



9 771450 611023
ISSN 0023-2394
ISSN 1450-6114
UDC 657

M52 Часопис националног
значаја за теорију и њену
операционализацију

РАЧУНОВОДСТВО



South Eastern
European
Partnership on
Accountancy
Development

ЧАСОПИС ЗА РАЧУНОВОДСТВО, РЕВИЗИЈУ И ПОСЛОВНЕ ФИНАНСИЈЕ

♦ др Марко ПЕТРОВИЋ
**ОБНОВЉЕНО ЗАЛАГАЊЕ ЗА
ХОД УНАЗАД УМЕСТО УНАПРЕД**

♦ др Божидар РАИЧЕВИЋ
**ПОРЕСКА РЕФОРМА У СРБИЈИ -
ШТА ДА СЕ РАДИ И КАДА?**

♦ др Гордана ВУКЕЛИЋ
♦ др Вељко ВУКОЈЕ

**ФИНАНСИЈСКО ПРОПАДАЊЕ
ПОЉОПРИВРЕДНИХ ПРЕДУЗЕЋА ВОЈВОДИНЕ**

♦ др Дејан СПАСИЋ
♦ Марија ТРАЈЧЕВСКИ

**ДИЗАЈНИРАЊЕ ИНТЕРНИХ КОНТРОЛА
НАД ФИНАНСИЈСКИМ ИЗВЕШТАВАЊЕМ -
КОМПАРАТИВНА АНАЛИЗА**

5-6

Година LIV

www.srrs.org.rs

Београд, мај-јун 2010.

БУДИТЕ И ВИ НАШ ЧИТАЛАЦ

РАЧУНОВОДСТВО

ЧАСОПИС ЗА РАЧУНОВОДСТВО, РЕВИЗИЈУ И ПОСЛОВНЕ ФИНАНСИЈЕ
ГОДИНА LIV * Бр. 5-6 * Београд, мај-јун 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
(фирилично изд.) = ISSN 0023-2394
ISSN 1450-6114 = Рачуноводство
COBISS.SR-ID 139739399

Садржај

- ЗАКОНСКА И ПРОФЕСИОНАЛНА
РАЧУНОВОДСТВЕНА РЕГУЛАТИВА**
проф. др Марко ПЕТРОВИЋ
Обновљено залагање за ход уназад уместо унапред. 3
- УПРАВЉАЧКО РАЧУНОВОДСТВО**
др Владе МИЛИЋЕВИЋ
Конкурентско управљање трошковима
помоћу концепта ланца вредности 10
др Љиљана ДМИТРОВИЋ ШАПОЊА
мр Сунчица МИЛУТИНОВИЋ
Знање у функцији повећања
интелектуалног капитала пословног субјекта 24
др Војислав МАРЈАНОВИЋ
Стање и перспективе система обрачуна трошкова
у привредним друштвима 42
- ПОСЛОВНЕ ФИНАНСИЈЕ**
др Владимир ЊЕГОМИР
Осигуравајућа друштва као институционални инвеститори 50
др Сања ВУЧКОВИЋ
Управљање портфолиом хартија од вредности 69
мр Јелена ЕРИЋ
мр Јелена НИКОЛИЋ
Изазови вредновања нових пословних подухвата
у области високих технологија. 81
- ФИНАНСИЈСКА АНАЛИЗА**
др Гордана ВУКЕЛИЋ
др Вељко ВУКОЈЕ
Финансијско пропадање пољопривредних предузећа Војводине 94
- КОНТРОЛА И РЕВИЗИЈА**
др Дејан СПАСИЋ
Марија ТРАЈЧЕВСКИ
Дизајнирање интерних контрола над финансијским
извештавањем – компаративна анализа 103
- ЕКОЛОШКА ЕКОНОМИЈА**
др Богдан ИЛИЋ
Специфичности привређивања у условима еколошке економије 117
- ФИНАНСИЈСКИ СЕКТОР**
Коџа ЦЕНАН
Процес тржишне концентрације банкарског сектора у Србији 128
мр Срђан ФУРТУЛА
мр Срђан ШАПИЋ
Реформа финансијског сектора у европским државама
као неопходан предуслов приступања у ЕУ и ЕМУ 144
- ЈАВНЕ ФИНАНСИЈЕ**
др Божидар РАИЧЕВИЋ
Пореска реформа у Србији – шта да се ради и када? 152
мр Весна НЕШИЋ
Фискализација као инструмент у борби против
пореске евазије и сиве економије 159
- ПРИКАЗ КЊИГЕ**
др Драган СТОЈАНОВИЋ
Буџетско и непрофитно рачуноводство – Теорија и пракса
(аутори: R. Freeman, C. Shoulders, G. Allisan, T. Patton, G. R. Smith). 167

др Марко
ПЕТРОВИЋ*

Обновљено залагање за ход уназад уместо унапред

Резиме

Међународни стандарди финансијског извештавања могу искључиво да задовоље све потребе за финансијским извештавањем економских ентитета. Отуда је објективно штетно залагање да се у Србији примењују национални рачуноводствени (финансијски) стандарди уместо њих. Такво погрешно мишљење проистиче из нагомиланих заблуда и предрасуда током дугог периода у нашој земљи укинута и забрањене приватне својине, захваљујући политичкој идеологији.

Кључне речи: *Међународни стандарди финансијског извештавања; залагање; ход назад; ход напред; национални рачуноводствени (финансијски стандарди); штетан; нагомилане заблуде и предрасуде, укинута и забрањена приватна својина; политичка идеологија.*

Увод

Напис Г. Ненада Урошевића (надаље: аутор), под насловом „Неопходност доношења домаћих рачуноводствених (финансијских) стандарда“, који је објављен априла ове године у Привредном саветнику, добар је повод да се генерално размотри у чему су, каква су, колика су и због чега настају неразумевања, несхватања и неприхватања природе, сврхе, улоге и што целисходнијег начина финансијског извештавања, како у оквиру предузећа и других економских ентитета (надаље: економски ентитети), тако и повезано с њима, а у околностима крупних привредних и других промена, уз посебан осврт на прилике у Србији. Повезано са задовољавањем потреба реалистичких људи бизниса, до овог садашњег облика финансијског извештавања долазило се дуго, без изузетка, на начин близак здравом разуму. Онда су се, као последица законског ограничавања коришћења, или чак потпуног укидања приватне својине, појавила разна одступања, а своје захтеве и прилагођавања изискивала је и глобализација.

На различите начине, кључно је питање било повезано са корисницима финансијског извештавања, иначе битног и централног чиниоца у случају сваког информисања. Следеће се односило на законско регулисање овог извештавања, укључујући и појаву и све значајнију улогу регулативе Међународне федерације рачуновођа (IFAC). Крупну улогу и далекосежан утицај имао је измењени прилагођени садржај образовања у вези са финансијским извештавањем, наметнут захтевима једностране и искључиве политичке идеологије. Реприватизација је само била велики изазов, због оптерећености заблудама, предрасудама, али и дневним интересима појединаца и појединих интересних група, као и због вишеструких и бројних слабости државне администрације, због чега су њена урођена бирократска бесмисленост и осиноност постале још упадљивије. Отуда је свако залагање за повратак неславној прошлости изузетно штетно и опасно, нарочито зато што може лако наћи одзив код оних који се одбојно односе према неизбежном оспособљавању за промењено.

*) Члан Академије економских наука Србије и Црне Горе, редовни професор Београдског универзитета у пензији и овлашћени ревизор

***1. Шта се појављује као кључно
неразумевање, несхватање и неприхватање
око финансијског извештавања
повезаног са економским ентитетима***

Изворна, примарна и главна природна сврха финансијског извештавања економског ентитета била је и јесте да задовољи потребе оперативног и стратегијског управљачког пословног одлучивања приватног власника економског ентитета и његовог менаџмента, затим и других који су пословно заинтересовани, као и за контролу спровођења датих одлука. Проблем што се овог тиче настаје укидањем приватне својине због ишчезавања истински заинтересованог корисника финансијског извештавања у лику приватног власника и његових, исто тако углавном приватних пословних партнера.

Што се тиче поузданости, квалитета, олакшне припреме и искоришћавања датог финансијског извештавања, све значајнију улогу је играла све потпунија једнообразност његове садржине и тако се дошло до Међународних стандарда финансијског извештавања (МСФИ). Ради се не само о истој врсти садржине, већ и о истом њеном одмеравању. За разлику од националних и/или регионалних стандарда, једино међународни су на светском нивоу, у складу са потребама и захтевима глобализације. Уосталом, и технички стандарди теже да буду у светским размерама, пошто је тек тада учинак стандардизације максималан и потпун.

Међутим, овим се не исцрпљује у потпуности одговор на питање који би ниво стандардизације био што целисходнији за економске ентитете који су до сада и у догледно време незаинтересовани за пословање са партнерима, рецимо изван исте државе. Површно, могло би се помислити да би њихову потребу могли задовољити национални стандарди финансијског извештавања. Барем два разлога постоје против једног таквог решења. Нормално, сваки иоле успешан економски ентитет природно тежи да се укрупња и/или повећа разноврсност садржине свог пословања, а то двоје може да прошири круг дотадашњих пословних партнера и на оне изван државе у којој је. Тако су раније били довољни национални стандарди финансијског извештавања, а у оквиру исте државе данас постоје вероватно бројни економски ентитети, који имају своју несумњиву потребу за коришћењем и примењивањем Међународних стандарда финансијског извештавања, а послују и са онима који такву потребу немају. Њихово међусобно пословно комуницирање било би лишено сваке олакшице и преимућства које пружа стандардизација.

Стога би био здрав компромис, за догледно време, и за оне који већ имају потребу да примењују Међународне стандарде финансијског извештавања, и оне који је немају, да потоњи према својим потребама сами одреде врсту садржине исту као оно код МСФИ, или сродну, спајајући код себе садржину двају или више МСФИ, али без оног што је најсложеније стандардизовање, а то је одмеравање. Тако би се једноставније и лакше сада споразумевали, а у будућности би био олакшан прелазак на пуно примењивање МСФИ.

***2. Неразумевање, несхватање и неприхватање
праве улоге законског и професионалног
регулисања финансијског извештавања
у вези са економским ентитетима***

Савремено финансијско извештавање било је првобитно ограничено на оквир економског ентитета и представљало поверљиву заинтересованост његовог приватног власника. Подстицај за прво законско регулисање овог извештавања представљала је заштита приватних власника економских ентитета, који су савесно пословали, а ипак пали под стечај и тако оштетили своје повериоце. Наиме, пружена им је могућност да на основу података из свог уредно вођеног књиговодства могу доказивати да злонамерним изазивањем стечаја нису довели до оштећења својих поверилаца. Битно је да је у државама, чији поредак је заснован на поштовању и заштити приватне својине, ово до данас остао основни и главни мотив законског регулисања финансијског извештавања економских ентитета. Дакле не примарно контрола ради задовољења интереса неког државног органа, на пример, у вези са наплатом дажбина, него увек изворни и главни повод био је и јесте заштита приватне својине власника економских ентитета и њихових пословних партнера, уколико савесно послују.

Ограничено одступање од изложеног појавило се у тоталитарним државама, каква је, на пример, била нацистичка Немачка, где приватна својина није била укинута, али је њено коришћење ради привређивања, било ограничено и подвргнуто интересима и циљевима једнопартијске државе. Још драстичније законско регулисање финансијског извештавања економских ентитета догодило се у оним тоталитарним државама у којима је из идеолошких разлога бивало потпуно укидано и забрањивано постојање било каквог облика приватне својине. Како су оваква одступања од нормалне државе и нормалне привреде трајала много деценија, узастопни нараштаји бивали су све више и потпуније лишавани теоријске и практичне реалистичке представе шта је то приватна својина и каква је њена истинска улога у процесу

привређивања. Основни и главни циљ финансијског извештавања економских ентитета, у таквим околностима, постајао је преовлађујући и скоро искључиво једна обавеза према државним органима, а оно само лишено своје изворне и природне сврхе, неминовно *via facti*, друштвено и стручно било је уназађено и унижено. Наиме, због урођеног бирократизма државне администрације, обавеза финансијског извештавања економских ентитета срозана је на формално испуњавање, у условима непостојања и једног истински заинтересованог корисника, чиме је оно суштински обесмишљено.

