних средстава (око 5%), како због избора најповољнијег момента пласмана, тако и због непредвиђених околности. На зајмове отпада најмањи износ активе (близу 2%).

Када је реч о пензијским фондовима у Великој Британији, њихова основна карактеристика је да инвестирају у акције, најчешће ино и америчких компанија. Трансакције се обављају на Лондонској берзи. Разлог примене стратегије примарно оријентисане на акције налази се у већој стопи приноса у односу на обвезнице. Боље перформансе акција представљају основу за смањење доприноса или за повећање бенефита. Такође, акције представљају бољу заштиту од инфлације. Међутим, пласмани у акције показују знатне ценовне осцилације, тако да пад цена акција доводи до пада покривености пензијских фондова. Велика економска криза 2008. године довела је до наглог пада цена акција и смањења покривености пензијских фондова, односно многи фондови, не само у Великој Британији, постали су недовољно покривени. Поред традиционалних инструмената (акција), фондови у Великој Британији комбинују разне облике актива у циљу тражења оптималног портфолија. С тим у вези, имају и алтернативне инвестиционе алокације (непокретности, хец фондове и сл.). У циљу тражења оптималног баланса између приноса и ризика користе и инструменте хецинга, пре свега фјучерсе и опције.

Немачки пензијски фондови, за разлику од Велике Британије, средства инвестирају у обвезнице. Дозвољени лимит за акције износи 30%, док је стварна позиција свега 0,1%⁵. Уосталом, обвезнице доносе унапред одређени фиксни принос, што је и у складу са карактером обавеза пензијских фондова. Да непредвиђена инфлација не би пореметила стабилност фондова, предлаже се инвестирање у инфлационо индексирани обвезнице. Пласмани пензијских фондова у Немачкој су специфични, јер скоро нема пласмана у акције, али зато постоји високо учешће зајмова од 40%⁶.

У Јапану постоји строга законска регулатива пословања пензијских фондова (само осигуравајуће компаније и инвестициони фондови могу управљати средствима фондова). Велике фирме или индустријске групе (познате под називом *keiretsu*) спонзоришу фондове и бирају менаџере тих фондова. У Јапану постоји велика концентрација средстава код пензијских фондова. У укупним пласманима је високо учешће акција, док је учешће дужничких хартија од вредности знатно ниже.

Уколико се посматра инвестициона активност пензијских фондова у развијеним тржишним економијама, у једној групи земаља постоји високо учешће акција у укупним пласманима фондова, које се креће између 50 и 60% (Велика Британија, САД, Јапан, Холандија). У тим земаљама је релативно ниско учешће обвезница у структури пласмана и креће се између 15 и 35%. Знатно веће учешће обвезница забележено је у Немачкој и Италији (приближно 40-60%).

Данас постоје велике разлике у степену развијености пензијских фондова у индустријским земаљама. Те разлике проистичу из различитих квантитативних распореда три стуба пензијског осигурања. Светска банка је 1994. године предложила систем са три стуба. Први ниво или стуб пензијског осигурања односи се на обавезно пензијско осигурање засновано на међугенерациској солидарности („*pay as you go*“). Код овог, такозваног текућег концепта финансирања државног пензијског фонда из доприноса послодаваца и запослених исплаћују се пензијске накнаде садашњим пензионерима. Други ниво или стуб пензијског осигурања је такозвано обавезно (допунско) осигурање. Код овог вида осигурања запослени и послодавци

4) До 2030. године социјално осигурање ће морати да откупи 750 млрд. долара обвезница. Фредерик Мишкин, *Финансијска тржишта и инструменти*, Загреб, 2005, стр. 539.

5) Милутин Ђировић, *Финансијска тржишта – инструменти, институције, технологије*, Београд, 2007, стр. 237.

6) Исто, стр. 240.

уплаћују дефинисане доприносе (у виду одређеног процента бруто зараде запослених). Трећи ниво (стуб) је добровољно пензијско осигурање. Овај ниво осигурања односи се на појединце који добровољно желе додатно пензијско осигурање на бази уплата доприноса чију висину сами одређују. Трећи стуб омогућава равномерну потрошњу током животног века, односно обезбеђује квалитетнију будућност⁷.

1. Из разлога што је први стуб постао сувише скуп за државу, земље западне Европе приступиле су ревизији и реформи пензијског система. У овим земљама нагло расте број пензионера и старих особа којима је потребна социјална помоћ у различитим облицима⁸. Када је старосна структура почела радикално да се мења, било је јасно да се „*pay as you go*“ системи могу задржати само уз два услова: први, да се повећају доприноси за пензијско-инвалидско и укупно социјално осигурање, а други да се недостајућа средства финансирају из државног буџета. Пошто и једна и друга варијанта подразумевају повећање пореског оптерећења привреде (што умањује њену конкурентност), ниједна опција није могла да буде прихваћена. То је разлог што су ове земље морале да спроведу ревизију својих пензијских система.

Други стуб подразумева пензијско осигурање администрирано од стране државе, где су уплате одређеног процента зараде од сваког запосленог у приватни фонд обавезне и воде се на личним рачунима осигураника. Прикупљена сума на рачуну појединца зависиће од уплаћених доприноса, периода акумулације и приноса од инвестирања, са одбитком накнаде. Сматрају се праведним, јер накнаде директно зависе од уплаћених доприноса. Појединци су у могућности да допуне пензије које им исплаћује држава и пружа им се већа могућност у планирању пензионисања.

2. Приватни пензијски фондови се формирају при већим компанијама и установама. Наплаћују премије од којих формирају резерве, а те резерве инвестирају на финансијском тржишту у разне видове финансијских инструмената. Структура њиховог инвестиционог портфолија зависи од обавеза фонда у наредном периоду. Они воде рачуна о односу ризика и приноса. Наиме, ако желе да остваре веће приносе, спремни су да улажу у ризичније финансијске инструменте. Ови фондови су, на дужи рок, фискално одрживи

и финансијски стабилни и потпомажу развој финансијског тржишта.

Трећи стуб укључује допунско добровољно пензијско осигурање. И овде се уплате пензијских доприноса воде на личним рачунима осигураника, као код другог стуба. Тај новац на личним рачунима осигураника представља средства фонда која се улажу, а остварена добит се периодично приписује износима на сваком личном рачуну. Тако исплаћена старосна пензија не зависи од година радног стажа, јер и лица која никад нису радила могу да имају исплате приватних пензија. Висина пензије зависи од износа доприноса, дужине чланства у фонду и приписане добити која настаје улагањем фонда. Увођење трећег стуба има две основне димензије. Прва је социјална, која је делимична и донекле представља алтернативу запосленима у обезбеђивању пензије, а друга је финансијска.

Сходно наведеном, може се закључити да систем текућег финансирања добро функционише у условима када је становништво земље младо и када национални доходак по глави становника дугорочно расте. У супротном, овај систем запада у проблеме дефицитарног финансирања. Основна предност овог система финансирања пензија је што онемогућава да „штедња за старост“ пропада на тржишту, што је реална могућност када је штедња усмерена у алтернативни систем акумулације капитала преко приватних пензионих фондова. Кључна слабост овог система је текућа прерасподела дохотка и изостанак функције акумулације штедње и инвестирања исте.

Основна предност система акумулације (други и трећи стуб) је у томе што подстиче штедњу и развој тржишта капитала и елиминише проблеме евазије (тј. неплаћања доприноса). Слабост овог система је што може да се развија искључиво упоредо са општим развојем финансијског тржишта, поверења у финансијски систем, контроле и гаранцијских механизма државе. Такав развој је дугорочан, тако да не може у значајној мери допринети решењу проблема функционисања текућег система финансирања.

Дугорочност развоја приватног система финансирања је условљена и потребом за развојем строгог регулационог оквира какав постоји у најразвијенијим земљама. Други проблем у имплементацији овог система је проблем

7) Јелена Кочовић, Предраг Шулејић, *Осигурање*, Београд, 2006, стр. 600-601

8) У Бизмарково време седам запослених је издвајало део својих текућих зарада у корист једног пензионера. Према неким истраживањима, данас у Немачкој на једног пензионера долази 2,5 запослених. Оваквој ситуацији су највише допринели демографски фактори (животни век је знатно дужи, што пролонгира дужину примања пензионера).

„прелазног периода“ који онемогућава усмеравање постојећих пензионера и старијих запослених у правцу приватних фондова, јер не поседују акумулирани капитал из претходних доприноса. Њихови доприноси су током “*pay as you go*” система употребљени за исплате текућих пензија, или су делом пропали под утицајем хиперинфлације и ненаменског трошења средстава фонда у време постојања суфицита.

У целини посматрано, краткорочна реформа социјалног осигурања највероватније ће подразумевати повећање пореза, смањење исплата или повећање пореза и смањење исплата. Међутим, треба имати у виду да се овакви закључци темеље на познатим чињеницама и да многи фактори могу утицати на измену околности, а тиме и на социјално осигурање. Највећа препрека приватизације социјалног осигурања управо је то што се средства усмерена на приватне рачуне не би могла користити за исплату пензија садашњим пензионерима. Аналитичари сматрају да би трошкови трансформације социјалног осигурања, од нефинансираног система међугенерациске солидарности ка финансираном пензијском систему са правом имовином, били изузетно високи⁹.

3. Анализа одрживости Републичког фонда за пензијско и инвалидско осигурање у Србији

Републички фонд за пензијско и инвалидско осигурање (ПИО) основан је Законом о пензијском и инвалидском осигурању ради остваривања права из пензијског и инвалидског осигурања и обезбеђивања средстава за остваривање ових права. Фонд је правно лице са статусом организације за обавезно социјално осигурање, са правима и обавезама утврђеним законом и статутом. Фонд осигурава на пензијско и инвалидско осигурање сва лица која су према закону обавезно осигурана и укључена су у ово осигурање, без обзира на то да ли су у питању запослени, осигураници самосталне делатности или пољопривредници; утврђује основице за плаћање доприноса у складу са законом; обезбеђује наменско и економично коришћење средстава; обезбеђује непосредно, ефикасно, рационално и законито остваривање права из пен-

зијског и инвалидског осигурања и организује обављање послова за спровођење осигурања; контролише пријављивање на осигурање, као и све податке од значаја за стицање, коришћење и престанак права; организује и спроводи пензијско и инвалидско осигурање у складу са законом; примењује међународне споразуме; исплаћује пензије, накнаде и друге принадлежности; обавља друге послове у складу са законом и статутом фонда¹⁰.