Насупрот овоме, у нормалним државама, са нормалним привредама и приватном својином, као својом основом, финансијско извештавање економских ентитета, због своје све значајније улоге, све се више и свестраније развијало и постајало све цењеније и са све више заинтересованих корисника. При том основна сврха је доследна заштита и унапређење приватне имовине у оквиру економских ентитета. Такође уз све то, иза првенствених и главних корисника финансијског извештавања у лику њихових приватних власника и њиховог менаџмента настају бројни други заинтересовани корисници тога (стејкхолдери). А веома је значајан и редослед приоритета следећих седам група других корисника:

1. инвеститори (постојећи и потенцијални);
2. узајмљивачи (постојећи и потенцијални);
3. добављачи и други повериоци (постојећи и потенцијални);
4. запослени у економском ентитету и њихови синдикати;
5. купци (постојећи и потенцијални);
6. државни органи и њихове агенције;
7. јавност (локална и шира, као и невладине организације и удружења).¹

Могло би се приметити да је заинтересованост државних органа, углавном ограничена за овакво финансијско извештавање да служи као извор података за статистичку обраду и с тим у вези прописане су у складу са IV директивом Савета садашње Европске Уније четири могуће верзије биланса економских ентитета.²

У вези са поменутиим развојем теорије и праксе финансијског извештавања повезаног са економским ентитетима веома је значајно настајање, почев од друге половине XIX stoleћа наовамо, не-

колико облика припадника рачуноводствене професионалне елите, независних овлашћених рачуноводствених ревизора, универзитетских наставника рачуноводства и руководиоца рачуноводства великих, обично мултинационалних корпорација. Није нимало случајно што су се они у привредно најразвијенијим нормалним државама света са нормалним привредама нашли у самом врху друштва својих земаља. Упоредо са овим текло је професионално организовање рачуновођа, прво у оквиру привредно развијенијих земаља, негде и регионално, док данас постоји и у глобалним размерама, пре свега, као Међународна федерација рачуновођа са значајном, разуђеном професионалном регулативом финансијског извештавања економских ентитета, непрекидно усавршаваном. Како су Уједињене нације само извршиле кораке на успостављању статистичке једнообразности, у условима глобализације, неопходна једнообразност и стандардизација финансијског извештавања економских ентитета препуштени су професионалној регулативи Међународне федерације рачуновођа. Она је доследно заснована на врхунским достигнућима теорије и прогресивне праксе финансијског извештавања економских ентитета у привредно најразвијенијим земљама, чија је континуирана основа неприкосновеност приватне својине.

Насупрот изложеном, у земљама од којих су неке континенталних размера, многе су изгубљене деценије због идеолошких утопија, заблуда и гомиланих предрасуда, биле окончане углавном самоуправљањем њихових националних привреда. У међувремену, по самој природи ствари, финансијско извештавање њихових економских ентитета било је чисто формално, а суштински обесмишљено, а кроз законску регулативу, третирано као претежно, или чак искључиво као обавезе према држави, без истински заинтересованог корисника. Последица свега, да су чак извршене реприватизације економских ентитета у већем броју таквих земаља, још увек су одраз лутања и изостанка правне улоге финансијског извештавања економских ентитета, па се то повећава у недоследностима у вези са њиховом стандардизацијом.

3. Узроци и последице претходних неразумевања, несхватања и неприхватања

У свакој земљи у којој је долазило до прекида нормалног пословања економских ентитета, као последица завођења тоталитарне владавине, већ у

1) Према Geoff Black: *Introduction To Accounting, Pearson Education Limited* Harlow, Essex CM-20 2 JE England 2000, s. 2-3

2) Prof. Dr Marko Petrović: *Entemporarx Accounting and Financial Problems in Yougoslavia, Zbornik referata 24. Simpozij v Svo bodnih metodah v računovodstvu i poslovnih financah 1992.*

зависности од степена достигнутог привредног развоја постојао је, у тренутку промене, већи или мањи број стручњака и практичара, упознатих са теоријом и праксом нормалног финансијског извештавања у фирмама и о фирмама, као и како се оно нормално користи. Посебно, у условима укнуте приватне својине, ова њихова знања и умећа постајала су преко ноћи беспредметна. Њихове могућности свеле су се на описивање свакојаким волунтаристичких експеримената политичких моћника, законски наметнутих тобоже самосталним економским ентитетима на извршавање, заједно са законски регулисаном обавезом према држави. Када је реч и о финансијском извештавању они нису могли и смели да преносе новостасвајућим нараштајима своја истинска теоријска знања и практична искуства, што је истинско финансијско извештавање и ко су његови природни корисници, на који начин и у коју сврху. А и нови нараштаји, по линији мањег отпора, нису били редовно заинтересовани да се упознају са нечим што нема перспективу примене и коришћења. И што су били тешње и јаче повезани и успешни у савлађивању утопијске теорије и праксе, а посебно у својој професионалној каријери и успеху у друштву, то су били више, добрим делом без сопствене кривице робови и жртве заблуда и предрасуда. Томе је свакако допринело и површно познавање стварног стања у привредно развијенијим капиталистичким земљама, где су сасвим ретки изузеци међу рачуновођама имали прилику за систематичније образовање у вези са тим како практично функционишу њихови успешнији економски ентитети, па су чак и ретка учешћа на стручним скуповима у иностранству, за многе била значајнија ради шопинга. Као што је познато - да је потребно много знати како би се могло схватити колико се не зна - када је после урушавања дотадашњих привреда у тоталитарним државама, административно дошло до реприватизације, овакви кадрови могли су само да стварају нове проблеме, подсвесно жалећи за временом када су и стручно били доминантни, захваљујући првенствено политичком залеђу у једнопартијској држави, или су пак користили припадништво у некој од владајућих партија у новим условима, као ново залеђе.

Међутим, не случајно, већ објективно, у савременим условима професионална међународна, недржавна регулатива, показала је своје преимућство над државним регулисањем финансијског извештавања економских ентитета. Док су Уједињене нације непосредно прихватиле да регулишу једнообразност статистичких приказивања, дотле је регулисање финансијског извештавања економских ентитета остало у сфери регулисања међународне приватне професионалне институције каква је Међународна федерација рачуновођа (IFAC). Наиме, пошло се од логичке пре-

мисе да је поједностављење, олакшање и што већа поузданост у међусобном разумевању пословног финансијског извештавања, пре свега и надање у интересу самих економских ентитета, те да је стога целисходније препустити да међународно регулисање тога буде изван надлежности инхерентног бирократизма државне администрације, неизбежно и на међународном нивоу, у светским размерама.

Уместо непосредног законског наметања примене и коришћења међународних стандарда финансијског извештавања економских ентитета пробитачније је то учинити посредно обавезивањем од стране институција какве су берзе, комисије за хартије од вредности, финансијске институције, да се обави независна рачуноводствена ревизија, што подразумева примењивање оваквих стандарда. Дакле, ради се о схваћеној користи и задовољавању потребе и самог економског ентитета, уместо пуког извршавања једне наметнуте обавезе од стране државе, у име њеног патерналистичког односа. Уосталом, исти је случај и са самим вођењем књиговодства економског ентитета, није ли то изворно, примарно и углавном потреба самог појединачног економског ентитета, или је то њему наметнута обавеза према држави у сврху контроле његовог пословања од стране државе, као брижне мајке, у име наводно његовог добра. А у суштини своди се на тражење изговора за посао увек зато спремне бирократске државне администрације и то у име неког апстрактног јавног интереса, не схватајући да би једино прихватљиво оправдање могло и смело да буде заштита приватне својине власника приватних фирми, када и ако савесно послују, препозната као јавни интерес.

4. Сажети коментар написа аутора у априлском броју Привредног саветника са гледишта изложених неразумевања, несхватања и неприхватања нормалне сврхе и улоге финансијског извештавања економских ентитета у Србији

16. *Јер нико не меће нове закрпе на стару хаљину, јер ће закрпа одадријети од хаљине и гора ће рупа бити.*
17. *Нити се сипа ново вино у мјехове старе: иначе се продру мјехови и вино се пролије, и мјехови пропадну. Него се сипа вино ново у мјехове нове, и обоје се сачува.*

(члан 9 Светог Јеванђеља по Матеју)

Нема никакве сумње да глобализација представља крупну и битну промену услова пословања економских ентитета широм наше планете.

Исто је тако неоспорна веома велика зависност економских ентитета Србије, из низа разлога, и када су у питању њихове набавке или продаја од размене са економским ентитетима широм света. Најзад, без обзира на њену развученост и алкаво и неодговорно спровођење, реприватизација у Србији представља такође крупну и битну промену у односу на деценијама укинута и забрањена приватну својину економских ентитета и уопште, без обзира на њену недовршеност.

Према томе, припадници свих нараштаја економиста, укључујући рачуновође које су се образовале и стицале искуство у битно другачијим условима до скоро, без своје личне кривице, постали су жртве битно промењених околности пословања, од оптерећености заблудама и предрасудама из дугог периода који претходи данашњем, утолико више уколико су били успешнији и у једностраном образовању и током касније каријере. Ово нарочито ако и уколико нису имали прилику да се дуже, систематски и успешно образују у некој привредно развијеној земљи, где влада неприкосновеност приватне својине, учествују у радним телима, неке међународне рачуноводствене асоцијације и/или да се боре и свестраније упознају са праксом пословања економских ентитета из такве земље.

Последице, оваквог објективног стања ствари у нашој земљи су очигледно крајње незадовољавајући резултати пословања огромног броја економских ентитета, већ одавно континуирано, као и потпуни фијаско када је реч о законском регулисању финансијског извештавања економских ентитета у постојећем Закону о рачуноводству и ревизији. Разуме се, увек је присутан и субјективан моменат, као и лични мотиви и интереси, па постоје и изузеци који потврђују правило, али надасве то тако наилазе припадници нових, свестраније образованих нараштаја, те зато нада умире последња.

Међутим, како се у напису, о коме је реч, доследно прво казује једно лакирано представљање иначе врло лоше прошлости, тиме је већ угрожено њено превазилажење и тако ометен у правом правцу корак у бољу будућност. Уз то је наша садашњост још увек оптерећена многим заблудама и предрасудама. Стога се намеће покушај да се укратко укаже у чему леже и шта су узроци и последице тога и каква је улога у томе датог написа.

На почетку овог написа не штеде се ласкаве речи и изрази дивљења за творце Југословенских рачуноводствених начела и стандарда, којима према аутору написа, „слободно се може рећи, могу позавидети аутори директива ЕУ и Међународних рачуноводствених стандарда“. На жалост, чињенично стање је другачије. Вишегодишњи

рад само формално постојеће групе због њеног несталног састава чије је једино стално језгро опстајало у саставу проф. др Иван Турк, проф. др Радивоје Тепшић и потписани, као и секретар, др Стеван Мезнарић, на рачуноводственим начелима вољом тадашњих моћника није био усвојен на III конференцији рачуноводствених и финансијских радника Југославије, марта 1986. године, него тек три године касније. Тек на основу захтева последње мисије Светске банке у другој Југославији, да се, између осталог, образује независна рачуноводствена ревизија, приступило се, уз обећану финансијску потпору, изради првих рачуноводствених стандарда. У оквиру припреме за ово потписан је и послат примерак у Лондон од стране садашњег Савеза рачуновођа и ревизора Србије и успостављен је контакт са Комитетом за Међународне рачуноводствене стандарде и вратио се са два примерка њиховог првог извања. За извршење задатка израде рачуноводствених стандарда, почетни састав Комисије, тадашње Савезне асоцијације рачуновођа, био је проф. др. Иван Турк, Никола Думић, директор Дирекције економско финансијске ревизије и потписани. Почетна дилема била је да ли користити прве међународне рачуноводствене стандарде, чији је први превод, можда, бар неких од њих, интерно постојао у Оквиру Службе друштвеног књиговодства Југославије, или сачинити домаће. Разрешена је одлуком за потоње, изјашњавањем првих двају наведених чланова Комисије. Аргумент проф. др Ивана Турка је био да већ усвојени део II Начела о рачуноводственом исказивању економских категорија, чијег је изворног текста он био аутор, већ садржи неке елементе рачуноводствених стандарда, што ће омогућити једноставније и лакше извршење иако је вероватно капиталистичко порекло међународних рачуноводствених стандарда и интерни статус већ преведених, вероватније играо своју улогу. Начелан став потписаног био је да искључиво сама природа међународних рачуноводствених стандарда и улога олакшане пословне комуникације у светским размерама указују на њихово апсолутно преимућство. Међутим, прихватио је реалност и одлуку већине и чак је образложио њихово усвајање првог дела у пролеће 1991. и другог почетком 1992, пред надлежним органом Савезне асоцијације, први пут у њеном пуном, а други пут већинском саставу.

Наводни аргумент у напису залагања за националне рачуноводствене стандарде у Србији, дугим применом националних у Словенији, сам је аутор написа иначе елиминисао, можда чак нехотице уметнутим речима у првом делу своје реченице: „па све до скоро“. На жалост, није тачно, иако је тако својевремено вероватно могла изгледати из функционерске визуре, тврдња: „Овде је место да се јасно каже да смо у тим 80-тим годи-

нама прошлог века имали рачуноводствене и финансијске експерте који су могли да се у стручном смислу мере са светским“. Наслеђених угледних рачуноводствених стручњака из Прве Југославије више није било, а новонастале, после 1945. године, ако нису имали прилику за инострано школовање и/или стварну праксу, у и са иностраним економским ентитетима и друго слично искуство, једноставно би било неприхватљиво успоређивање са светским. А изузетака, тешко да је било довољно за свих десет прстију обе руке. Тачно је из написа, постојала је супериорност рачуноводствене теорије и праксе Друге Југославије у односу на то у земљама какве су биле Мађарска, Бугарска, Румунија, Албанија, па и Пољска, Чешка и друге сличне у то доба. Иако је реалније ако би се рекло да смо били доста мање слаби у односу на побројане земље, као уосталом тада и у другом погледу.

У вези са озакоњивањем међународних стандарда финансијског извештавања код нас, у напису је начињена вишеструка збрка. Прво је, што се сматра само по себи да је нормално и обавезно да ово уопште буде предмет законске, уместо професионалне регулативе. Наиме, целисходније је ово елегантније посредно решити тако што би годишњи финансијски извештаји ваљало да буду предмет обавезне независне рачуноводствене ревизије, не ради неке додатне државне контроле, поред оне финансијске полиције, него искључиво ради заштите приватне својине власника капитала и других заинтересованих, уколико савесно послују. Самим тим било би избегнуто стварање проблема око коришћења и пуне примене међународних стандарда финансијског извештавања, где то није текуће потребно или могуће.

Што се тиче позивања на регулативу Европске уније, оно је по много чему оправдано, не да би испунили формално услове за чланство и/или илузије да ће се лако добити бесповратна средства, него да Србија постане организованија земља са много тога другог позитивног што је постигнуто од стране њених успешнијих чланица. Ово, ипак не вреди обавезно за регулисање финансијског извештавања, с обзиром на то да економски ентитети Србије имају потребу за што једноставнијим и лакшим пословним комуницирањем и са својим постојећим и/или потенцијалним пословним партнерима из земаља као што су Руска Федерација, Сједињене Америчке Државе, Кина, Индија, итд, а не само оним из 27 чланица Европске уније.

Што се тиче законске регулативе финансијског извештавања економских ентитета у Хрватској, њу покрива такође ауторитет регулативе Европске уније, а питање је и да ли је одговарајућа рачуново-

дствена асоцијација из те земље уопште члан Међународне федерације рачуновођа.

О лошем својевременом бирократском залетању са законским обавезивањем, да сви економски ентитети, без обзира на величину и значај, обавезно примењују Међународне рачуноводствене стандарде, где је права слабост била пре свега лоше третирање вођења књиговодства и начин на који се то чини, као законске обавезе према државном органу, а не задовољавање потребе власника и других стејкхолдера. А исто вреди и за обавезну ревизију, а тиме посредно када су у питању стандарди финансијског извештавања.

Језик јесте и био је препрека за све који се руководе слоганом: говори српски да те цео свет разуме. Али данас је у Европској унији, на коју се аутор толико у напису позива, уобичајено да се и изван Уједињеног Краљевства и Ирске енглески језик не сматра страним. Проблем у ствари лежи у томе што су после дугогодишњег дисконтинуитета и једностраног идеолошког образовања низа нараштаја после 1945. године многе категорије и феномени привређивања постали у Србији туђи и непознатог значења и уместо да се капа прилагођава глави, демагошки се залаже да се глава прилагођава капи.

Изговарање да постоје многе домаће специфичности због транзиције стручно подсећа на изговарање за многе промашаје и грешке, који су правдани специфичностима социјалистичког самоуправљања, а у ствари се радило о незнању, бахатом волунтаризму и томе слично. Огледало није никада криво, ако је слика искривљена и ружна, па су вештачки створени проблеми тобоже финансијског извештавања, а проистичу из лошег законског регулисања нечега, што финансијско извештавање само региструје.

Закључак

У доба информатике, иначе значајно финансијско извештавање економских ентитета достигло је врхунски значај, а његови најпапетнији посленици исто толики друштвени углед. Зашто ово није још тако у Србији, бар делимично се пружа одговор увидом у овај напис аутора. Наиме, залагање у њему да се уместо коришћења и примењивања Међународних стандарда оваквог извештавања сачине и користе национални, домаћи рачуноводствени стандарди, вишеструко је назадно. Тиме се, пре свега не схвата, не разуме и не прихвата сама суштина сврхе и улоге стандарда финансијског извештавања у доба глобализације. Ово је посебно неприхватљиво за мању земљу, каква је Србија, због неопходности да њени економски ентитети што више послују и стога и ко-

муницирају са својим партнерима широм света. Управо једино примењивање Међународних стандарда финансијског извештавања поједностављује, олакшава и чини поузданијим овакво комуницирање док има преимућства и у оквиру Србије.

Узроци и разлози што се ово примењивање не остварује довољно и доследно и што се чак појављују залагања да се уместо међународних стандарда користе и примењују национални рачуноводствени стандарди финансијског извештавања су разноврсни, као и тобожњи разлози за то. Узроци су укидање и забрана приватне својине економских ентитета и њена забрана у нашој земљи током многобројних деценија, од 1945. године до скоро, чиме је елиминисан неопходан чинилац сваког извештавања, заинтересованих корисника. Последице су настајање и гомилање заблуда и предрасуда због идеолошки једностраног образовања и праксе, чиме су оптерећени без своје личне кривице бројни нараштаји све до данас и управо то и пружа могућност залагања за враћање уназад, не само да буде учињено, него и опасно да нађе одзива и тако омета неопходан напредак ради превазилажења наслеђа лоше прошлости и обезбеђења боље будућности. У напису о коме је реч аутор се служи нетачностима и полуистинама што се тиче Југословенских рачуноводствених начела и стандарда, као и стварног нивоа тадашње теорије и праксе финансијског извештавања, иако је она заиста била знатно мање слаба од оне у земљама такозваног социјалистичког лагера. Постоје и демагошке непримерености што се тиче међународних стандарда финансијског извештавања економских ентитета, а у корену свега налазе се неразумевање, несхватање и неприхватање да у нормалним државама и нормалним привредама са приватном својином економских ентитета и уопште да примарна и главна сврха и улога књиговодства, односно рачуноводства није да представља обавезу економских ентитета према државним органима ради контроле њиховог пословања, него да служи заштити приватне својине и интереса власника економских ентитета и других стејхолдера, ако и

уколико савесно послују, с обзиром да се управо ово сматра у јавном интересу.

Објективне разлике између оног што је било у нашој земљи док је постојала забрана приватне својине и оног што би морало бити последица реприватизације, а у светским размерама до глобализације и после тога, толико су огромне, а у случају Србије појачаног деловања због њеног припадања мањим земљама са оскудним изворима нафте и гаса, да свако залагање за самоизолацију и ограничења и када је реч о законском регулисању финансијског извештавања, има драстично штетне последице и то је битно обележје написа о коме је реч. Апсурдно је када је реч о МСФИ и другим стандардима једноставно превидети претходне очигледне узроке и разлоге промашаја, као и када је реч о било ком извештавању лика и улоге главног корисника, као и у коју првенствену сврху се законски регулише вођење књиговодства и/или рачуноводства економског ентитета.

Коначно није лако и једноставно, нарочито после стеченог образовања у пракси у битно различитим околностима, подвргнути се напору допуњавања образовања и стицању по много чему новог искуства, посебно професионалног, али то је једноставно императив, а свако друкчије залагање, из било којих побуда само је заваривање, а законска регулатива у нормалној држави последња би смела да буде саучесник у томе.

Литература

1. проф. др Иван Турк, проф. др Марко Петровић: *Кодекс рачуноводствених начела и Кодекс пословно-финансијских начела са коментаром*, издавач: Савез рачуноводствених и финансијских радника Југославије, Београд 1989. године
2. Рачуноводствена начела, Југословенски рачуноводствени стандарди, Кодекс професионалне етике рачуновођа, треће издање Савез рачуновођа и ревизора Србије, Београд 1986. године

др Владе
МИЛИЋЕВИЋ*

Конкурентно управљање трошковима помоћу концепта ланца вредности

Резиме

У тренутку када су предузећа и њихови менаџери почели да поклањају много више пажње збивањима у окружењу, захтевима купаца и потезима конкуренције, постало је јасно да и управљање трошковима мора изаћи из оквира предузећа у којима се годинама налазило. Као последица тога, уместо расправе о бројним концептима конвенционалног управљања трошковима, у новијој стручној литератури све више се говори о неопходности развијања концепта конкурентног (или стратешког) управљања трошковима. Иако у стручној литератури до данашњег дана није усвојен јединствени поглед на то шта концепт конкурентног управљања трошковима треба да обухвата и у којим правцима треба да се развија, у овом напису уложен је напор у то да се конкурентно управљање трошковима представи као заокружени концепт кроз Портеров ланац вредности који се сматра једним од важнијих инструмената у стратешком управљању, нарочито у домену стварања одрживе конкурентске предности.

Кључне речи: Стратешко управљање, конкурентске стратегије, конкурентно управљање трошковима, индустријски ланац вредности, интерни ланац вредности, анализа активности, узводне и низводне везе, изазивачи трошкова, стицање и дугорочно одржавање конкурентске предности.

Увод

Постизање натпросечне дугорочне профитабилности у условима променљивог производног и конкурентског окружења претпоставља обликовање пословних стратегија срачунатих на постизање и очување конкурентске предности у прилично дугим временским интервалима. У складу са темељима које је у стратешкој анализи поставио Мајкл Портер, постоје три могућа стратешка приступа, односно три генеричке

стратегије: стратегија лидерства у трошковима, стратегија диференцирања производа и стратегија фокусирања. Стратегија лидерства у трошковима скопчана је са опредељењем предузећа да постане произвођач са најнижим трошковима у грани којој припада. Такав ефекат је могуће постићи захваљујући виспреном коришћењу погодности које обезбеђује економија величине, затим захваљујући унапређењу ефикасности, елиминацији непотребних трошења као што су она у области истраживања и развоја, маркетинга,

*) Ванредни професор Економског факултета Универзитета у Београду

сервисирања и сл. и, коначно, захваљујући чврстој контроли трошкова у свим сегментима пословног живота фирме. Стратегија диференцирања производа има свој ослонац у имиџу, дизајну, квалитету и иновацијама производа, развијеним продајним мрежама, експедитивном снабдевању купаца, садржајним, брзим и квалитетним постпродајним услугама и сл. Коначно, стратегија фокусирања темељи се на једној од претходних двеју стратегија и радије се примењује на одабраним сегментима, тј. нишама него на читавим тржиштима.

У вези са наведеним генеричким стратегијама, треба приметити барем три важне ствари.

Прво, не треба правити круту поделу предузећа на предузећа диференцијаторе и предузећа - трошковне лидере, због тога што су данас готово све успешне компаније и једно и друго. То не треба да чуди јер се показало да је мултипликована конкурентска предност тешка за копирање и да предузећа по основу такве предности могу убирати значајне финансијске плодове у дугом низу пословних година.

Друго, без обзира на генеричку стратегију коју предузеће одабере, оно мора рачунати са тиме да ће изборљиви и прилично обавештени купци захтевати да користи од понуђених производа надмаше захтеване цене, иначе они у супротном неће куповати производе односно предузећа. У вези са тим предност у односу на конкуренте може се остварити понудом веће вредности за купце, затим нижим ценама или обезбеђивањем увећаних користи које оправдавају захтеване више цене. Све ово заправо значи да било који метод диференцирања производа мора бити вреднован из перспективе купаца; перформансе од тог диференцирања морају бити доведене у везу са перформансама које остварују конкуренти форсирањем сличних метода и, коначно, изабрани метод диференцирања производа мора бити одржив у дужем низу узастопних временских периода. У супротном, сасвим сигурно ће изостати толико жељени конкурентски успех на тржишту.

Коначно, треће, и за нас овде најбитније запажање јесте да усвајање било које генеричке стратегије не отклања проблем трошковне ефикасности предузећа. Напротив, ма којим путем кренули и ма која средства одабрали да би стигли до утврђених циљева, предузећа и њихови менаџери не могу заобићи проблем пажљивог управљања трошковима. У вези са тим треба приметити да се решавање овог проблема у данашњим околностима мора заснивати на радикално измењеним основама. Наиме, уместо

традиционалне интроспективности управљања трошковима, управљачке рачуновође морају заједно са менаџерима изаћи ван оквира предузећа, предвидети структуру трошкова конкуренције, мерити у релативним терминима износе и промене њихових трошкова и, на крају, морају открити начине који ће омогућити предузећу редукацију трошкова кроз партнерско повезивање са добављачима, дистрибутерима и купцима.