Услед недовољних прихода из доприноса запослених и послодаваца држава се јавља као нужни суфинансијер¹¹ из средстава текућих буџетских прихода, пореза на поједине атрактивне производе или из приватизационих прихода. Разлози за интервенцију државе проистичу из сталног пада наталитета становништва и раста просечне дужине живота становништва, релаксације услова за стицање пензија по основу разних бенефита, а један од најбитнијих разлога је пад броја запослених у односу на број пензионера, односно тренд старења становништва и реструктурирање предузећа. У протеклим годинама зараде су расле брже од раста продуктивности рада и бруто друштвеног производа, што представља један од кључних проблема не само пензијског система, већ и система јавних финансија и привредног система.

Код држава у транзицији јављају се препреке на путу оздрављења првог стуба. Једна од препрека је управо буџетски дефицит. Субвенционирање првог стуба у условима буџетског дефицита је врста притиска на буџет. С тим у вези, постојећи систем текућег концепта финансирања налази се у краткорочној кризи, која се испољава у дефицитарном финансирању, али са тенденцијом да изазове дугорочну кризу условљену демографским факторима.

Да би пензијски систем био дугорочно одржив нужно је решити проблем незапослености и смањити јавну потрошњу. Дугорочан циљ владе Републике Србије је пензијски систем који је правно утемељен, социјално праведан и економски одржив. У том циљу неопходно је спровести реформу првог стуба како у правцу воље и способности државе да ту реформу спроведе, тако и у правцу побољшања његовог финансијског стања. Пuteви оздрављења државног

9) Frederik Miškin, *Монетарна економија, банкарство и финансијско тржиште*, исто стр. 541.

10) Фонд има приближно 2,47 милиона осигураника из свих категорија (запослених око 1,8 милиона, самосталних делатности 353.000, осигураних пољопривредника 323.000) и 1,58 милиона пензионера. Од укупног броја пензионера, 1,3 милиона су бивши запослени, 51.000 пензионери самосталних делатности и око 223.000 пензионисаних пољопривредника. Извор: www.pioz.org.yu

11) Фонд пензијског и инвалидског осигурања може да подмири око 60% потреба за пензијама, а остатак од 40% мора да се надокнади из државног буџета.

обавезног пензијско-инвалидског фонда водили су и воде преко сузбијања или чак потпуног елиминисања дејстава системских недостатака тог фонда. Кључни проблем је што фонд код запослених у радном веку није стварао навику или подстицај да размишљају унапред, односно да планирају своју старосну потрошњу.

Имајући у виду све то, а нарочито демографску анализу као и анализу одрживости фондова, јасно се намеће закључак да се даљи правац консолидације фондова мора темељно ревидирати и озбиљно планирати, уважавајући искуства и праксу развијених земаља, као и негативна искуства појединих решења која су била и још увек постоје у неким земљама које су пролазиле кроз транзицију. Стандардни концепт пензијско-инвалидског осигурања обухвата три стуба о којима је било речи у претходном излагању.

Потребно је садашњи гломазан и неефикасан систем ускладити са потребама грађана и државе, а то подразумева смањење учешћа пензија у бруто друштвеном производу¹², као и елиминисање негативних ефеката "pay as you go" система пензијског и инвалидског осигурања. Неопходно је спровести темељне системске измене, изградити нов систем заснован на капитализацији, повећати индивидуалну штедњу и на основу ње инвестиције и развој.

Капитализацијом Републичког фонда, имовином која је у ранијем периоду грађена из средстава (доприноса) запослених, створили би се реални услови да фонд из сопствених средстава врши функцију редовне исплате пензија својим осигураницима. Заправо, капитализација фонда је могућа једино кроз стављање у његов портфолио адекватног дела државног капитала додељеног кроз приватизацију јавних предузећа, дела који је преостао у приватизационом регистру из приватизације друштвеног сектора својине и адекватног дела акција земљишних фондова.

Средства фонда могла би се инвестирати у различите облике финансијске активе на финансијском тржишту, по строго дефинисаним условима. Избор инвестиционих алтернатива, у фази док је тржиште капитала у развоју, био би ограничен на државне хартије од вредности различитих серија рочности и можда краткорочне и средњорочне хартије од вредности финансијског сектора, као и дугорочне инвестиције у некретнине. Овакав приступ носио би мањи ризик, али и мањи принос. У каснијим фазама развоја

тржишта капитала ширила би се могућност инвестирања у атрактивније хартије од вредности, у смислу већег приноса и ризика. На тај начин дошло би до постепене трансформације фонда ПИО у државни инвестициони фонд са тенденцијом прерастања у приватни фонд, што јесте решење за одрживи развој.

4. Законска регулатива пословања добровољних пензијских фондова

Добровољни пензијски фонд је врста инвестиционог фонда који служи за прикупљање добровољних пензијских доприноса и њихово инвестирање ради обезбеђења приватних пензија. Инвестирањем овако прикупљених доприноса, добровољни пензијски фондови обезбеђују очување и увећавање вредности. Ове институције уведене су као трећи стуб реформе постојећег система пензијског и инвалидског осигурања. До оснивања ових фондова, финансијске уговоре из области пензијског осигурања нудиле су осигуравајуће организације у оквиру посебне линије услуга. Иако су по својој суштини облик колективног инвестирања, ове организације су издвојене од сличних организација, пре свега инвестиционих фондова.

Кључна разлика између инвестиционих и добровољних пензијских фондова са аспекта њихове атрактивности за индивидуалне инвеститоре (чланове) одређена је различитом ликвидношћу власништва, односно права чланова. Код отворених инвестиционих фондова не постоје ограничења приликом повлачења средстава из фонда. Ликвидност у овом случају није идеална због постојања такозване излазне провизије, која је у овом случају трошковни израз ризика ликвидности, који је са члана пренет на фонд и од стране фонда индивидуализован и наплаћен члану фонда. Код добровољних пензијских фондова располагање, то јест повлачење акумулираних средстава, временски је ограничено.

Што се тиче предности улагања у добровољне пензијске фондове, довољно је напоменути да је планирање прихода у старости дугорочан циљ. Ако се жели сачувати комфоран начин живота за породицу, потребни су додатни приходи. Што се раније почне са штедњом за старост, она ће бити већа, јер средства имају више времена да се увећају. Такође, предност чини то што се у добровољни пензијски фонд може издвајати без икакве обавезе, по динамици коју

12) Расходи за пензије су 13% БДП, а свака цифра која пређе 10% БДП представља сигнал да нешто у буџетском јавном сектору мора да се реформише.

корисник приватне пензије сам одреди. У случају привремених финансијских проблема, уплата у добровољни фонд може се зауставити.

Наравно, као и код сваке друге инвестиционе одлуке, увек постоје и неки недостаци. Уплатом у добровољни пензијски фонд члан се обавезује да та средства неће употребити пре навршене педесет треће године живота, осим у случају посебних околности, као што су здравствени проблеми. Уколико појединац у међувремену одлучи да промени инвестициону стратегију, то неће моћи средствима на свом приватном рачуну у пензијском фонду. Улагањем у фонд члан је донео одлуку да ће то бити средства која ће му омогућити да одржи комфоран начин живота када више не буде у могућности да прима редовну зараду. Подразумева се да члан фонда, уколико је у могућности и нису му тренутно потребни ти приходи, и након педесет треће године живота и даље уплаћује средства на свој приватни рачун у одређеном фонду.

Битно је напоменути да ако је незадовољан резултатима које остварује пензијски фонд, може да промени фонд и пресели средства на приватни рачун у неки други добровољни пензијски фонд. Када дође моменат да жели да користи средства са свог рачуна, може се одредити за две опције: средства може подићи одједном или се може одредити да редовно месечно добија приватну пензију, која ће бити одређена на основу његових година и стања на приватном рачуну код фонда.

Добровољни пензијски фонд се организује ради прикупљања новчаних средстава уплатом пензијског доприноса од стране обвезника, уплате и улагања тих средстава са циљем повећања вредности имовине фонда. Имовина добровољног пензијског фонда у својини је чланова фонда, сразмерно њиховом уделу у имовини фонда. Она је одвојена од имовине друштва за управљање и обавезно се води на рачуну код кастоди банке. Такође, имовина добровољног пензијског фонда не може бити предмет принудне наплате, залог, хипотеке, не може се укључити у ликвидациону или стечајну масу друштва за управљање, кастоди банке или других лица, нити користити за измиривање обавеза члана добровољног пензијског фонда и других лица према трећим лицима. Улаже се са циљем повећања укупног приноса у корист чланова добровољног пензијског фонда, у складу са начелом сигурности, начелом диверзификације портфолија и начелом одржавања одговарајуће ликвидности.

Имовина добровољног пензијског фонда улаже се у: а) дужничке хартије од вредности које издаје Народна банка Србије; б) дужничке хартије од вредности које издају Република Србија, јединице територијалне аутономије и локалне самоуправе у Републици и друга правна лица уз гаранцију Републике; ц) хартије од вредности које издају међународне финансијске институције; д) дужничке хартије од вредности које издају стране државе или страна правна лица са минималним кредитним рејтингом "А"; е) хипотекарне обвезнице које се издају на територији Републике; ф) хартије од вредности које издају правна лица са седиштем у Републици којима се тргује на организованом тржишту у Републици; г) акције страних правних лица које су листиране и којима се тргује на берзанским тржиштима држава чланица ЕУ, односно ОЕCD-а; х) новчане депозите у банкама са седиштем у Републици; и) депозитне потврде које издају банке са седиштем у Републици; ј) депозитне потврде које издају банке са седиштем у државама чланицама ЕУ, односно ОЕCD-а; к) непокретности које се налазе на територији Републике Србије.