Полазећи од претходног закључка чини нам се да се од менаџера данас очекује да овладају вештинама конкурентног управљања трошковима. Ово нимало не треба да чуди јер су намеравани или/и учињени пословни потези конкуренције одавно постали исходиште за већину стратешких и тактичких одлука многих предузећа, док су остварења конкуренције постала реперне тачке које се морају што пре достићи и по могућности пребацити. У складу са тим, уколико неко предузеће жели да развије и одржи вођство у трошковима или/и диференцираност у односу на непосредне ривале на читавом тржишту или неком његовом сегменту, оно мора боље од њих управљати сопственим активностима. Један од најречитијих сигнала који указује на то свакако јесте одговор на питање да ли су трошкови предузећа конкурентни трошковима постојећих и потенцијалних ривала.

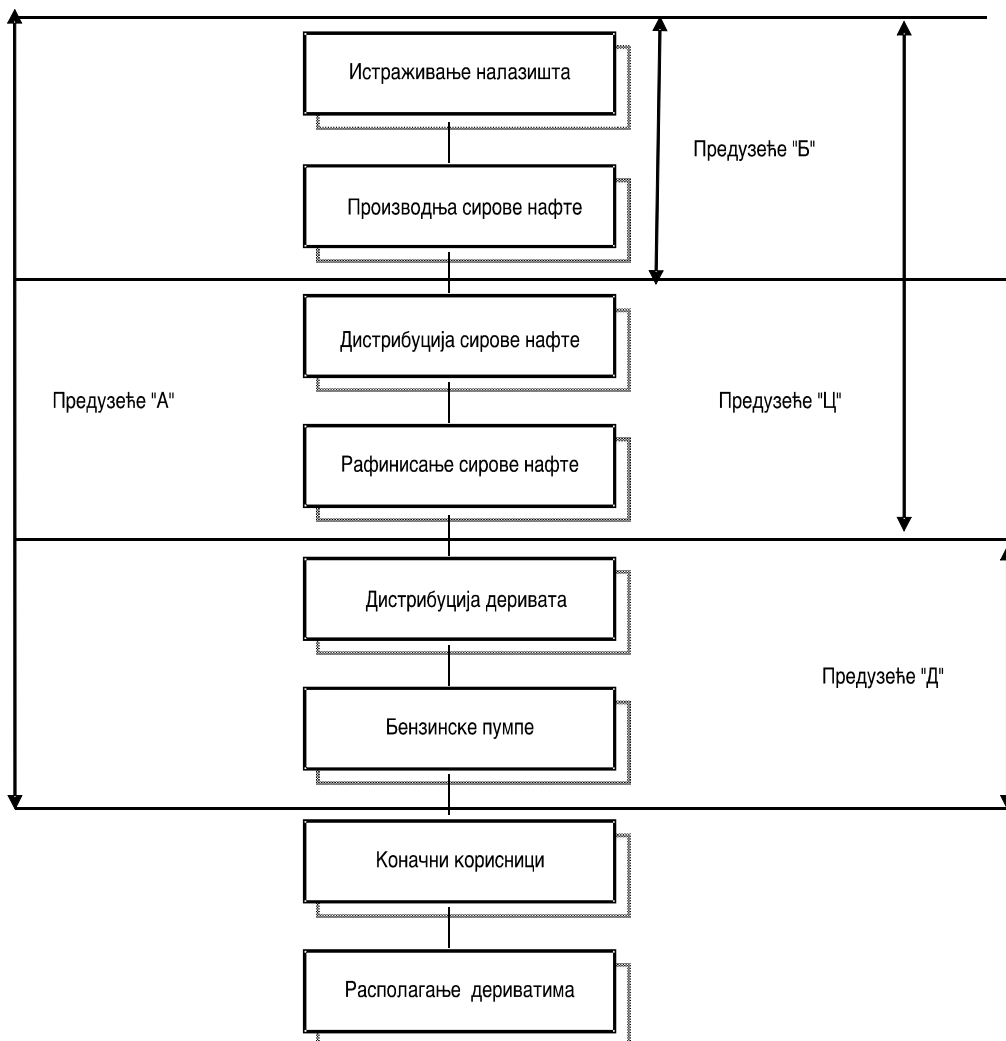
Практична искуства све до почетка овог века показују да менаџмент не може очекивати неку значајну подршку конвенционалног управљања трошковима у добијању одговора на претходно постављено питање, због тога што конвенционално управљање трошковима има наглашен интерни фокус. У складу са тим, оно претежно гледа ка унутрашњости предузећа, тј. ка његовим пословним функцијама, процесима, организационим деловима и производима. Као последица тога, конвенционална анализа трошкова бави се сепаратном и периодичном анализом трошкова појединих активности, тј. функција предузећа, при чему превиђа да постоје везе између њих, а отуда и везе између њихових трошкова. Надаље, циљеви конвенционалног управљања трошковима су вишеструки, специфични и углавном краткорочни. Да се подсетимо, конвенционална анализа трошкова треба да омогући, када се за тим укаже потреба, употребу информација о трошковима за потребе обрачуна пословног резултата, за потребе планирања и контроле, политике цена, алтернативног пословног одлучивања и за потребе мотивисања и награђивања. Упоредо са свим овим, само конвенционално управљање трошковима засновано је на тзв. концепту додате вредности који у први план истиче значај максимизовања разлике (додате

вредности) која настаје између укупних набавки и укупних продаја, претпостављајући да је то једини начин на који предузеће може утицати на свој профит.

Међутим, наставак примене овог концепта у стратешком управљању може навести менаџере на веома опасне странпутице из најмање два разлога. Прво, концепт додате вредности превише касно стартује, због чега касни и конвенционално управљање трошковима. Наиме, пошто конвенционална анализа трошкова отпочиње тек обухватањем плаћања за учињене набавке, она објективно није у стању да истражи све могућности повећања профита кроз успостављање блиских веза са добављачима. И, друго, концепт додате вредности се сувише рано завршава. Као последица тога конвенционална анализа трошкова се окончава продајом производа тако да објективно није у могућности да истражи како се непосредније повезивање са

купцима може одразити на профитабилност предузећа. У том смислу надамо се да ће наша излагања у наставку показати да односи предузећа са добављачима и купцима нису ни у ком случају игра без резултата, већ је то игра у којој све стране могу имати препознатљиве увећане користи.

Конкурентно управљање трошковима у вези са свим претходно реченим доноси суштинске промене које проистичу из основног циља који се пред њега поставља. Да се подсетимо, основни циљ конкурентног управљања трошковима јесте осветљавање релативне трошковне позиције предузећа и омогућавање континуиране употребе информација о трошковима за развој и идентификавање супериорних стратегија које ће произвести дугорочно одрживу конкурентску предност. Имајући у виду да конкурентна (неки је са правом називају и стратешка) анализа трошкова треба да осветли релативну трошковну позицију предузећа и да у вези са тим открије начине



Слика 1 - Ланац вредности индустрије за прераду нафте

стицања одрживе конкурентске предности, њен фокус мора бити екстерни, а не интерни. Надаље, пошто конкурентно управљање трошковима треба да омогући употребу информација о трошковима за потребе доношења стратешких одлука, мора се континуирано спроводити у прилично дугом низу узастопних временских периода. Због свега тога конкурентно или стратешко управљање трошковима, за разлику од оног конвенционалног, мора бити постављено тако да прати трошкове који настају у појединим фазама процеса стварања вредности чији је предузеће само један део. Судећи по свему овде наведеном, основно аналитичко средство конкурентног управљања трошковима треба да постане Портеров концепт ланца вредности који може да обезбеди не само дуго тражени екстерни фокус, него и отклон од концепта додате вредности који се из стратешке перспективе сматра опасно ограниченим концептом.

1. Основе концепта ланца вредности

Као што смо у уводу овог написа констатовали, Портер је у стручној литератури, између осталог, остао упамћен по тврдњи да предузећа могу остварити предност на тржишту обезбеђивањем веће вредности за купце по истим трошковима или обезбеђивањем еквивалентне вредности уз ниже трошкове од конкуренције. У вези са тим Портер је такође исправно запазио да трагање за стратегијом лидерства у трошковима и стратегијом диференцирања претпоставља да менаџери морају веома добро разумети активности које доприносе обликовању ових стратегија. Данас нам је познато да се такве активности могу објединити у форми индустријског ланца вредности чија адекватна анализа може прилично тачно показати у којим његовим деловима и на којим местима је могуће повећати вредност за купце, а на којим местима је могуће смањити трошкове обезбеђивања те вредности.

Полазећи од Портеровог запажања да активности које се предузимају на плану стварања вредности обично отпочињу прибављањем сировина, а завршавају се испорукама готових производа и услуга коначним купцима, у наставку дајемо приказ једног ланца вредности који може послужити као основа за наставак приче о основама конкурентног управљања трошковима.

Као што се може видети, овај приказ ланца вредности базира се на хипотетичком примеру индустрије за прераду нафте. У том смислу, истраживање налазишта, производња сирове

нафте, дистрибуција сирове нафте, рафинисање сирове нафте, дистрибуција деривата и испорука деривата на бензинским пумпама су стратешки релевантне активности помоћу којих индустрија за прераду нафте “гради” производе вредне за коначне купце. Пошто све наведене активности изазивају трошкове, стварају приходе и користе одређена стална и обртна средства, могуће је за сваку активност квантификовати економску вредност коју је она створила. Међутим, обрачун те вредности за нас је овде од секундарне важности. Примарно је да размотримо како индустријски ланац вредности може помоћи предузећима да изграде и одрже конкурентску предност. Да бисмо то објаснили ми смо, једноставности ради, претпоставили да у читавој индустрији за прераду нафте постоје само четири предузећа која конкуришу једна другима у појединим фазама прераде сирове нафте. Као што претходно дата слика показује, међу тим предузећима могуће је препознати две различите групе предузећа. Прву групу чине потпуно интегрисана предузећа или тзв. велике нафтне компаније. Оне су у нашем случају представљене предузећем “А” које учествује у стварању вредности од истраживања и експлоатације налазишта, све до испоруке деривата коначним купцима на бензинским пумпама. Међутим, упркос њиховој величини, оваква предузећа обично нису у стању да на основу сопствене производње задовоље потребе огромних тржишта. Због тога су и нафтни гиганти принуђени да купују не само сирову нафту од многих других произвођача (као што су предузећа “Б” и “Ц” на нашој слици), него и готове деривате од предузећа која се баве њиховом дистрибуцијом (као што је предузеће “Д” у нашем случају). Све ово показује да менаџмент предузећа “А” мора водити рачуна о економској исплативости сваке фазе ланца вредности у којој његово предузеће учествује. Брига о свему томе може благовремено открити нове пословне могућности. На пример, резултати једне такве анализе могу показати да је за предузеће економичније да купује одређену компоненту од других произвођача и дистрибутера него да је само производи у сопственим погонима.

Упоредо са великим компанијама у индустрији за прераду нафте постоји још једна група предузећа која обухвата велики број тзв. уско фокусираних специјалиста. Наиме, ради се о мањим предузећима (на слици имају ознаке “Б”, “Ц” и “Д”) која су ексклузивно укључена у поједине сегменте ланца вредности као што су, рецимо, истраживање налазишта, производња сирове нафте, рафинисање, складиштење и испорука деривата коначним купцима. Међутим,

независно од тога што ова предузећа не учествују у целом систему стварања вредности за купце она ипак морају одлично познавати читав индустријски ланац вредности, због тога што и за уско фокусирана предузећа индустријски ланац вредности представља оквир у коме она треба да разматрају могућност стицања конкурентске предности. Тако, захваљујући познавању индустријског ланца вредности, поменута предузећа могу остварити увид у понашање трошкова и изворе диференцирања између било које две фазе (карике) ланца вредности. Коначне користи од свега тога могу бити, рецимо, у благовременом препознавању потребе за вертикалним интеграцијом (унапред или/и уназад) са подручјима која могу обезбедити побољшање конкурентности и повећање перформанси.

Надаље, важно је имати у виду да се свака вредносна активност одликује јединственим сетом изазивача трошкова, што представља једино право објашњење варијација њихових трошкова¹. Услед тога свака вредносна активност има јединствене изворе конкурентске предности. Да бисмо ово илустровали, вратимо се поново претходној слици. Наиме, она показује да се у појединим фазама индустријског ланца вредности свако предузеће суочава са различитим - конкурентима који имају различите изворе конкурентске предности. На пример, предузеће "Б" се у фазама истраживања налазишта и производње сирове нафте суочава са конкуренцијом предузећа "А" и предузећа "Ц". Оба ова предузећа у поменуте фазе ланца вредности улазе са различитим изворима конкурентске предности од предузећа "Б". Подсетимо се, за предузеће "А" рекли смо да је потпуно интегрисано, док је предузеће "Ц" уско специјализовано за производњу и рафинисање сирове нафте, па је отуда и логично да се извори њихових конкурентских предности морају разликовати. Сходно томе, предузеће "Б" које је, узгред буди речено, најуже фокусирано, може се ефективно такмичити са својим конкурентима само уколико разуме укупан ланац вредности и изазиваче трошкова који регулишу сваку вредносну активност у њему. У вези са тим, уколико се покаже да је, на пример, степен вертикалне интеграције кључни структурални изазивач трошкова производње сирове нафте - предузеће "Б" ће бити у озбиљном

конкурентском заостатку у односу на његове ривале на тржишту.

На претходној слици представљено је и да је свако предузеће у оквиру индустријског ланца вредности негде продавац, а негде купац. У вези са тим, обрачун процента укупног профита који ће бити подељен у свакој фази ланца вредности може помоћи у квантификавању релативне снаге купаца и добављача у појединим карикама. На пример, поређењем стопа приноса предузећа "Ц" и предузећа "Д" могуће је идентификовати њихову релативну снагу унутар фазе дистрибуције деривата, у којој је предузеће "Ц" добављач, а предузеће "Д" купац. Користи од оваквих обрачуна могу бити велике, пошто предузеће на овај начин може лако открити какве су могућности повезивања са добављачима и купцима у циљу смањења трошкова или/и побољшања диференцираности у односу на главне конкуренте.

Досадашња излагања јасно показују да у пракси не постоји предузеће које може самостално да затвори читав ланац вредности. У нашем случају то није пошло за руком ни потпуно интегрисаном предузећу "А". Као што се види, његова брига о вредности завршава се у тренутку када се на бензинским пумпама испоруче деривати коначним купцима који даље самостално располажу купљеним производима. Међутим, наша слика ланца вредности индустрије за прераду нафте показује да су коначни купци и располагање производима једнако важне карике у том ланцу. Због свега тога далеко је практичније гледати на предузеће као на саставни део већег сета активности у оквиру система испоруке вредности коначним купцима. Другим речима, фирмин тзв. интерни ланац вредности уграђен је у већи систем вредности који обухвата ланац вредности добављача и ланац вредности купаца². Због те чињенице предузеће мора континуирано водити рачуна не само о томе како обавља сопствене активности, већ и о томе како се те активности уклапају у ланац вредности добављача и ланац вредности купаца. Такође, треба имати на уму да не постоје два предузећа, чак ни у оквирима исте индустрије, која се такмиче на истим тржиштима са потпуно истим добављачима, због чега је глобални ланац вредности јединствен за свако предузеће³. Логика коју сугерише индустријски ланац вредности јесте да,

1) Наведено према Lord, B., "Strategic Management Accounting" in *Issues in Management Accounting*, ed. by Hopper, T., Northcott, D., Scapens, R., Prentice Hall, London, 2007, pp. 148-149.

2) Овде намерно не помињемо ланац вредности канала дистрибуције, пошто се он алтернативно појављује као део система вредности уколико предузеће нема развијену продајну мрежу. Више о томе погледати у књизи: Hilton, R., Maher, M., Selto, F., *Cost Management: Strategies for Business Decisions*, McGraw-Hill/Irwin, New York, 2003, p. 11.

3) Shank, J., Govindarajan, V., *Strategic Cost Management: The New Tool for Competitive Advantage*, The Free Press, New York, 1993, p. 50.

без обзира у ком нивоу је неко предузеће укључено у креирање вредности коначним купцима, стварање и одржање конкурентске предности треба изграђивати на разумевању читавог индустријског ланца вредности, а не само дела у коме дато предузеће учествује.

Претходно сугерисани концепт ланца вредности треба да омогући предузећу да лакше идентификује његове стратешки релевантне активности и да их што успешније уклопи у систем вредности који се образује на нивоу припадајуће индустрије. Да би се то постигло, потребно је разумети две ствари. Прво, активности које стварају вредност комплексно су повезане и међусобно зависне. Друго, у повезивању вредности активности крију се неслућене могућности диференцирања и смањења трошкова предузећа. У складу са тим, унутар индустријског ланца вредности морају бити идентификоване и искоришћене интерне и екстерне везе које очигледно постоје између активности које стварају вредност. Интерне везе одражавају повезивање активности унутар интерног ланца вредности предузећа, док екстерне везе одражавају повезивање активности предузећа са активностима његових добављача и купаца. У вези са овим истичемо да, уколико предузеће игнорише постојање интерних и узводних (*upstream*), односно низводних (*downstream*) веза на које указује концепт ланца вредности, његове маневарске способности, када је у питању стварање и одржавање конкурентске предности, биће опасно редуковане. Уместо тога треба увек имати на уму да не само добављачи и купци, него и добављачи добављача и купци купаца имају профитне марже које су веома важне за идентификовање и разумевање трошковне и диференцијалне позиције предузећа, због тога што на терет коначног купца падају све профитне марже које постоје целом дужином индустријског ланца вредности. Међутим, да би се уопште могле експлоатисати интерне и екстерне везе, неопходно је унутар интерног ланца вредности идентификовати и издвојити активности које могу бити коришћене за стварање и одржавање конкурентске предности. Да би се та селекција у стварности направила, потребно је располагати одговарајућим информацијама о креираној вредности, трошковима и факторима који “вуку” трошкове сваке активности предузећа засебно.

2. Анализа активности предузећа

У новијој стручној литератури бројни аутори сугеришу да за потребе стратешке анализе све активности које стварају вредност треба поделити у две велике групе. У прву групу треба да буду укључене тзв. организационе активности које, као што им и само име говори, одређују организациону структуру и пословни процес предузећа. У оквиру њих потребно је препознати структуралне и процедуралне, тј. извршне активности. Структуралне активности наглашавају економску структуру предузећа и могу обухватати, на пример: изградњу фабрике, избор и структурирање менаџмента, избор и распоређивање радника, избор и употребу процесне технологије, вертикално интегрисање и сл. Насупрот томе, процедуралне активности ближе дефинишу пословни процес и опредељују тзв. извршне способности предузећа. То могу бити, рецимо, обезбеђивање капацитета, обезбеђивање адекватног распореда унутар фабрике, упошљавање радника, обезбеђивање квалитета, дизајнирање и производња производа итд. Друга велика група активности у предузећу обједињује тзв. оперативне активности. Ради се о активностима које се свакодневно предузимају у предузећу, а њихов број и природа одређени су избором структуралних и процедуралних активности. У ове активности могу се сврстати, на пример, активности које се спроводе приликом припреме и подешавања машина, пријема и провере материјала, склапања делова, контролисања готових производа, тестирања нових производа, испоруке производа купцима, сервисирања и сл.

Међутим, поставља се питање да ли обе групе наведених активности треба да буду предмет интересовања конкурентног, односно стратешког управљања трошковима. Веома често у стручној литератури може се срести дефиниција која описује предузеће као скуп људи који се удружују ради лакшег остваривања индивидуалних циљева. Полазећи од тога да су запослени коначни изазивачи дугорочних трошкова, могло би се закључити да начин на који је организовано предузеће доминантно утиче на дугорочну структуру његових трошкова⁴. Пошто се конкурентно управљање трошковима у основи базира на дугорочној анализи трошкова, то се у његовом фокусу интересовања морају наћи организационе (дакле, структуралне и процедуралне) а не оперативне активности предузећа. Као последица тога изазивачи трошкова организационих активности играју виталну улогу у

4) Наведено према напису Shields, M., Young, M., “Effective Long-Term Cost Reduction: A Strategic Perspective”, *Journal of Cost Management*, 1992, vol. 5, no. 3Op. cit., p. 20.

било којој стратегији чији је циљ смањење трошкова. Међутим, из овога не треба извести погрешан закључак - да оперативне активности предузећа немају никакав стратешки значај. Напротив, пошто организационе активности дефинишу оперативне активности, анализа оперативних активности и њихових изазивача трошкова може бити итекако корисна повратна информација за поновни стратешки избор организационих активности. На пример, уколико се зна да број померања проузрокује трошкове руковања материјалом, ова информација може бити искоришћена како би се ти трошкови смањили редизајнирањем распореда опреме, а то је према нашој раније датој класификацији процедурална (извршна) активност. Оваквих примера је могуће још доста навести и они недвосмислено показују да су организационе и оперативне активности веома чврсто међусобно повезане.

Напоменимо овде да оперативне активности апстрахујемо због једне друге веома важне околности. Наиме, обрачун трошкова оперативних активности је више од две деценије део аналитичке апаратуре управљачког рачуноводства. Подсетимо се, оперативне активности и њихови изазивачи трошкова су предмет непосредног интересовања обрачуна трошкова на бази активности (*Activity Based Costing*, у наставку *ABC*). Међутим, искуства показују да примена овог концепта обрачуна трошкова у пракси није омогућила менаџерима да у потпуности разумеју изазиваче трошкова, због чега им је објективно недостајало чврсто упориште на основу кога би градили одрживу конкурентну предност за своја предузећа. Остављајући организационе активности и њихове изазиваче трошкова по страни, *ABC* није успео да расветли подручје у коме се крију много веће могућности за стицање конкурентске предности него што то обезбеђују оперативне активности и њихови изазивачи трошкова. Томе у прилог иду резултати једног истраживања који показују да ће напори производних предузећа у правцу смањења трошкова и диференцирања од конкуренције бити најефикаснији уколико су фокусирани на структуру и процесе. Скинер, аутор који је спровео ово истраживање, износи тврдњу да се однос између умањења трошкова и побољшања продуктивности може изразити правилном "40-40-20" које треба примењивати приликом креирања конкурентске предности⁵. У вези са тим, он истиче да се и до 40% конкуре-

нтске предности може остварити захваљујући дугорочној производној структури (нпр., број, величина, локација и капацитет постројења) и приступу управљању материјалним и људским ресурсима, следећих 40% је условљено опремом и процесном технологијом (нпр., *just-in-time*, управљање укупним квалитетом, флексибилни и компјутерски интегрисани системи производње итд.), док је само 20% конкурентске предности могуће остварити побољшањем продуктивности рада, које се обично изводи из традиционалних анализа трошкова, укључујући и *ABC*.

Импликације свих претходно изнетих аргумената су више него јасне. Наиме, кључ дугорочног умањења трошкова налази се у идентификовању, разумевању и управљању изазивачима трошкова организационих активности на ефикаснији начин од онога који примењују главни конкуренти предузећа.

3. Дијагностиковање изазивача трошкова

Претходна подела организационих активности може бити искоришћена за класификовање њихових изазивача трошкова. У вези са тим треба јасно правити разлику између:

- структуралних и
- извршних изазивача трошкова.

Имајући у виду чињеницу да је разумевање изазивача трошкова организационих активности примордијално за конкурентно управљање трошковима, послужићемо се следећим приказом у њиховој даљој обради.⁶

Структуралне активности	Структурални изазивачи трошкова
Изградња фабрика (погона)	Број фабрика (погона), обим, степен централизације
Управљачко структурирање	Управљачки стил и филозофија управљања
Распоређивање запослених	Број запослених, број радних јединица, број функционалних департамана, број профитних и инвестиционих центара итд.
Комплексност	Број производних линија, број специфичних процеса, број јединствених делова производа и сл.
Вертикално интегрисање	Економска снага купаца и добављача

5) Skinner, W., "The Productivity Paradox" *Harvard Business Review*, July-August 1986, p. 55-59. Наведено према књизи Young, M., *Readings in Management Accounting*, Prentice Hall, New Jersey, 2001, p. 120.

6) Приказ је настао према излагањима у књизи Hansen, D., Mowen, M., *Cost Management: Accounting and Control*, South-Western Publishing, Cincinnati, Ohio, 1997, pp. 357-358.

Избор и коришћење процесне технологије	Врсте процесне технологије
Процедуралне активности	Процедурални (извршни) изазивачи трошкова
Упошљавање запослених	Број радника, степен учешћа (партиципације) и сл.
Обезбеђивање квалитета	Приступ управљању квалитетом
Обезбеђивање распореда опреме	Ефикасност распореда опреме
Дизајнирање и производња производа	Конфигурација производа
Обезбеђивање капацитета	Искоришћеност капацитета

Први део претходног приказа показује нам да структурални изазивачи трошкова настају као последица избора активности који предузеће чини у вези са његовом економском структуром. У вези са тим, пред сваким предузећем се налази следећих пет стратешких избора који истовремено “повлаче” трошкове било ког производа⁷:

- обим,
- подручје, односно ширина,
- искуство,
- технологија и
- комплексност.