Послодавац, удружење послодаваца, професионално удружење и синдикат могу организовати пензијски план и закључити уговор са друштвом за управљање којим се организатор обавезује да ће вршити уплате пензијског доприноса за рачун запослених, односно чланова синдиката и да ће плаћати накнаду за услуге друштву за управљање, а друштво за управљање се обавезује да ће улагати прикупљена новчана средства и омогућити повлачење и располагање акумулираним средствима члановима плана. Друштво за управљање је дужно да, у року од осам дана од дана добијања дозволе за организовање и управљање добровољним пензијским фондом закључи уговор са кастоди банком о обављању кастоди услуга, посебно за сваки фонд којим управља¹³.

Вредност имовине фонда чини збир вредности хартија од вредности из портфолија фонда, некретнина у власништву фонда и депозита новчаних средстава фонда код банака. Вредност имовине фонда се обрачунава према тржишној вредности. Нето вредност имовине фонда представља вредност имовине умањену за износ обавеза. Укупна вредност свих инвестиционих јединица добровољног пензијског фонда једнака је нето вредности имовине фонда. Друштва за управљање су дужна да објављују принос

13) Закон о добровољним пензионим фондовима и пензионим плановима, *Службени гласник Републике Србије*, бр. 85/2005

добровољног пензијског фонда четири пута годишње, на крају сваког квартала.

У циљу повећања транспарентности рада добровољних пензијских фондова и унапређења упоредивости кретања вредности инвестиционих јединица користи се FONDEX индекс, који представља јединствени показатељ тренда кретања система добровољних пензионих фондова. Илустрације ради FONDEX се може посматрати као вредност инвестиционе јединице коју би имао (имагинарни) фонд који представља скуп свих фондова који послују у Србији.

Вредност FONDEX-а се израчунава дневно, а вредност на одређени дан добија се множењем вредности индекса на претходни радни дан и пондерисаним просеком ланчаних индекса вредности инвестиционих јединица за сваки фонд. Као пондер се узима нето вредност имовине фонда, те је у складу са тим и утицај вредности инвестиционе јединице сваког фонда на формирање вредности FONDEX-а, сразмеран његовом тржишном учешћу. Почетни датум рачунања је 15.11.2006. године, дан кад је први добровољни пензиони фонд почео са радом, а почетна вредност FONDEX индекса је 1.000. Кретања вредности индекса (инвестиционих јединица) у прошлости не представљају границу будућих резултата. Будуће вредности могу бити више или ниже од ранијих. Процентуална промена FONDEX (као и код сваког другог индекса) у односу на неки претходни датум значајнија је од његове апсолутне вредности у датом тренутку. Ово нарочито важи када се врши поређење кретања вредности инвестиционих јединица појединих фондова са кретањем вредности FONDEX. По својој структури није намењен за поређење са вредностима инвестиционих јединица појединачних фондова. Виша или нижа вредност инвестиционе јединице у односу на FONDEX не указује на боље односно лошије перформансе фонда. Такође, није намењен доношењу инвестиционих одлука и не представља индекс на основу којег се, упоређивањем са кретањем вредности инвестиционих јединица, могу идентификовати натпросечне или испотпросечне перформансе фондова. На крају, важно је истаћи да је за адекватно поређење остварених приноса између фондова потребно располагати информацијама о структури односно степену ризичности улагања имовине тих фондова¹⁴.

5. Кључне карактеристике пословања добровољних пензијских фондова

У Србији је до почетка примене Закона о добровољним пензијским фондовима и пензијским плановима (први. април 2006. године) године, постојао само тзв. први стуб, а применом овог закона уведен је трећи стуб. Иако је Светска банка усвојила тростубни систем, увођење другог стуба онемогућава, као што је речено, недостатак средстава, који би својим трошковима додатно оптеретио други стуб и редовну исплату пензија из њега.

Обавезно државно пензијско осигурање у Србији карактерише неповољан однос броја запослених и пензионера. На релативно мали износ издвојених средстава за пензије такође утиче и висока стопа незапослености и честа пракса појединих послодаваца да пријављују своје запослене на такозвани "минималац". Висока просечна старост становништва у Србији од 40,3 године уз ниску стопу natalитета додатно негативно утиче на однос броја запослених и пензионера у будућности и самим тим износ расположивих средстава за пензије будућих пензионера.

Из горе наведених разлога приступање добровољном пензијском фонду може бити једна од најзначајних одлука данас за обезбеђење задовољавајућих прихода у будућности и очување или унапређење животног стандарда по одласку у пензију. Значај добровољних пензионих фондова за развој и активност националног финансијског тржишта може се сагледати преко неколико критеријума:

1. учешћа ових организација у контроли финансијске активне;
2. учешћа ових организација у промету на Београдској берзи;
3. учешћа у запослености у оквиру сектора финансијских посредника.

По првом критеријуму, сектор добровољних пензијских фондова има слаб потенцијал¹⁵. Укупна актива у овом сектору вишеструко је мања од активне у банкарском (550 пута) или сектору осигурања (30 пута). У страниој валути, за сада само у еврима, на крају трећег квартала 2009. године, налазило се 2 милијарде динара, односно 30% имовине, док се у домаћој валути налазило 4,6 мљд динара, односно 70% укупне имовине. Имовину у еврима највећим делом чине обвезнице старе девизне штедње. Највећи удео у укупној имовини фондова имају

14) www.nbs.rs

15) Нето имовина добровољних пензијских фондова је на крају трећег квартала 2009. године забележила раст од 12,4% у односу на крај претходног квартала, а у односу на исти период претходне године раст од 66%. Раст нето имовине већим делом је генерисан уплатама пензијских доприноса, али и порастом вредности улагања. <http://www.moj-fond.rs/clanak/sector-dobrovoljnih-penzijskih-fondova-u-srbiji/sr-2-10-18128.html>

државне дужничке хартије од вредности са 68,2%, од чега обвезнице старе девизне штедње 24,6% и трезорски записи 43,5%, а затим неорочена средства са 17,8%. Следе их акције са 8,5% и орочени депозити са 4,5%. У односу на претходни квартал, незнатно је измењена изложеност делова имовине фондова појединим врстама тржишног ризика. Процент имовине изложен ризику промене цене износи 33%. Изложеност је повећана код акција, а смањена код обвезница старе девизне штедње, као последица већег улагања у акције и мањег удела обвезница. Изложеност ризику промена цена некретности је ниска, због малог удела непокретности у укупној имовини фондова. Валутном ризику је изложено око 33% имовине фондова и она је непромењена у односу на претходни квартал. Највећи део имовине на коју непосредно утиче промена курса чине обвезнице старе девизне штедње. Највећи део имовине, око 73%, изложен је ризику од промене висине каматних стопа. Највећим делом ризик је присутан код обвезница старе девизне штедње, при чему промена каматне стопе директно утиче на промену цене.

Скромно је и учешће добровољних пензијских фондова у промету на Београдској берзи. У трећем кварталу 2009. године ове организације су учествовале на Београдској берзи са свега 2,25% укупног промета. Мада још увек скромно, ово учешће превазилази релативни значај ових организација када се пореде са банкама или осигуравајућим организацијама по критеријумима укупне билансне активе или запослености. Оваква кретања су потпуно разумљива, с обзиром на то да код добровољних пензијских фондова доминирају мултилатерални облици финансијских улагања (хартије од вредности). За разлику од осигуравајућих организација, а посебно банака које су традиционално усмерене на приватне, билатералне уговоре кредитног типа, добровољни пензијски фондови доминантно инвестирају у разне облике хартија од вредности.

Захваљујући томе што су друштва за управљање по закону упућена на конзервативна улагања, смањује се ниво ризика од разних потреса. Наравно, не постоји апсолутна заштита од тренутних економских потреса, односно негативних приноса. Док је у 2008. години Белех15 пао за 70%, инвестиционе јединице пензијских фондова имале су у просеку корекцију од 10%. Тржишни амбијент у којем послују ови фондови карактерише, пре свега, недостатак квалитетних дужничких хартија од вредности. Добро је што на тржишту постоје и обвезнице старе девизне штедње, јер представљају сигуран вид инвестирања и постоји могућност валутне диверзификације. Период улагања у добровољне пензионе фондове, од прве

уплате до почетка исплаћивања, износи 20 до 30 година, па је у тако дугом периоду логично очекивати успоне и падове.

По обиму запослености, сектор добровољних пензионих фондова је 120 пута мањег значаја од банкарског сектора и скоро 40 пута мањег значаја од сектора осигурања.

Оно чиме држава стимулише грађане, а и послодавце, јесу пореске олакшице. Те пореске олакшице за послодавца се огледају у томе што уплата допунских пензијских доприноса у корист запослених у износу до 3.528 динара по запосленом нема третман зараде. До тог износа послодавац не плаћа ни порез ни обавезне социјалне доприносе. Пореске олакшице за запослене грађане подразумевају да ако запослени уплаћује за себе допунске пензијске доприносе путем обуставе из зараде највише до 3.528 динара месечно, тај износ се изузима из основице за обрачун и плаћање пореза на доходак грађана.

Три године након увођења добровољних пензијских фондова у Србији послује девет друштава за управљање добровољним фондовима и десет фондова, у које је учлањено око 160 000 корисника. Народна банка Србије је до сада издала и 184 лиценце за послове информисања о добровољним пензијским фондовима, што треба да допринесе ширењу броја корисника и упознавању људи са могућностима да овим видом штедње осигурају себи веће пензије од оних које ће им исплаћивати држава. На развој ових финансијских институција свакако утичу кретања на финансијским тржиштима, али је упркос томе имовина пензионих фондова повећана, а број корисника у сталном порасту. Народна банка Србије кварталним извештавањем о стању у сектору и финансијском едукацијом промовише систем добровољних пензијских фондова, како би грађани у сваком тренутку могли да прате њихово пословање и развој.

6. Структура портфолија добровољних пензијских фондова

Delta Generali добровољни пензијски фонд је почео са радом 15.11.2006. године. Нето вредност имовине овог фонда на дан 31.12.2008. године износила је 1.080.211.862,32 динара. Фонд је у трогодишњем периоду рада увећао своју имовину за више од пет пута. Принос од почетка пословања до септембра 2009. године је био 6,6%, а за 2009. годину је 12,5%. Структура имовине фонда указује на то да се у државне обвезнице улаже 22,97%, акције (листиране и

нелистиране) 6,36%, орочене депозите 4,55%, средства на трансакционим рачунима 66,12%.¹⁶

Reiffeisen Future добровољни пензијски фонд је почео са радом 03.01.2007. године. Нето вредност имовине Фонда је на дан 31.05.2009. године износила 481.021.744,13 динара¹⁷. Нето принос Фонда од почетка пословања до 30.09.2009 је износио 12,14%. Од почетка 2008. године до средине новембра 2009. године вредност индекса FONDEX, који показује кретање вредности инвестиционих јединица добровољних пензијских фондова у Србији, опала је за 8,27%, док је вредност инвестиционе јединице Фонда порасла за 2,69%. Извештај о структури имовине на дан 31.05.2009. године указује на то да доминирају записи трезора (RSD) и износе 75,5%, обвезнице (ЕУР) 8,5%, средства на девизним рачунима 5,8%, орочени депозити 4,8%, новчана средства 3,2% и камате и потраживања 2,2%.¹⁸

Гарант добровољни пензијски фонд почео је са радом 10.01.2007. године. На дан 31.12.2008. године нето вредност имовине Фонда била је 203.043.627 динара. Принос Фонда за 2008. годину износио је -7,07%, а годишњи принос од почетка пословања Фонда износи 3,77%.¹⁹ У структури портфолија Фонда налазе се нискоризичне хартије од вредности, као и хартије од вредности које је могуће брзо и ефикасно купити или продати по релативно уједначеној и стабилној цени. Структура имовине Фонда на крају 2008. године указује на то да је учешће обвезница РС 25,86%, акција 2,13%, депозити код банака 4,49%, а средства на рачунима код кастоди банке 66,80%.

ДДОР Пензија плус добровољни пензионери фонд је почео са радом 02.02.2007. године. Нето вредност имовине Фонда на крају 2008. године износила је 869.786.669,09 динара, а на дан 31.03.2009. године је била 936.815.932,26 динара. Принос Фонда од почетка пословања до 30.06.2009. године је био 2,54%.²⁰ Имовина Фонда улаже се са циљем повећања укупног приноса, уз поштовање начела сигурности, диверзификације портфолија и одржавања ликвидности. На крају 2008. године у структури имовине Фонда обвезнице које издаје НБС и РС

износе 63,75%, акције 5,39%, депозити код банака 3,80%, а средства код кастоди банке 26,97%.

Дунав добровољни пензијски фонд почео је са радом 02.04.2007. године. Стопа приноса за 2008. годину износила је 5,83%, а од почетка пословања до краја 2008. стопа приноса је 2,87%. Нето вредност имовине Фонда на крају 2008. године износила је 1.997.037.760,35 динара²¹. Основни циљеви инвестиционе политике Фонда су сигурност и исплативост инвестираних средстава. Друштво инвестира средства чланова Фонда у финансијске инструменте који обезбеђују оптимизацију портфолија. Инвестициони портфолио на дан 31.12.2008. године имао је учешће акција 8,49%, обвезница РС 32,62%, депозити код банака 3,80%, непокретности 3,85% и средства на новчаним рачунима код кастоди банке 52,11%.

NLB Nova penzija добровољни пензијски фонд почео је са радом 16.04.2007. године. Иако је у 2008. години, пад вредности индекса Београдске берзе био преко 75% нето имовина фонда увећана је у истом периоду више него три пута, па је на дан 31.12.2008. године износила 75.022.677,04 динара²². Остварени принос фонда у периоду од 16.04.2007. до 31.12.2008. је -6,66%. Задатак Друштва за управљање добровољним пензијским фондом је да, кроз дисперзију улагања, у што већој мери, ублажи неповољна тржишна кретања, односно да позитивна кретања максимално искористи. У тренутним околностима, највећи део имовине Фонда чине средства на рачунима код кастоди банке (70,20%), затим обвезнице РС 19,65%, новчани депозити код банака 4,76% и акције 5,39%. На тај начин се жели значајно умањити ефекат негативних кретања на берзи на вредност имовине фонда.

Триглав добровољни пензијски фонд је почео са радом 11.09.2007. године. Нето вредност имовине Фонда на дан 31.12.2008. године износила је 23.038.395,60 динара. Годишњи принос Фонда за 2008. годину био је 0,46%, а принос Фонда од почетка пословања до 31.12.2008. године износио је 1,14%. Фонд води конзервативну инвестициону политику, улагањем средстава у нискоризичне инвестиције, максимално уважавајући начело сигурности, стабилности и разноврсности

16) http://www.penzijiskifond.rs/active/sr-latin/home/penzijiski_fond/prospekt_drustva.html

17) http://www.raiffeisenfuture.rs/c/portal/layout?p_1_id=pub.1001.53

18) http://www.mojnovac.rs/fondovi/penzijiski_fondovi/raiffeisen_future.32.html

19) <http://www.garant-penzije.eu/dokumenta/prospekt.pdf>

20) <http://www.ddor-penzijaplus.net/SR/kompletan.html>

21) <http://www.dunavpenzije.com/download/prospekt-dpf.pdf>

22) <http://www.nlbnavapenzija.com/web/home/prospekt>

улагања. Резултат овакве инвестиционе политике је да инвестициона јединица Триглав пензије бележи константан раст вредности од 13.11.2008. године. Структуру портфолија Фонда чине обвезнице РС 31,53%, акције 1,51%, средства орочена код банака 4,83%, новчана средства Фонда код кастоди банке 62,10%²³.

НУРО добровољни пензијски фонд почео је са радом 04.08.2008. године. Нето вредност имовине Фонда на крају 2008. године износила је 18.923.000,00 динара, а 15.06.2009. године 49.987.129,61. У структури имовине Фонда нема улагања у акције, улагање у обвезнице РС је 3,29%, потраживања фонда износе за камате и продате хартије од вредности 3,09% и средства на кастоди рачунима износе 93,64%²⁴.

Societe Generale Штедња добровољни пензијски фонд почео је са радом 06.11.2008. године. На дан 31.12.2008. године нето вредност имовине Фонда износила је 167.545,16 RSD. Принос Фонда од почетка рада до 31.12.2008. године је износио 2,21%. Инвестициона политика фонда је највећим делом усмерена на улагање у дужничке хартије од вредности емитоване од стране НБС и висококвалитетне дужничке хартије које издају стране државе и међународне институције. Приоритет се даје максималном обезбеђењу имовине фонда, у односу на профитабилност улагања. Средства Фонда се не улажу у акције правних лица са седиштем у Републици Србији, нити у акције страних правних лица. У скраћеном проспекту Фонда објављеном 29.04.2009. године средства на рачунима код кастоди банке имају стопостотно учешће у структури имовине Фонда²⁵.

Societe Generale Ekvilibrio добровољни пензијски фонд је почео са радом 06.11.2008. године. Принос Фонда од почетка рада до 31.12.2008. године је износио 2,35%. Приликом улагања имовине Фонда, друштво настоји да одржи равнотежу између обезбеђења сигурности имовине Фонда и остварења виших приноса на улагања. Имовина Фонда се балансирано уложе у комбинацију висококвалитетних дужничких хартија од вредности и акција реномираних издавалаца, укључујући правна лица са седиштем у Републици Србији и страна правна лица.

Као што је речено на тржишту добровољних пензијских фондова послује девет друштава за управљање добровољним фондовима²⁶. Два друштва исказала су нето добитак, а седам друштава нето губитак. Светска финансијска криза имала је снажан негативан утицај на развој и инвестиционе резултате пензијских фондова у 2008. години, али захваљујући инвестиционој политици друштава за управљање добровољним пензијским фондовима, имовина тих фондова је остала сачувана.

Билансна актива на крају 2008. године износила је 1,1 милијарди динара (11,6 милиона евра), што је за 46,1% више него претходне године. У структури билансне активе стална имовина учествује са 11,4%, а обртна имовина са 88,6%. Нематеријална улагања, некретнине и опрема као део сталне имовине износе нешто мање од милион евра и у укупној активи то износи 8,5%, док краткорочни депозити и други краткорочни финансијски пласмани као део обртне имовине износе 8,8 милиона евра или релативно 76,4%. Тржишно учешће у односу нето имовином свих пензијских фондова у Србији, износи 19,24%. Имовина Фонда доминантно се улаже у обвезнице Републике Србије (деноминоване у еврима).

Закључак

Да би у Србији пензијски фондови постали значајни учесници на финансијском тржишту, треба очекивати развој квалитетнијих домаћих финансијских инструмената, пореско стимулисање улагања у пензијске фондове, законе по којима би фондови могли да улажу на међународном финансијском тржишту. Суштина пензијских реформи огледа се у увођењу приватног пензијског осигурања и капитализованих пензијских фондова, који подразумевају да се средства од уплаћених доприноса акумулирају на личним рачунима чланова. Акумулирана средства се инвестирају и на тај начин се повећавају износи пензијских надокнада.