Генерално посматрано, у позадини било ког од наведених стратешких избора стоје одређена питања чије решавање значајно утиче на дугорочну структуру трошкова предузећа. Тако, проблем обима поставља питање колико капитала је потребно инвестирати у капацитете предузећа. Проблем подручја поставља питање колики степен вертикалне интеграције је потребан предузећу. У вези са овим важно је приметити да се хоризонтална интеграција овде намерно не помиње. То је и логично, пошто је хоризонтална интеграција више питање обима, тј. укрупњавања капитала, него питање подручја. Поред обима и подручја, на дугорочну структуру трошкова утиче и нагомилано (не)искуство, одабрани облик технологије који се користи у свакој фази интерног ланца вредности и, најзад, комплексност (ширина) линија производа или услуга које се нуде купцима.

Други део претходног приказа представља извршне активности и изазиваче њихових трошкова који такође у значајној мери одређују дугорочну трошковну позицију предузећа. Наиме, извршни изазивачи трошкова представљају факторе који указују на способност предузећа да успешно усмерава његове производе и услуге ка купцима. Алтернативно, извршни изазивачи трошкова могу се дефинисати као детерминанте које описују способност предузећа да успешно управља самим собом*. За разлику од структуралних изазивача, чији карактер промена се не мора подударати са променама перформанси, промене извршних изазивача трошкова су у линији са променама перформанси. Покушаћемо то да објаснимо. Код структуралних изазивача трошкова “више не мора увек да значи и боље”, о чему сведоче бројни примери из пословне праксе. Тако, опасности од дисекономије обима инвестиција су практично увек присутне, због тога што значајне инвестиције у, рецимо, истраживање и развој не морају увек донети висок резултат. Слично је и са инвестицијама у производне капацитете, маркетинг и сл. Надаље, успех високог степена вертикалне интеграције није загарантован. Широка линија производа некада може да буде лошији избор од уске линије производа. Нагомилано искуство у динамичном окружењу не мора увек да значи лакши пут ка успеху. Технолошко лидерство насупрот “технолошкој упросечености” је легитиман избор за многа предузећа и сл. Насупрот свему овом, за сваки извршни изазивач трошкова важи гесло “што више - то боље”. У складу са тим, листа извршних фактора који могу побољшати трошковну позицију предузећа могла би да изгледа овако¹:

- партиципација запослених,
- управљање укупним квалитетом,
- искоришћеност капацитета,
- ефикасност распореда опреме,
- конфигурација производа и
- искоришћавање веза са добављачима и купцима.

У вези са наведеним факторима важно је приметити да обезбеђивање високог нивоа сваког од њих води ка побољшању трошковне позиције предузећа, док су примери дисекономије у овом домену прилично ретки у пословној пракси. У складу са тим, логично је да ће се дугорочна

7) Hoque, Z., *Strategic Management Accounting*, Prentice Hall, New York, 2003, p. 116.

*) Погледати напис Partridge, M., Perren, L., “Cost Analysis of The Value Chain: Another Role for Strategic Management Accounting”, p. 24.

1) Према књизи: Shank, J., Govindarajan, V., *Strategic Cost Management: The New Tool for Competitive Advantage*, p. 22.

трошкова позиција предузећа побољшати уколико су његови радници мотивисани и посвећени сталним побољшањима пословног процеса (за ово се у новијој литератури често користи термин *kaizen costing* преузет из јапанског језика). Слично је и са усредсређеношћу предузећа на управљање укупним квалитетом. Осим тога, до смањења трошкова могуће је доћи побољшањем ефикасности распореда опреме у предузећу. Наиме, у последње време захваљујући *JIT* филозофији све присутнији су захтеви да се ранија пракса груписања машина по функцијама, односно департамента мора заменити груписањем машина, сходно очекиваним секвенцама у производњи. Промене у том правцу могу смањити непотребна путовања и задржавања материјала, делова и недовршене производње по предузећу, што све заједно омогућава значајне уштеде у трошковима. Када је реч о конфигурацији производа, јасно је да дизајнирање производа са мањим бројем делова може редуковати многе трошкове у предузећу. Коначно, анализа ланца вредности је показала да се успостављање и експлоатисање веза са добављачима и купцима управо чини да би се смањили трошкови и побољшала конкурентност предузећа на тржишту.

На основу претходно датих објашњења који се тичу фактора који “вуку” трошкове модерних предузећа веома је важно извести неколико битних закључака.

Прво, за потребе стратешког управљања обим пословне активности више не представља најкориснији начин да се објасни понашање трошкова предузећа. До само пре неколико година међу рачуновођама је постојала устаљена пракса да трошкове предузећа треба посматрати кроз призму само једног изазивача трошкова, тј. обима пословне активности. На основу тога развијен је прилично велики бој концепата трошкова и аналитичких техника (нпр., фиксни и варијабилни трошкови, просечни и маргинални трошкови, анализа трошкови-обим-профит, контрибуциона анализа, флексибилни буџети итд.) које су се такође, мање или више, ослањале на обим пословне активности као једини фактор који “повлачи” трошкове предузећа. Међутим, оваква пракса и поменуте аналитичке технике нису од неке нарочите користи када је у питању конкурентно управљање трошковима. Да се подсетимо, основни задатак конкурентног управљања трошковима је да осветли релативну трошковну позицију предузећа и да омогући

употребу информација о трошковима, за потребе обликовања адекватне стратегије постизања конкурентске предности. У вези са тим важно је запазити да извршавање овог задатка претпоставља дистанцирање од тога да је обим пословне активности једини изазивач трошкова. Уместо тога, из стратешке перспективе је много корисније објаснити трошковну позицију предузећа која је проузрокована његовим структуралним изборима и извршним способностима.

Друго, уместо једног, понашање трошкова организационих активности опредељује заиста велики број фактора². Као што смо раније констатовали свака организациона активност има своје (јединствене) изазиваче трошкова који се разликују од изазивача трошкова других активности. Међутим, оно што додатно компликује разумевање понашања трошкова организационих активности јесу још најмање две ствари. Најпре, веома често у пракси више фактора утиче на трошкове само једне организационе активности. Узмимо, на пример, трошкове изградње фабрике. Они могу бити у функцији броја погона, планираног обима активности и степена централизације. Тако, предузеће које преферира централизацију може изградити већи број фабрика на уском географском локалитету што ће омогућити смањење трошкова изградње и задржавање високог степена контроле над свим фабрикама. Слично томе, комплексност може бити изазвана бројем различитих производа, бројем јединствених процеса, бројем специфичних делова или склопова производа и сл. Међутим, у пракси нису ретки случајеви када један фактор изазива трошкове већег броја активности. На пример, број радника може бити фактор који ће утицати на трошкове распоређивања и упошљавања запослених. Надаље, број делова производа може утицати на трошкове активности набавке, производње и сервисирања. Дакле, поред тога што су изазивачи трошкова структуралних и процедуралних активности многобројни, они су истовремено међусобно веома комплексно повезани. Имајући то у виду чини нам се да је разлагање тих веза кључно за конкурентно управљање трошковима.

Треће, сви идентификовани изазивачи трошкова неће бити подједнако стратешки релевантни у дужем временском интервалу. Неки од њих ће због свог значаја вероватно бити стално под лупом конкурентног управљања трошковима. Због свега тога можда је корисније закључити да ће,

2) Слично је и са оперативним активностима. Напоменимо још једном да се ми овде намерно нисмо упуштали у елаборирање оперативних активности пошто су оне доста добро обухваћене кроз ABC.

генерално гледано, за конкурентно управљање трошковима бити релевантни само изазивачи чије надгледање је круцијално за побољшање трошковне и диференцијалне позиције предузећа.

Четврто, за сваки изазивач трошкова постоји одређени оквир критичан за разумевање трошковне и диференцијалне позиције предузећа. Дobar аналитичар трошкова мора познавати те оквире, како би његова помоћ менаџменту дошла до пуног изражаја.

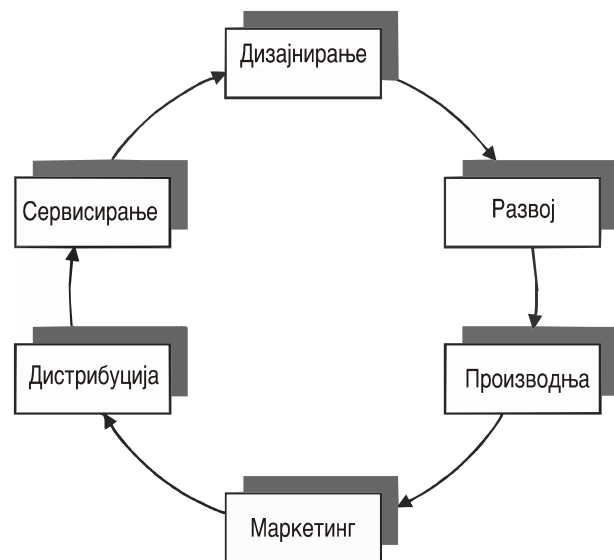
Пето, иако се неком претходна дискусија о изазивачима трошкова може са правом учинити уопштеном, напоменимо овде да у стручној литератури још увек није дефинисана јединствена листа тзв. фундаменталних изазивача трошкова организационих активности. Истина, било је неких покушаја. Међутим, сви покушаји су се обично завршавали потпуно различитим листама јер бројни аутори нису успели да пронађу праве начине за превазилажење гомиле специфичности која на стратешком плану објективно постоји између предузећа. Јасно је да би усвајање јединствене листе фундаменталних изазивача трошкова олакшало конкурентно управљање трошковима, али пошто она још увек није ни изблиза на видику процењујемо да би њено ишчекивање значило губљење драгоценог времена. Уместо тога, потребно је да свако предузеће дефинише изазиваче трошкова његових организационих активности и веома брзо ће користити од таквог приступа превазићи укалупљено размишљање о трошковима у функцији само једног изазивача, тј. обима пословне активности.

4. Развој одрживе конкурентске предности

Финале конкурентног управљања трошковима резервисано је за развој одрживе конкурентске предности предузећа. Наиме, једном када предузеће идентификује индустријски ланац вредности, утврди своју релативну позицију у њему и када дијагностикује изазиваче трошкова сопствених вредносних активности, оно може развити одрживу конкурентску предност на два начина. Прво, предузеће то може учинити бољом контролом изазивача трошкова вредносних активности. Друго, предузеће до одрживе конкурентске предности може да стигне реконфигурацијом ланца вредности. Пре избора било ког од наведених путева, за сваку активност која ствара вредност у предузећу морају се прецизно дати одговори на најмање два питања. Прво, да ли је трошкове одређене активности могуће смањити уз одржање постојеће вред-

ности? Друго, да ли је могуће повећати вредност уз одржање трошкова на постојећем нивоу? Из овако постављених питања и добијених одговора менаџери могу лако препознати да се конкурентска предност у односу на непосредне ривале може постићи смањивањем трошкова или/и повећањем вредности. При свему томе важно је запазити да ова два потенцијална пута за стицање конкурентске предности нису међусобно искључива. Они се могу успешно комбиновати, што је у изразито немирним условима пословања чак препоручљиво, јер се верује да је мултипликована конкурентска предност тежа за копирање.

Нема сумње да се смањење трошкова и повећање вредности може постићи експлоатисањем интерних и екстерних веза о којима говори концепт ланца вредности. Пошто смо се упознали са изазивачима трошкова вредносних активности разлози за њихово повезивање сада постају очигледнији него када смо о њима раније говорили. Уколико нашу пажњу најпре усмеримо према интерним везама треба одмах подвући да њихово ефикасно коришћење претпоставља да односи између активности унутар интерног (фирминог) ланца вредности морају бити тако подешени да они резултују смањењем трошкова и повећањем вредности. Зарад лакшег разумевања ових веза послужимо се једним једноставним приказом интерног ланца вредности који описује односе између активности које га чине.