Постојеће генерације млађих осигураника, свесне свих потешкоћа функционисања пензијског система заснованог на текућем финансирању, у своје име и за свој рачун, али и ради интереса будућих генерација и њиховог благостања, имају јасно одређене захтеве у односу на пензијски

23) <http://www.triglavpenzija.co.yu/web/triglav/pocetna>

24) <http://www.hypopenzije.rs/cms/>

25) http://www.sogepenizije.rs/c/document_library/get_file?uuid=4e3a2c21-33f3-4792-aded-6785709614da&groupId=10124

26) Друштва за управљање добровољним пензионим фондовима остварила су укупне приходе од 256 милиона динара (2,7 милиона евра) и укупне расходе од 509 милиона динара (5,38 милиона евра). <http://www.bifonline.rs/vesti/article.php?storyid=490>

систем, а то су: пензијски систем мора бити економски одржив, фискално подношљив и у функцији економског развоја. Посматрано у ширим размерама, очекује се да ће формирање капитализованих пензијских фондова подићи општи ниво националне штедње, допринети развоју и стабилизацији финансијског тржишта, подстаћи развој економије обезбеђивањем инвестиционих средстава, смањити притисак на јавни буџет изазван старењем становништва и да ће приходи од инвестирања смањити укупни трошак који чине пензије.

Овако постављени захтеви могу се реализовати само у процесу целовите реформе пензијског система, која се састоји од увођења три стуба осигурања. Процес реформе неопходно је спроводити у неколико фаза. Традиционализам и историјско наслеђе битни су аспекти о којима је потребно водити рачуна приликом креирања новог пензијског система и његове организације, у истој мери у којој је потребно водити рачуна и о очекивању међународних партнера у овом процесу. Потребу за укључењем у међународне токове нужно је помирити са потребом за аутентичношћу, уз уважавање искустава земаља са сличним околностима и проблемима у погледу економских и демографских структура и капацитета.

Литература

1. Ћировић М., *Финансијска тржишта – инструменти, институције, технологије*, Научно друштво Србије, Београд, 2007. година.
2. Ерић Д., *Финансијска тржишта и инструменти*, Чигоја штампа, Београд, 2003. година.
3. Кочовић Ј., Шулетић П., *Осигурање*, Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду, Београд, 2006. година.
4. Мишкин Ф., *Финансијска тржишта и институције*, Д.О.О. Мате. Загреб, 2005. година.
5. Мишкин Ф., *Монетарна економија, банкарство и финансијска тржишта*, Дата статус, Београд, 2006. година.
6. Шошкић, Д., Живковић, Б., *Финансијска тржишта и институције*, Економски факултет Београд, Београд, 2007. година.
7. Васиљевић Б., *Основи финансијског тржишта*, Diamon Hard, Београд, 1999. година.
8. Закон о добровољним пензијским фондовима и пензијским плановима, Службени гласник Републике Србије, бр. 85/2005.
9. http://www.penzijiskifond.rs/active/srlatin/home/penzijski_fond/prospekt_drustva.html
10. http://www.raiffeisenfuture.rs/c/portal/layout?p_1_id=pub.1001.53
11. http://www.mojnovac.rs/fondovi/penzijski_fondovi/raiffeisen_future.32.html
12. <http://www.garant-penzije.eu/dokumenta/prospekt.pdf>
13. <http://www.ddor-penzijaplus.net/SR/kompletan.html>
14. <http://www.dunavpenzije.com/download/prospekt-dpf.pdf>
15. <http://www.nlbnovapenzija.com/web/home/prospekt>
16. <http://www.triglavpenzija.co.yu/web/triglav/pocetna>
17. <http://www.HYPOpenzije.rs/cms/>
18. http://www.sogepenzije.rs/c/document_library/get_file?uuid=4e3a2c21-33f3-4792-ade6-f6785709614da&groupId=10124
19. <http://www.belex.rs/data/2009/05/00018995.doc>
20. <http://banke.on-line.co.yu/penzioni-fondovi.html>
21. <http://www.moj-fond.rs/clanak/sektor-dobrovoljnih-penzijskih-fondova-u-srbiji/sr-2-10-18128.html>
22. <http://www.economy.rs/finansije/4602/Izvestaj-o-sektoru-dobrovoljnih-penzijskih-fondova-u-Srbiji.html>

др Велизар
ГОЛУБОВИЋ*

Јавни капитализовани пензијски фондови

Резиме

У овом раду размотрени су развој и најзначајније карактеристике резервних фондова као јавних капитализованих пензијских фондова у појединим земљама, као и у државама насталим на подручју бивше СФРЈ. Јавни пензијски системи у посматраним земљама успоставили су резервне фондове у настојању да ублаже финансијске проблеме, увећане демографским променама. Најуспешније у том погледу су САД, Јапан, Шведска, Норвешка и Ирска.

Посебно су размотрене могућности развоја капитализованог пензијског фонда у Србији. Закључено је да једини извор средстава претходног финансирања представља имовина јавних и комуналних предузећа и евентуално градско грађевинско земљиште. Међутим, проблем представљају тешко савладиве препреке на том путу – интереси владајућих политичких странака и изузетно лоше корпоративно управљање овим предузећима.

Увод

Закаснило усаглашавање пензијског система са демографским променама насталим у другој половини прошлог века главни су узрок нарушене равнотеже прихода и расхода овог система. Суштина демографских промена огледа се у тенденцији старења становништва услед продуженог трајања живота и пада наталитета. Продужено трајање живота продужило је период коришћења пензија, а тиме увећало и број корисника пензије и расходе за пензије. Истовремено, пад наталитета доноси смањење прираштаја и доприноси стагнацији броја осигураника. На тај начин погоршава се однос броја осигураника и

корисника пензије, кључне детерминанте пензијског система, па настаје велика неизвесност у вези са могућношћу финансирања будућих права остварених по основу пензијског и инвалидског осигурања.

С обзиром на то да је пензијско осигурање по својој природи дугорочно осигурање, капитализација доприноси пензијског осигурања, као претходног финансирања средстава, представља једну од могућности које стоје на располагању на плану обезбеђивања будућих накнада (пензија).

У циљу решавања проблема старења становништва и раста демографске зависности (мереном односом броја осигураника и корисника пензије) Светска банка предлаже организовање пензијс-

*) Републички фонд за пензијско и инвалидско осигурање, Покрајински фонд Нови Сад

ког осигурања на принципу капитализације доприноса (на индивидуалним рачунима) у оквиру комерцијалних аранжмана у приватним пензијским фондовима. Спровођење овакве приватизације јавног пензијског осигурања носи најмање два велика проблема. Најпре, организовање пензијског осигурања на принципу капитализације доприноса преваљује инвестициони ризик у целини на осигуранике, што у условима глобалне финансијске кризе – каква је наступила 2008. године – може оставити оне који одлазе у пензију без уштеђевине. Такође, прелазак на нови систем захтева финансирање дефицита старог система који остаје да функционише паралелно алиментирајући стечена права са умањеним приходима. Обим умањених прихода старог система једнак је, дакле приходима новог система (транзициони трошак) и могуће га је финансирати једино из јавних прихода, што захтева повећање пореза.

Под утицајем веома оштрих и аргументованих критика Међународне организације рада, Међународног удружења за социјалну сигурност и истакнутих економиста у области социјалне сигурности, као и неповољних искустава у земљама Латинске Америке и средње Европе, дошло је до преиспитивања ставова Светске банке. (В. Голубовић, 2009: 78-90) Крупну промену становишта Светске банке представља став да нето користи преласка на капитално финансирање (у недовољно развијеним земљама) не морају бити позитивне. Иако потенцијалне користи остају и даље валидне, враћање имплицитног дуга који (укупно посматрано) превазилази ниво друштвеног производа, ствара огромне трошкове за текућу, али и за будуће генерације. Ови трошкови могу превазићи економске користи до којих може да доведе приватизација пензијског система (R.Holzmann, R.Hinz, 2005:50).

Као одговор на демографске и економске изазове са аспекта пензијског осигурања један број земаља је организовао централизоване пензијске фондове под окриљем државе, било као самосталне јавне фондове, или као одређени облик резерви у оквиру јавног пензијског система. Заједничко свим овим фондовима је настојање да улагањем имовине обезбеде финансијску одрживост јавног пензијског система стварањем резерви за евентуалне будуће тешкоће. По томе се овакав модел може сматрати делимично и моделом капитализације.

У овом раду ће бити размотрен развој и најзначајније карактеристике резервних фондова као јавних капитализованих пензијских фондова у појединим земљама ОЕСД-а, као и у државама насталим на подручју бивше СФРЈ. Посебно ће бити размотрене могућности развоја капитализованог пензијског фонда у Србији.

1. Настанак и развој капитализованих – резервних пензијских фондова

Два су основна начина настанка резервних фондова. Са једне стране, самосталне резервне фондове формирала је држава, обезбеђујући им посебне изворе средстава. Тако је Норвешка одлучила (1996) да огромне приходе од производње и извоза нафте концентрише у оквиру јавног капитализованог фонда, који треба да обезбеди средства за исплату пензија будућим генерацијама. Сличан начин стварања резервног пензијског фонда изабрало је више држава. Тако Ирска пуни свој резервни пензијски фонд средствима из буџета (почев од 2001. године) у висини једног процента друштвеног производа. Слично Ирској, држава је обезбедила капиталне трансфере резервним фондовима Финске, Шпаније и Португалије. Пољска и Словачка су увеле наменске доприносе за резервни фонд. У Пољској је утврђен допринос за запослене по минималној стопи од 0,35%, док је у Словачкој утврђен допринос за послодавце, samozапослене и добровољно осигуране по стопи од 4,75% на износ исплаћених зарада, с тим што држава уплаћује додатних 2% на исту основицу (ISSA, 2007: 5).