Слика 2 - Интерни ланац вредности

У циљу што ефикаснијег објашњења откривања и експлоатисања интерних веза усмеримо нашу пажњу на карику производње у претходно приказаном ланцу. Као што смо претходно расправљали, смањење трошкова и повећање

вредности унутар те карике најпре претпоставља идентификовање активности које се обављају пре и после производње (тзв. узводних и низводних карика у ланцу вредности), затим препознавање њиховог утицаја на спровођење производних активности и, коначно, откривање најбољег начина на који те везе треба да буду искоришћене зарад стварања и јачања конкурентске предности. Нећемо ништа ново открити уколико овде приметимо да активности дизајнирања и развоја производа претходе производњи. Међутим, приказани интерни ланац вредности шаље нам јасан сигнал да упркос томе што активности дизајнирања и развоја претходе производњи, оне су ипак са њом тесно повезане. Другим речима, начин на који је дизајниран неки производ у највећем броју случајева утиче на трошкове производње, само се поставља питање како. Да би одговорили на ово питање морамо добро познавати изазиваче трошкова вредносних активности предузећа. Практично то значи да су изазивачи трошкова кључ за разумевање и искоришћавање интерних веза између вредносних активности. У вези са тим, уколико дизајнери у предузећу знају да број делова производа изазива трошкове великог броја производних активности (као што су, на пример, употреба материјала, упошљавање радника, разне врсте контрола, држање и набавка материјала итд.) њих треба мотивисати да уложе додатни напор у редизајнирање производа које треба да истовремено обезбеди мањи број делова и уштеде у трошковима производње. Међутим, овим се прича о уштедама у трошковима још увек не завршава. Наиме, активности дизајнирања исто тако утичу и на активности сервисирања унутар интерног ланца вредности. Пошто се производи са мањим бројем делова обично много мање кваре, отуда су трошкови сервисирања у гарантном року и трошкови поправки ван гарантног рока сразмерно мањи. Овим уштедама у трошковима можемо додати још и то да ће предузеће захваљујући поузданијим и функционалнијим производима не само задржати постојеће него и привући нове купце, што може додатно оснажити његову конкурентску позицију на тржишту.

Пошто смо раније устврдили да предузеће представља саставни део већег тока вредности, тј. индустријског ланца вредности онда, када је у питању смањење трошкова и повећање вредности, ни у ком случају не смемо игнорисати везе које објективно постоје између вредносних активности предузећа, са једне, и активности добављача, односно активности купаца, са друге стране. У вези са тим, истичемо да експлоатисање

екстерних веза подразумева управљање овим везама на начин који ће омогућити да предузеће и његови добављачи, односно купци имају увећане користи од свега тога. Другим речима, себичности предузећа у таквим односима једноставно не сме бити места.

Познато је да добављачи не производе и не испоручују само инпуте који се користе у ланцу вредности предузећа. Они истовремено преко својих трошкова, профитне марже, квалитета инпута и ефикасности снабдевања утичу на трошкове предузећа и његове способности диференцирања у односу на конкуренцију. У складу са тим, било шта што предузеће чини у правцу побољшања услова набавки и ефикасности снабдевања може побољшати његову конкурентску позицију. Размотримо све ово на примеру једног предузећа које уводи контролу укупног квалитета у циљу диференцирања и смањења укупних трошкова обезбеђивања производа врхунског квалитета. Увођење овог приступа захтева тзв. управљање укупним квалитетом које подразумева организовање и контролисање производње производа са радикално смањеним бројем дефеката. Као последица тако организоване производње значајно се смањују трошкови активности обезбеђивања квалитета. Међутим, да би неко предузеће могло да примењује контролу укупног квалитета, оно мора имати добру сарадњу са својим добављачима који му морају благовремено испоручивати делове или/и компоненте са такође радикално смањеним бројем дефеката. Једном када идентификује ове везе, предузеће може кроз непосредну сарадњу са најважнијим добављачима обезбедити инпуте који одговарају његовим потребама. Међутим, у вези са овим треба увек имати на уму да ће добављачи бити у оној мери кооперативни у којој је односно предузеће спремно да им уступи део зарађеног профита.

Све ово о чему је претходно било речи представља довољно снажне разлоге због којих предузеће мора бити оријентисано на непосреднију сарадњу и развијање партнерског односа са сопственим добављачима. Чини нам се да су у свему томе најдаље отишле компаније, као што су *Toyota*, *Sony*, *Panasonic* и *Ford*. Између осталог, ове компаније су чак и кадровски (преко својих инжењера) свесрдно помагале кључним добављачима да побољшају своје производне процесе. Добављачи су им узвратили истраживањем и развојем иновативних производа, већом флексибилношћу у одговорима на захтеване веће количине, затим континуираним високим степеном квалитета, благовременим и поузданим испорукама и, коначно, смање-

њем трошкова обављања одређених активности за које горе поменуте компаније нису имале компетенције.

Слично је и са каналима дистрибуције, наравно уколико је предузеће принуђено да их ангажује. Наиме, пошто канали дистрибуције чине саставни део индустријског ланца вредности и они могу имати значајан утицај на активности и трошкове предузећа. Да будемо прецизнији, активности које се предузимају у каналима дистрибутера утичу на (не)задовољство коначног купца, док су њихови трошкови и профитне марже такође саставни део цене коју купци плаћају за испоручени производ. Ови аргументи указују на неопходност ближе сарадње између предузећа и дистрибутера која мора бити крунисана обостраним задовољством, тј. узајамним јачањем њихових конкурентности. Другим речима, предузеће може побољшати конкурентност дистрибутивних канала предузимањем одређених активности од којих ће имати користи не само његов ланац вредности, већ и ланац вредности коначног купца.

Коначно, глобални ланац вредности нам показује како се производи предузећа уклапају у ланац вредности купца. Другим речима, кроз анализу глобалног ланца вредности могуће је сазнати да ли испоручени производи и услуге одговарају захтевима купаца. Паралелно са тим, прилично лако се може одредити колико је учешће трошкова производа предузећа у укупним трошковима купца. Све то показује да анализа глобалног ланца вредности обезбеђује информације које могу охрабрити предузеће и његове купце да заједнички раде на редуковању обостраних трошкова. У вези са тим, у стручној литератури се овај проблем веома често илуструје примером произвођача пива и произвођача конзерви у Америци³. Наиме, крајем 80-тих један број произвођача конзерви је своје производне капацитете изградио у непосредној близини пивара које користе њихове производе. То је омогућило директан транспорт конзерви помоћу покретних трака до самих линија за пуњење у пиварама. Од свега тога обе стране имале су огромне уштеде у трошковима. Наравоученије ове приче јесте да однос предузећа према купцима ни у ком случају није игра без резултата, већ је то игра у којој обе стране могу постићи значајне користи.

На крају овог излагања треба још истаћи да систематска анализа трошкова активности које стварају вредност јесте потребан, али не и довољан услов за диференцирање предузећа од конкуренције на бази ниских трошкова. Поред свега тога за постизање овог циља неопходно је поређење ланца вредности предузећа са ланцем вредности најмање једног главног конкурента. То поређење треба да омогући менаџерима да лакше открију начине на које ће неким својим активностима управљати ефикасније од конкурента унутар њиховог ланца вредности. Све ово последица је чињенице да је трошкова позиција предузећа у функцији конфигурације индустријског ланца вредности и у функцији фактора који "повлаче" трошкове вредносних активности. Пошто конкуренти обично имају различиту конфигурацију ланца вредности од предузећа логично је да ће разлике у ефикасности обављања појединих вредносних активности бити кључни разлог због кога се морају разликовати трошковне позиције предузећа и његових конкурента. У вези са свим овим важно је научити лекцију да је конкурентска предност било ког предузећа релативног карактера. Отуда није на одмет на крају закључити да данас није толико важно колико предузеће брзо трчи, већ да ли оно трчи брже од његових непосредних конкурента. У току овог надметања свако предузеће мора имати на уму да ће његови конкуренти бити много паметнији сутра него што су данас. Због свега тога анализа трошкова конкуренције постаје круцијална за развој и одржање конкурентске предности у будућности.⁴

Закључак

На крају, као што то устаљена пракса налаже, покушаћемо да издвојимо неколико веома битних закључака када је у питању конкурентско управљање трошковима. Најпре, треба имати на уму да стварање и одржање конкурентске предности претпоставља познавање читавог система стварања и испоруке вредности коначним купцима, а не само дела у коме учествује односно предузеће. Ово због тога што се не само у интерном него и у екстерном повезивању вредносних активности крију огромне резерве за редуковање трошкова и стварање поузданих основа за диференцирање предузећа. Због свега

3) Пример је преузет из чланка Wong, M., "Strategic Cost Management", *Management Accounting: Magazine for Chartered Management Accountants*, April 1996, Vol. 74. p. 32-33.

4) Пошто разматрање анализе трошкова конкуренције превазилази оквире овог написа о томе више, погледати, на пример, у књизи Милићевић, В., *Стратешко управљачко рачуноводство*, Центар за издавачку делатност Економског факултета, Београд, 2003, стр. 251-279.

тога концепт ланца вредности се показао као прихватљив оквир за конкурентно управљање трошковима. Употреба овог концепта у условима променљивог производног и конкурентског окружења обезбеђује управљању трошковима дуго тражени екстерни фокус.

Расправљајући о концепту ланца вредности видели смо да његова употреба у својству аналитичког средства проузрокује читав низ проблема почев од идентификовања индустријског и фирминог ланца вредности, преко дијагностификовања фундаменталних изазивача трошкова, затим обрачуна маржи добављача и купаца, експлоатисања интерних и екстерних веза, па све до процене структуре трошкова главних конкурената. Но, упркос проблемима који објективно постоје, конструисање ланца вредности мора бити императив модерног менаџмента јер му он може помоћи да лакше разуме и управља вредносним активностима предузећа.

Претходна расправа недвосмислено је показала да конкурентно управљање трошковима доноси радикалне промене у односу на устаљени начин размишљања који се доста дуго таложии у главама управљачких рачуновођа. Као последица тога многе аналитичке технике, као што су технологија обрачуна трошкова, анализа ланца вредности или експлоатисање веза између активности, нове су у правом смислу те речи. Упоредо са тим, ваља запазити да највећи део конвенционалних обрачунских техника толико од њих одудара да се оне не могу наћи на листи употребљивих средстава конкурентног управљања трошковима... Било би то као да од нас неко тражи да уклопимо црвену боју у скуп кругова, квадрата и троуглова. Једноставно боје се не могу уклопити у парадигму облика...⁵ Другим речима, прихватање идеје о конкурентном управљању трошковима неумитно захтева напуштање неких ставова који обликују досадашња размишљања у управљачком рачуноводству. То у наставку значи да одређени стари елементи морају без устезања уступити место новим елементима. На пример, контрибуциона анализа не игра улогу у конкурентном управљању трошковима које усваја дугорочну перспективу у размишљању о трошковима производа. Због свега тога конкурентско управљање трошковима сугерише да треба увек мислити у терминима укупних, а не у терминима варијабилних трошкова, што је, мора се признати, прилично одважан заокрет. Напоменимо овде да се овим нипошто не жели рећи да је конвенционална аналитичка апаратура потпуно

безвредна. Напротив, не постоји сумња да рачуноводство трошкова и даље може успешно помагати менаџерима у подручјима као што су билансирање залиха, краткорочно оперативно одлучивање и сл. Међутим, у поређењу са овим подручјима, стратешко управљање мора постати доминантна сфера интересовања рачуноводства трошкова у наступајућем периоду.

Надаље, расправа у овом делу рада такође је показала да конкурентно управљање трошковима укључује одређене идеје које су у основи у складу са конвенционалним управљачким рачуноводством. Међутим, таквих идеја је, на жалост оних који се залажу за то да се ништа не мења, веома мало. Чак и тај мали број идеја мора да претрпи одређене промене како би могао да постане део стратешког опуса. Дobar пример за то је *ABC*. Наиме, сама идеја *ABC*-а није до данас адекватно примењена у пракси. Тачније, она је до сада углавном била ограничена на оперативне активности и изазиваче њихових трошкова. Наша претходна излагања недвосмислено су показала да идеја *ABC*-а мора бити без одлагања проширена на организационе (структуралне и процедуралне) активности и изазиваче њихових трошкова, пошто су они основни фактори који одређују дугорочну трошковну позицију предузећа. Без тога информациона подршка стратешком одлучивању неће имати никаквог смисла. У вези са тим, додајмо још и то да је идентификовање структуралних и извршних изазивача трошкова много сложеније од идентификовања изазивача трошкова оперативних активности, због чега је *ABC* потребно додатно прилагодити овом проблему.

Након свега, надамо се да снага изнетих аргумената довољно уверљиво говори да конкурентно управљање трошковима представља заиста "ново вино, а не старо преточено у нове боце". Уколико стратешки менаџери који су навикли да користе рачуноводствене информације ово на време не схвате, наставиће да потцењују значај метежа који проузрокује конвенционално управљачко рачуноводство у многим компанијама. Једноставно, морамо схватити да ветрови промена дувају и да они одавно више нису благи поветарац. Са учесталим и интензивним променама наступило је време када конкурентско управљање трошковима као саставни део стратешког управљачког рачуноводства, једноставно мора да преузме одговорност.