Са друге стране, један број држава обезбедио је резерве у оквиру јавног пензијског система, или наменским повећањем доприноса, или су то урадили сами јавни фондови из остварених суфицита. То су најпре урадиле САД 1983. године, повећањем стопе доприноса за пензијско осигурање са 10,4% на 12,4%¹, а потом Канада 1996. године, повећањем стопе доприноса са 5,85% на 9,9%. Иако ове стопе доприноса изгледају ниске у поређењу са оним у европским земљама, њима је обезбеђен изузетно велики вишак прихода пензијском систему у односу на његове расходе, што је омогућило стварање резерви које у САД достижу суму (од око 1.850 милијарди долара) једнаку износу потребном за трогодишњу исплату пензија. Док се вишак прихода у пензијском систему САД аутоматски конвертује у посебне државне обвезнице (са

1) Занимљиво је да је 1982. године Фонд старих особа (као део програма за старост, смрт, инвалидност и здравље – OASDHI – био присиљен да позајми од Фонда инвалидског и болничког осигурања да би исплатио пензије. (E. J. Vaughan, T. M. Vaughan, 2000: 177)

Табела бр. 1 - Резервни фондови јавних пензијских система земаља OECD-а

Земља	Правно одвојени резервни фондови	Инвестирана средства као део БДП у %	Структура инвестиција облигације /акције	Удео прихода од државе и доприноса	Удео прихода од инвестиционог приноса - нето
1	2	3	4	5	6
Данска	—	26,75	56,44/ 25,7	0,00 8,69	91,39
Финска	—	57,84	48,40/ 23,56	10,88 63,31	25,81
Француска	Резервни пензијски фонд	1,58	7,43/ 46,31	0,00 0,00	99,94
Ирска	Национални рез. пензијски фонд	9,62	11,69/ 78,75	35,16 0,00	64,84
Јапан	Државни пензијски инвестициони фонд	17,58	76,41/ 23,59	0,00 0,00	100
Канада	—	6,11	35,18/ 61,01	0,00 82,18	17,82
Норвешка	Државни пензијски фонд	73,4	58,38/ 41,62	0,14 0,00	99,86
Нови Зеланд	Суперануитетни фонд	4,46	30,48/ 64,76	0,00 0,00	99,82
Пољска	Демографски резервни фонд	0,1	97,30/ 2,13	0,00 82,60	17,40
Португалија	Резервни фонд соц. сигурности	4,29	69,54/ 22,89	1,54 0,00	98,46
САД	—	14,89	100	0,00 84,49	13,43
Словачка	Резервни фонд солидарности	нп	нп	нп	нп
Шпанија	Резервни фонд соц. сигурности	2,89	98,48/ 0,00	89,18 0,00	10,82
Шведска	—	28,62	37,47/ 59,83	8,44 0,00	91,56

Напомена: Подаци се односе на 2005. годину, а за Финску, Јапан, Норвешку и Пољску за 2004. годину.

нп – нема података

Извор: ISSA, 2007: 1-3, 13-15, 18.

номиналним приносом од 5,5%), створеним резервама у канадском пензијском систему управља посебна агенција са циљем максимизовања приноса уз минимум ризика, који је у првих пет година реално износио 5,5%. Ова агенција је заснована на три основна принципа: независност, полагање рачуна федералној влади и транспарентност (Б. Мијатовић, 2008: 55-63).

На сличан начин у шведском пензионом систему створене су велике резерве, увођењем програма допунске пензије познатог под именом АТР (*Allman tilaggserspensio*). Овај програм је

уведен 1960. године (функционише по принципу текућег финансирања) са циљем да се осигура пензија зависна од висине зараде осигураника (запосленог и samozапосленог) у сврху обезбеђења исплате пензије у условима неповољних тржишних кретања и рецесије. С обзиром на то да је минимум осигурања за остваривање права у АТР фонду три године, у самом почетку приступило се стварању снажних резерви Фонда. То је омогућила имовина створена у прве три године Фонда која се увећавала у каснијем периоду, јер су приходи били већи од расхода. Уједно је избегнут ризик од неједнаког оптерећења

генерација и, нарочито, привилегија прве генерације корисника пензије да остваре пензију без значајног улагања. Обавезност осигурања и стварања резерви омогућили су њихово инвестирање путем тржишта капитала и остваривање значајног додатног приноса (у 1985. години 36% укупних прихода)².

Организационо-правно посматрано, резервни фондови могу бити укључени у укупна средства јавног пензијског система и стављени под заједничко управљање јавног пензијског фонда просто као резерве, или могу бити посебни правни субјекти у облику корпорације или труста. У свим случајевима држава обезбеђује управљање резервним фондовима. Скоро у свим државама се захтева трипартитно управљање, обично преко представника запослених, послодаваца и владе. Процес именовања чланова управних тела воде влада и њој потчињени органи, док кандидовање чланова врше репрезентативне организације запослених и послодаваца.

Управна тела имају широка овлашћења која подразумевају избор инвестиционе политике, доношење или одобравање инвестиционих одлука, именовање одитора, а у неким случајевима и актуара, као и подношење извештаја о активностима резервних фондова. Аутономија управних тела ипак подразумева постојање блиских веза са владом, као и обавезу извештавања о свом раду влади и парламенту.

Исплата из средстава резерви или из резервних фондова строго је прописана. Минималан износ резерви у пензијским системима углавном је утврђен на основу актуарских процена будућих обавеза и прихода. Актуарска оцена резерви обавезна је у свим пензионим системима (најчешће сваке три године), а спроводе је обично екстерни или владини актуари.

Већина пензијских система и резервних фондова имају утврђену инвестициону политику или директиве које су у неким земљама и законом потврђене. Инвестиционе стратегије показују различит приступ у настојању да се обезбеде максималан принос и минималан ризик. Док неки резервни фондови морају испунити само инвестиционе директиве у смислу солвентности, ликвидности или диверзификације, други имају инвестициона ограничења утврђена владиним прописима и одлукама. У свим фондовима посебан значај придаје се управљању ризиком. У циљу контроле ризика усвојени су индикатори,

углавном везани за ликвидност, променљиву вредност, праћење грешке и ризик награде (ISSA, 2007: 5-6).

Највећи део пензијских резерви – чак око 80% налази се у САД-у и Јапану. Укупан износ резервних средстава у посматраним земљама достиже 3,4 милијарди долара, од чега скоро две трећине отпада на резерве инкорпорисане у пензијским системима, у којима је удео САД око 85%. С друге стране, Јапански пензијски инвестициони фонд држи око две трећине укупног износа имовине самосталних резервних фондова.

Посматрано у сразмери према бруто друштвеном производу (БДП), највеће учешће резерви, од чак 73%, бележи Норвешка. У погледу структуре инвестираних средстава може се уочити доминација државних обвезница, нарочито у САД и у Јапану, земљама које држе лавовски део пензијских резерви, што указује на њихово стратешко опредељење ка сигурности улагања. Важан мотив оваког опредељења у САД представљала је потреба за финансирањем огромног буџетског дефицита. Са друге стране, неке земље као што су Ирска и Канада стратешки су се определиле за ризичнија и профитабилнија улагања, док већина посматраних земаља настоји да уравнотежи однос између обвезница и акција, што указује на избалансирану примену двају основних ИНВЕСТИЦИОНИХ принципа: максимизовање приноса и минимизовање ризика.

Занимљиво је упоредити подручје алокације имовине пензијских резерви. Док су САД, као што је речено, у потпуности окренуте обвезницама своје државе (слично Пољској и Јапану), догле Норвешка искључиво улаже у иностране хартије од вредности (ISSA, 2007: 16-17). Овакој алокацији имовине доприноси опредељење министарства финансија ове земље, које утврђује стратегију инвестирања фонда, као и структуру његове имовине, настојећи да обезбеди максималан принос уз умерени ризик. Фондом оперативно руководи централна банка Норвешке, која ангажује врхунске инвестиционе менаџере (Б. Мијатовић, 2008: 60).

Посебно је важно напоменути да су административни и инвестициони трошкови резервних фондова – било да су део јавних пензијских шема, било да су у питању посебни правни субјекти – изузетно ниски, и то у толикој мери да се не могу упоређивати са трошковима у приватним пензијским фондовима. Ови трошкови (у 2005. години) крећу се од 0,02% укупних прихода,

2) Како је текао процес акумулирања имовине и учешће од приноса те имовине у приходима Фонда, видети: Edvard E. Palmer, 1988. стр. 85 и 86.

односно 0,01% укупне имовине у Пољској, до 2,35%, односно 0,68% (респектабилно) у Финској. Једини изузетак представљају врло високи административни трошкови Француске, који су износили 2,34% укупне имовине, односно невероватних 46,18% укупних прихода. У претходној години (2004) удео трошкова у укупним приходима износио је 8,89%, а овако оштар раст трошкова последица је конституисања потпуно оперативног статуса фонда (ISSA, 2007: 21).

Као резултат успешне инвестиционе стратегије и ниских административних и инвестиционих трошкова, истраживање Међународног удружења за социјалну сигурност (МУСС) показује да номиналне стопе повраћаја у резервним фондовима интегрисаним у пензијским шемама износе у просеку 11,1%, док су у самосталним резервним фондовима номиналне стопе повраћаја нешто веће – 12,6%. На основу ових података намеће се закључак да су самостални резервни фондови били нешто успешнији на тржишту капитала. Истраживање је такође показало одређену корелацију између номиналне стопе повраћаја и структуре портфеља резервних фондова, која указује на већи принос фондова са већим уделом акција и иностраних хартија од вредности³.

Резултати истраживања МУСС-а такође показују да јавне пензијске шеме које су успоставиле резервне фондове и тиме успешно интегрисале неке предности делимичног префундирања, које би им требале помоћи да ублаже финансијске проблеме увећане демографским променама, могу учинити поштено међугенерациску равнотежу, побољшати адекватност система и побољшати његову одрживост. Може се извести закључак да су, генерално посматрано, резервни пензијски фондови одговорнији од приватних пензијских фондова. То им обезбеђује структура управљања у облику владиног тела састављеног од социјалних партнера, који подносе извештаје углавном самом парламенту (ISSA, 2007: 25-28).

Стога се показало да својеврстан макроекономски мит представља тврдња поборника приватизације пензијског осигурања да улагање јавних фондова у акције (деонице) нема макроекономске ефекте или последице по благостање, због чега није могућа заштита од потенцијалних ризика диверзификацијом портфолија. *P. Orsag* и *J. Stiglitz* се позивају на бројне студије које су показале да комбиновање нефундираних

компоненти (при чему је стопа повратка везана за раст зарада) са диверзификацијом улагања као фундираном компонентом (са стопом повратка везаном за тржишне индексе) може умањити ризик повезан са потпуно фундираним системом. Стога, посматрано из перспективе ризика, социјално оптимални систем може бити диверзификован кроз акције и тиме делимично фундиран (*P. Orsag, J. Stiglitz 2001: 21-30*).

2. Јавни капитализовани фондови у државама сукцесорима СФРЈ

Посматрано међу државама сукцесорима СФРЈ, ефекте капитализације јавног пензијског осигурања успеле су у одређеној мери да остваре Словенија, Хрватска и Република Српска.

Хрватска је основала Хрватско мировинско инвестиционо друштво, са сврхом оснивања и управљања Капиталним фондом као инвестиционим фондом, на који је пренет део портфеља Завода за мировинско осигурање, који су чиниле акције најбољих предузећа у Хрватској. Стратегија управљања капиталним фондом представља дугорочни раст вредности имовине путем улагања у најбоље деонице на домаћем и страном тржишту. Услед велике финансијске кризе вредност имовине Фонда умањена је 2008. године за 60,8% тако да је на крају 2008. године износила 142,8 милиона EUR⁴.

Већи део портфеља Завода за мировинско осигурање (номиналне вредности од 431,3 милиона EUR на крају 2008. године) дат је Фонду за приватизацију који газдује портфељом уз сагласност Управног већа Завода. Приходи од продаје деоница и удела користе се за покриће текућих расхода пензијског осигурања.

Словенија је основала два фонда, Стамбени – који управља непокретностима (6500 стамбених јединица Завода за пензијско и инвалидско осигурање које су изузете из поступка приватизације) и Капитални фонд (Капиталска дружба) – који обухвата сертификате власништва додељене становништву у очекивању приватизације и имовину додељену овом фонду у поступку приватизације. Посебан део Капиталног фонда је обавезни допунски систем осигурања за које послодавци уплаћују додатне доприносе по основу рада на тешким и по здравље опасним радним пословима (Т. Становник, 2004:23). Највећи део приноса ових фондова користи се за

3) Истраживање Међународног удружења за социјалну сигурност објављено је у студији: *Public Scheme Reserve Funds: Helping sustain PAYG pensions – Survey report*, Geneva, ISSA (International social security Association), 2007.

4) Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje, Godišnje izvješće za 2008. (доступно на Web site <http://www.mirovinsko.hr/default.asp?ID=2125>)

покриће текућих обавеза из пензијског осигурања. Тако је Капитални фонд пренео Заводу за пензијско и инвалидско осигурање укупно 346,3 милиона EUR-а, (39 милиона EUR-а у 2008. години). Вредност свих финансијских инвестиција Капиталног фонда на крају 2007. године износила је 2,2 милијарде EUR-а, да би на крају 2008. године њихова вредност опала на 1,1 милијарду.⁵

Република Српска је, слично Хрватској, основала посебан – Пензијски резервни фонд, ради обезбеђења дугорочне финансијске одрживости пензијског система. Капитал фонда представља имовину стечену приватизацијом друштвеног (државног) капитала (10% укупне вредности), а само 50% добити може се издвојити оснивачу (јавном пензијском фонду) за исплату пензија. Имовина Резервног фонда достигла је средином 2008. године износ од 420 милиона конвертибилних марака (око 210 милиона евра)⁶.

У Црној Гори су такође фонду пензијског осигурања обезбеђена средства у одређеној сразмери имовине предузећа у друштвеној својини која се приватизују и ти приходи се користе за покриће дела огромног дефицита пензијског система. Слична ситуација присутна је и у Македонији и Федерацији БиХ (В. Голубовић, 2009: 53)

3. Могућност стварања резервног пензијског фонда у Србији

Питање оправданости стварања резервног пензијског фонда у Србији у условима огромног дефицита пензијског система није се озбиљно заговарало у нашој стручној јавности, вероватно из разлога неадекватне процене будућих прихода и расхода овог система. Највећи проблем представља чињеница да је пензијско осигурање по својој природи дугорочно, па као такво не може имати одговарајући третман у политичким програмима окренутим искључиво ка краткорочним интересима. Тенденција смањења запослености била је очекивана последица приватизације и настојања да се повећа продуктивност рада у новим условима, па се могао претпоставити и пад прихода по основу доприноса за пензијско осигурање. Међутим, после спрове-

дене параметарске реформе пензијског система (повећање старосне границе и увођење спорнијег начина усклађивања у односу на раст зарада) није очекиван бржи раст расхода за пензије од раста друштвеног производа. У условима пада економске активности и даљег пада запослености, услед глобалне финансијске и економске кризе, раст дефицита пензијског система (35%) постао је озбиљна претња целокупном финансијском и привредном систему земље.

Оваквим развојем догађаја затечен је и највећи део стручне јавности који је подржавао стратегију привредног развоја засновану на потрошњи. Прокламовани прелазак на стратегију привредног развоја заснованог на инвестиционој потрошњи и расту запослености представљао би охрабрење и за пензијски систем. Стопа активног становништва (старијег од 15 година) у Србији је 51% и знатно заостаје за стопом активности у земљама Европске уније где износи око 66%⁷.

У Србији је такође део имовине – 10 процената – (у форми деоница) предузећа која су приватизована према Закону о својинској трансформацији из 1997. године припао Фонду за пензијско и инвалидско осигурање. Ове деонице су дате на управљање Акцијском фонду и највећим делом већ су продате, а средства од продаје пренета су Фонду за пензијско и инвалидско осигурање, за покриће текућих расхода. Законом о приватизацији из 2001. године Фонду припада део прихода (10 процената) од остварене продаје и, с обзиром на то да је процес приватизације при крају, највећи део прихода од приватизације намењених Фонду већ је потрошен, а да није осетно смањено дефицит овог осигурања.

Поједини економисти сматрају да још постоји могућност стварања јавног капитализованог фонда. Б. Мијатовић као извор средстава види бесплатне акције намењене грађанима и некадашња улагања Фонда за пензијско и инвалидско осигурање, односно његових правних претходника. С обзиром на то да је Законом о приватизацији предвиђена подела бесплатних акција остварених продајом предузећа (извршеном путем тендера) свим пунолетним грађанима у износу од најмање 15% (у зависности од удела који остваре запослени у предузећима која се

5) Подаци наведени према: Kapitalska druzja, Letno poročilo 2008. (dostupno na Web site http://www.kapitalska-druzba.mobil_files/1101/KAD%20LP%2008-net.pdf)

6) Податак наведен према Извештају о нето вредности средстава Фонда за пензијско и инвалидско осигурање (доступно на Web site: <http://www.fondpiors.org/files/download/STRUKTURA-ULAGANJA072008.pdf> посећено 23. децембра 2009.)

7) Подаци наведени на основу Прегледа радне снаге (Labour Force Survey) Светске банке (доступно на веб-сајту: <http://www.worldbank.org/datastatistics/resources/gdp.pdf> посећено 11. децембра 2009)

приватизују тендерском методом), могуће је ове акције преусмерити јавном капитализованом фонду. Таквим решењем не би била изневерена суштина законске идеје, јер би грађанство остало непосредни корисник приватизације (Б. Мијатовић, 2008: 77-80). Проблем представља то што се пријављивањем грађана за остваривање права на новчану накнаду од продаје акција и удела из Приватизационог регистра, односно права на бесплатне акције по основу Закона о праву на бесплатне акције отишло сувише далеко, па би променом намене владајућа коалиција начинила тешко опростиву превару, јер је то био и део њеног изборног програма⁸.

Последњих година Фонд за пензијско и инвалидско осигурање покушава да успостави власништво над објектима у које је својевремено улагао значајна средства свог суфицита. Реч је углавном о улагањима у здравствено-рекреативне центре у бањским лечилиштима. С обзиром на то да је држава кренула у приватизацију ових објеката, акција Фонда дошла је у последњем тренутку. Око 10 хиљада станова додељених пензионерима на коришћење откупљено је за симболичне износе, док су улагања у објекте намењене колективном смештају или друштвеном стандарду пензионера (геронтолошки центри, старачки домови, клубови удружења пензионера), као и улагања у здравствене центре и инфраструктурне објекте широм Србије углавном пренета у власништво државе и на индиректан начин су у функцији задовољења потреба пензионера.

Други економисти као извор средстава за стварање резервног фонда у Србији виде имовину јавних и комуналних предузећа и градско грађевинско земљиште⁹. Реч је, неоспорно, о имовини велике вредности. Преношење власништва над јавним и комуналним предузећима на капитализовани фонд захтева њихову корпоративизацију.

Питање организовања земљишних фондова, односно фондова грађевинског земљишта подразумева преношење власништва државе над градским грађевинским земљиштем, изузетно је деликатно питање, скопчано са многим ограничењима и проблемима. Једно од највећих ограничења је питање реституције коме се мора дати приоритет. Такође се поставља питање како

локалним самоуправама надоместити приходе од градског грађевинског земљишта.

Према процени М. Ковачевића, једног од про-тагониста идеје о преносу имовине јавних и комуналних предузећа и градског грађевинског земљишта на капитализовани фонд, од дивиденди би се могао очекивати приход од 172 милиона евра након прве године, односно 1,4 милијарде евра после шесте године конституисања Фонда. При том би мањи део прихода припао корисницима реституције, док би већи део припао Фонду за пензијско и инвалидско осигурање (М. Ковачевић, 2009: 6).

Свакако да је ова идеја веома занимљива и да је треба пажљиво размотрити са свих аспеката. Највећи проблем представља унапређење корпоративног управљања у јавним и комуналним предузећима, којима сада управљају владајуће политичке странке најчешће у циљу задовољења својих интереса. Такође, проблем би могло представљати и управљање будућим капитализованим фондом. Неповољна искуства у вези са Акцијским фондом везана за продају акција Фонда за пензијско и инвалидско осигурање указују на неопходан опрез према читавој идеји. Уз то треба имати у виду и вероватно негативан став Светске банке према идеји стварања јавног капитализованог фонда, јер је ова институција предлагала Хрватској да прода акције Капиталног фонда, како би смањила буџетске трансфере систему пензијског осигурања (Б. Мијатовић, 2008: 68).

Закључак

У циљу превазилажења дефицита пензијског система насталог неусаглашавањем пензијског система са демографским променама, један број земаља је прихватио модел Светске банке са капитализацијом доприноса пензијског осигурања. С обзиром на то да и сама Светска банка признаје да трошкови преласка на капитално финансирање у недовољно развијеним земљама (нарочито у оним са високим имплицитним дугом каква је Србија) могу превазићи економске користи до којих може довести приватизација пензијског система, неопходно је потражити решење на другој страни.

8) Законом о праву на бесплатне акције и новчану надокнаду коју грађани остварују у поступку приватизације („Сл. гласник РС“, бр.123/07) утврђено је право на пренос без накнаде акција шест јавних предузећа, односно акционарских друштава: НИС, ЕПС, Телеком, ЈАТ, Аеродром Београд и Галеника. До сада је продат само НИС (власници акција су добили и прве дивиденде), а Галеника се налази у поступку продаје.

9) Реч је о економистима Стојану Стаменковићу, Миладину Ковачевићу, Владимиру Вучковићу и Махмуту Бушатлији, ауторима студије „Модел равнотеже мора да се мења“.

Једну од могућности која стоји на располагању у домену повећања прихода представља капитализација јавног пензијског осигурања. Резултати истраживања МУСС-а показују да јавне пензијске шеме које су успоставиле резервне фондове и тиме успешно интегрисале неке предности делимичног префундирања, могу учинити поштено међугенерациску равнотежу, побољшати адекватност система и обезбедити његову финансијску одрживост.

Извори средстава за стварање резервног пензијског фонда могу потицати из суфицита пензијског система или из трансферисаних буџетских средстава. У бившим социјалистичким земљама средства остварена приватизацијом јавног сектора привреде могу представљати извор средстава. Изузетно је значајно да обим прихода резервног фонда буде у сразмери са дефицитом пензијског система, како би учинио вероватним очекивања да је могуће обезбедити довољан износ средстава.

У Србији је немогуће обезбедити средства за јавни капитализовани фонд из буџета, услед фискалног дефицита који је углавном условљен огромним трансферима буџетских прихода систему пензијског осигурања. Такође је највероватније пропуштена могућност да се од дела прихода остварених приватизацијом друштвеног капитала намењеног свим пунолетним грађанима изгради јавни капитализовани фонд, који би у будућем периоду обезбедио приходе за покриће дефицита пензијског система. Преостала могућност је сужена на државну имовину и имовину локалних самоуправа у јавним и комуналним предузећима и евентуално на средства добијена рентирањем градског грађевинског земљишта.

Имовина јавних и комуналних предузећа представља сигурно значајну вредност која би заједно са бесплатним акцијама грађана омогућила стварање моћног фонда чији би приходи могли обезбедити покриће значајног дела дефицита пензијског система у Србији. Највеће препреке на том путу – интереси владајућих политичких странака и катастрофално корпоративно управљање овим предузећима – могле би бити превазиђене ангажовањем стручне јавности на јачању свести о потреби за дугорочним решавањем проблема финансирања пензијског осигурања. Суштинско решавање проблема пензијског осигурања као дугорочног осигурања је на маргинама интереса политичких странака окренутих искључиво њиховим краткорочним интересима.

Литература

1. Голубовић, Велизар, (2009) *Реформе пензијских система у државама сукцесорима СФРЈ*, „Будућност“, Нови Сад.
2. Holzmann, Robert, Hinz, Richard, (2005) *Old age income support in the 21st century: International perspective on pension system and reform*, World Bank, Washington, D.C.
3. Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje, Godišnje izvješće za 2008. (dostupno na Web site: <http://www.mirovinsko.hr/default.asp?ID=2125> посежено 19. децембар 2009.)
1. Извештај о нето вредности средстава Фонда за пензијско и инвалидско осигурање Републике Српске (доступно на веб-сајту: <http://www.fondpiors.org/files/download/STURKUR-ULAGANJA072008.pdf> посежено 23. децембра 2009.)
2. ISSA (International social security Association), (2007) *Public Scheme Reserve Funds: Helping sustain PAYG pensions – Survey report*, Geneva.
3. Kapitalska družba, Letno poročilo 2008. (доступно на Web site: http://www.kapitalska-druzba.mobil_files/1101/KAD%20LP%2008-net.pdf посежено 21. децембар 2009.)
4. Ковачевић, Миладин, (2009) „Сопствени приходи уместо буџетских субвенција“, *Глас осигураника*, 25. децембар, (лист Републичког фонда за пензијско и инвалидско осигурање).
5. Мијатовић, Бошко, (2008) *Јавни капитализовани фондови*, „Службени гласник“ и ЦЛДС, Београд.
6. Orszag, R.Peter & Stiglitz, E.Jozeph, (2001) "Rethinking pension reform: Ten myths about social security systems", In *New ideas about old age security: Towards sustainable pension systems in the 21st century*, ed. R. Holzman & J. E. Stiglitz, World Bank, Washington, D.C.
7. Palmer, Edward, (1988) "Les aspects économiques et sociaux du financement des pensions de retraite". In: *Les aspects économiques et sociaux du financement de la securite sociale*, Association internationale de la securite sociale, Geneve.

8. SSA (Social security Administration), ISSA (International social security Association), (2009) *Social security programs throughout the world*, Geneva. Web site: <http://www.issa.int>, (посећено 19. новембра 2009)
9. Stanovnik, Tine, (2002) "Politička ekonomija penzijskih reformi u Sloveniji", *Mirovinska reforma u Srednjoj i Istочноj Europi, Knjiga 2 Restrukturiranje javnih sustava mirovinskog osiguranja: Analiza slučajeva Republike Češke i Slovenije*, ur. Elaine Fultz, International Labour Office (Međunarodni ured rada), Central and Eastern European Team, Budapest.
10. Vaughan, J. Emmet, Vaughan, M. Therese, (2000) *Osnove osiguranja – upravljanje rizicima*, (prevod) Mate, Zagreb.
11. www.worldbank.org/datastatistics/resources/gdp.pdf.

Момчило Томић

(1927 – 2010)

У Београду је 12. фебруара 2010. године, премијно Момчило Томић, један од бивших председника Савеза рачуноводствених и финансијских радника Југославије и члан првог Савета за развој теорије и праксе рачуноводства и пословних финансија Савеза рачуноводствених и финансијских радника Србије.

Момчило Томић је рођен 10. априла 1927. године у месту Бастаси, општина Дрвар. Учесник је НОБ-а и био је рањен. После рата живео је у Приједору, где је поред партијских обављао и привредне функције. Наиме, био је директор фабрике целулозе у Приједору. Дипломирао је на Економском факултету у Загребу. У Београд долази у пролеће 1964. године и почиње да ради у Служби друштвеног књиговодства Југославије (СДКЈ), где остаје све до 1972. године, када прелази у Савезни секретаријат за финансије у функцији помоћника савезног секретара за финансије. У Савезном извршном већу остаје пуна два мандата (осам година), а затим се враћа у СДКЈ у функцији заменика генералног директора СДКЈ, на којој остаје све до одласка у пензију, 31. децембра 1991. године. Све време током свог радног века бавио се писањем и објављивањем радова из области платног промета, банкарства, обрачунског система, усмеравања инвестиција, завршних и периодичних обрачуна, обрачунавања и плаћања пореза на промет и др. Отишавши у пензију није престао да се бави стручним радом. Наиме, у протекле две деценије био је аутор бројних пројеката и књига, односно приручника из области финансија и рачуноводства.

Момчило Томић, угледни стручњак из области обрачунског система и платног промета, био је ангажован и у раду Савеза рачуноводствених и финансијских радника Србије, у периоду од 1979. до 1982. године, као члан првог Савета за развој теорије и праксе.

Момчило Томић изабран је 1983. године за председника Савезног одбора Савеза рачуноводствених и финансијских радника Југославије. Био је 1986. године председник Одбора за обележавања 30 година Савеза рачуноводствених и финансијских радника Југославије. На Трећем конгресу Савеза рачуноводствених и финансијских радника Југославије, одржаном 27-28. марта



1986. године у Београду, поднео је главни реферат и био уредник Зборника радова о поднетим рефератима, дискусији и одлукама на том скупу.

За постигнуте успехе и запажене резултате у раду, додељено му је више признања:

- **Орден рада са црвеном заставом**, 1990. године, указом Председништва СФРЈ, за нарочите заслуге и постигнуте успехе у раду од значаја за напредак земље,
- **Велика златна плакета**, 2005. године, на основу одлуке Извршног одбора Савеза рачуновођа и ревизора Србије, поводом педесетогодишњице рада, за изузетан допринос успешном остваривању циљева и задатака Савеза рачуновођа и ревизора Србије,
- **Медаља рада**,
- **Орден заслуге за народ са сребрном звездом**.

Момчило Томић је оставио неизбрисиви траг свог стваралачког опуса у времену у којем је живео и радио.

*У Београду, марта 2010. године
Жарко Обрадовић,
бивши генерални секретар СРФР Србије*