5) Наведено према књизи Shank, J., Govindarajan, V., *Strategic Cost Management: The New Tool for Competitive Advantage*, p. 26.

Библиографија

1. Ashton, D., Hopper, T., Scapens, R., *Issues in Management Accounting*, Prentice Hall, London, 1995.
 2. Hansen, D., Mowen, M., *Cost Management: Accounting and Control*, South-Western Publishing, Cincinnati, Ohio, 1997.
 3. Hilton, R., Maher, M., Selto, F., *Cost Management: Strategies for Business Decisions*, McGraw-Hill/Irwin, New York, 2003.
 4. Hopper, T., Northcott, D., Scapens, R., *Issues in Management Accounting*, Prentice Hall, London, 2007.
 5. Innes, J., *Handbook of Management Accounting*, CIMA, London, 2004.
 6. Милићевић, В., *Стратејско управљачко рачуноводство*, Центар за издавачку делатност Економског факултета, Београд, 2003.
 7. Kotler, P., *Marketing Management*, Prentice-Hall, New York, 1997.
 8. Oliver, L., *Designing Strategic Cost Systems*, John Wiley & Sons, New Jersey, 2004.
 9. Shank, J., "Strategic Cost Management: New Wine or Just New Bottles", *Journal of Management Accounting Research*, Fall 1991, vol. 1, p. 47-65.
 10. Shank, J., Govindarajan, V., *Strategic Cost Management: The New Tool for Competitive Advantage*, The Free Press, New York, 1993.
 11. Shank, J., Govindarajan, V., "Strategic Cost Management: The Value Chain Perspective", *Journal of Management Accounting Research*, Fall 1992.
 12. Shank, J., Govindarajan, V., *Strategic Cost Analysis: The Evolution from Managerial to Strategic Accounting*, Irwin, Homewood, Boston, 1989.
 13. Shields, M., Yong, M., "Effective Long-Term Cost Reduction: A Strategic Perspective", *Journal of Cost Management*, 1992, vol. 5, no. 3.
 14. Thompson, A., Strckland, A., Gamble, J., *Crafting and Executing Strategy: The Quest for Competitive Advantage*, McGraw-Hill, New York, 2005.
 15. Young, M., *Readings in Management Accounting*, Prentice Hall, New Jersey, 2001.
 16. Wong, M., "Strategic Cost Management", *Management Accounting: Magazine for Chartered Management Accountants*, April 1996, Vol. 74.
-

др Љиљана
ДМИТРОВИЋ
ШАПОЊА*
мр Сунчица
МИЛУТИНОВИЋ**

Знање у функцији повећања интелектуалног капитала пословног субјекта

Резиме

У савременим условима привређивања квалитет знања представља важан инструмент привређивања. Срж бизниса су управо знање и информације. Управљање знањем усмерено је на стварање услова који омогућавају сакупљање, размену, трансформацију постојећег знања и стварање новог знања ради максимизовања интелектуалног капитала путем којег пословни субјекат обезбеђује конкурентну предност на тржишту. Дакле, ефекат континуиране успешне употребе интелектуалног капитала у пословном субјекту за резултат има конкурентну предност. Интеракцијом структурних сегмената интелектуалног капитала ствара се вредност пословног субјекта, што је и циљ привређивања истог.

Кључне речи: интелектуални капитал, знање, информације, управљање знањем

Увод

Управљање интелектуалним капиталом подразумева јачање способности пословног субјекта и стално унапређење пословања. У последњих 20-ак година дошло је до знатних технолошких, политичких, културних и других промена које су проузроковале структуралне промене у пословним субјектима, њиховим међусобним односима и индивидуалном радном окружењу, као и у њиховом комуницирању. На тржишту су се појавили производи уз помоћ иновација, који су до пре пар година били незамисливи. Повећано учешће знања у новоствореној вредности је

главна одлика преласка из индустријске у нову економију, тј. економију знања. Наиме, информације и знање су кључни чинилац успеха пословног субјекта – треба знати, како знати, знати где и знати када. Кључни изазов економије знања огледа се управо у управљању, мерењу, унапређењу и вредновању знања и његовог релевантног појавног облика – интелектуалног капитала.

Енормни пораст знања све више повећава јаз између развијеног и неразвијеног света, повећањем конкурентности првих, уз истовремено смањење конкурентности других. Уколико се овај јаз не премости, долазиће до неравнотеже у гло-

* Редовни професор на Економском факултету у Суботици, Универзитет Нови Сад

** Асистент на Економском факултету у Суботици, Универзитет Нови Сад

балној привреди и међународним трговинским односима. Да би пословни субјекти били конкурентни, а самим тим и земље, морају да поклањају пажњу не само ценовним, већ и неценовним факторима, па из стога проистиче да квалитет знања интелектуалног капитала данас постаје важан конкурентни инструмент који пословни субјекти треба да уваже.

У раду се пажња посвећује квалитету знања као важном фактору интелектуалног капитала у конкурентским условима привређивања, интелектуалном капиталу и фазама у његовом управљању, као и методама за мерење интелектуалног капитала.

1. Квалитет знања – важан фактор интелектуалног капитала у конкурентским условима привређивања

У савременим условима, квалитет знања представља важан инструмент привређивања. Чињеница је да пораст знања у знатној мери повећава јаз између развијеног и неразвијеног света, што се манифестује повећаном конкурентношћу развијених, односно смањеном конкурентношћу неразвијених. Дакле, развијени постају друштва знања, тј. друштва будућности – преовлађујући фактор у конкурентској утакмици у целом свету, остварујући мегаломански профит. Неразвијена друштва постају друштва прошлости којима припадају одговарајуће мрвице. Свакако да је уз знање неопходно обезбедити и одговарајуће друге услове. У те услове се могу уврстити визија, мотивација, жеља, воља итд.

Поменуто се поткрепљује тиме што знање брзо застарева, технологија се брзо замењује¹, искуство се јако релативизује и управо зато, нове идеје, иновативност, креативност, визије, постају најбитнији елементи интелектуалног капитала. С развојем информационих технологија, информација постаје ресурс потпуно друкчији у односу на класични. За разлику од класичних, она се не троши, него се увећава. Адекватно и релевантно одлучивање захтева разумљиве, поуздане и упоредиве информације, пре свега, рачуноводствене, али и велики број нерачуноводствених, односно једним именом пословних информација, које су како финансијске, тако и нефинансијске природе.

Данас се сматра да се информације поменутог квалитета могу обезбедити уз примену међународне професионалне регулативе, коју чине: IAS/IFRS, ISA, Етички кодекс професионалне етике рачуновођа, стандард квалитета и уверавања, стандард образовања и разне смернице, упутства и тумачења².

Присутна је чињеница да се у садашњим условима пословне активности махом базирају на информацијама, пословни субјекти се такмиче у знању и стога је неминовност за перманентним учењем. Знање је јединствени ресурс, нема никаквих ограничења (ограничено је само људским умом) и зато омогућује безбројне могућности за развој и постизање одрживе конкурентске предности. Увођењем знања у производњу учинака, повећава се њихова додата вредност, а самим тим и додата вредност пословног субјекта. Присутна је чињеница да је неке видове знања (као на пример, кодификовано знање) могуће набавити на тржишту или улагањем у активности истраживања и развоја. Поред поменутог, кодификованог, материјализованог знања, присутно је и тацитно (прећутно, неопажено) знање, које се усваја искључиво искуством (*Learning by Doing*). Тешко га је копирати, пошто је смештено у главама интелектуалних радника и стога је базични извор конкурентске предности пословног субјекта.

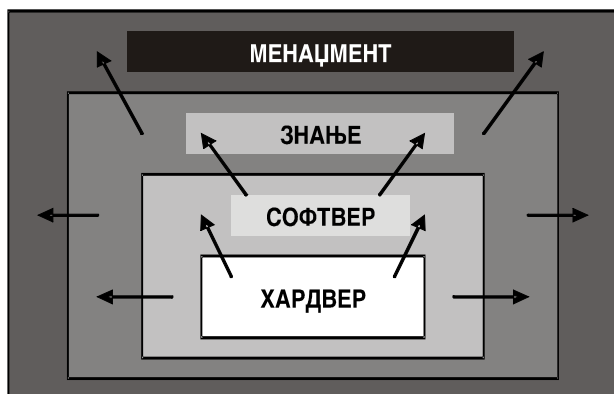
Срж бизниса су управо знање и информације. Пословни субјекти, стога, морају бити флексибилнији, прилагодљивији променама на тржишту и тежити да доносе благовремене, објективне пословне одлуке, јер погрешне одлуке могу бити фаталне. За сваки пословни субјект важна су следећа правила успеха. Запослени који успешно користе свој интелектуални капитал сами се мотивишу, уче да контролишу своју импулсивност, знају када треба да истрају, знају да искористе најбоље своје способности, спроводе речи у дела, не боје се неуспеха, не одлажу посао за сутра, преузимају одговорност.

Сматрамо да запослене треба више уважавати, јер су они заправо реална имовина пословног субјекта. Сматра се да ће друштво будућности (видети Шему бр. 1) производити ново знање, трансформисати постојеће знање у софтвер, производити хардвер који замењује запослене и имати групу менаџера и групу запослених извршилаца. Из поменутог произилазе, типови запослених у садашњости и будућности су они који стварају нова знања, они који их транс-

1) У земљама ЕУ се процењује да ће 80% свих технологија бити замењено у наредних 10 година.

2) Видети детаљније: Новићевић, проф. др Благоје: „Утицај глобализације на финансијско извештавање“, Зборник 35. симпозијума СРРС, Златибор, јун, 2004. године, стр. 19.

формишу у софтвер, они који их уграђују у хардвер и они који бдију над свима управљајући, надгледајући и контролишући.



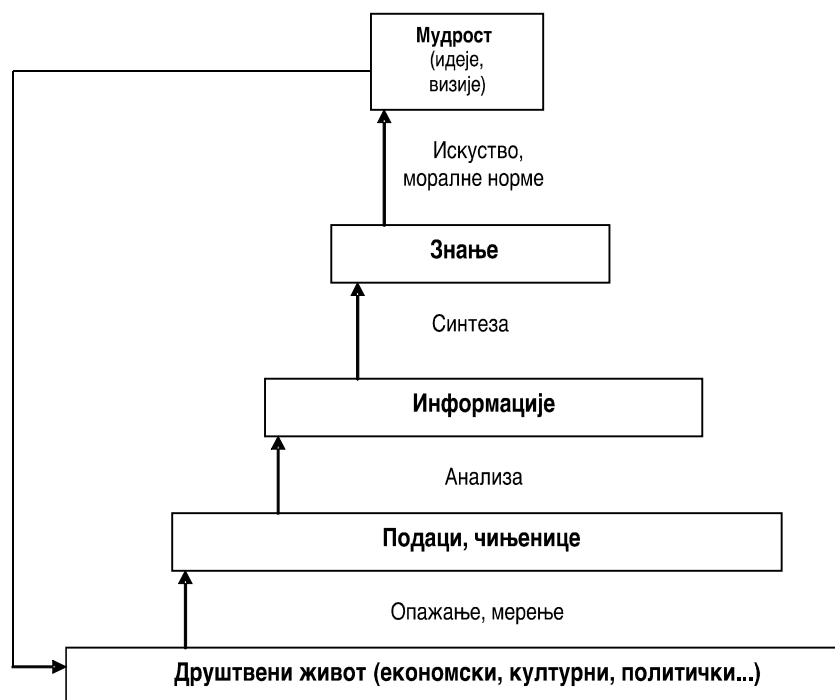
Шема бр. 1 - Друштво будућности

Мерење и вредновање интелектуалних капацитета и способности да се на објективан начин управља њима није постало интегрални сегмент пословне инфраструктуре, јер је присутна тенденција да се интелектуални рад сматра неопходним, али погрешно дефинисаним трошком радне снаге, док се његове експлицитне манифестације сматрају нуспродуктима стварног, реалног рада. Од поменутог не треба одустајати. Неке развијене земље су начиниле одговарајуће пионирске подухвате на том плану. Познато је да се сама природа бизниса промене,

тако што се интелектуални рад разликује од физичког рада по својој суштини. Интелектуални стручњак је у целини у свету рачунара и ова стварност драстично мења методе управљања, стицања и презентације знања.

У поступку развоја конкурентности, знање је од великог значаја, док је мудрост важна у ширем сагледавању последица које из предузетих активности могу проистећи. Мудрост се налази на врху хијерархије, на чијем дну се налазе подаци и чињенице о друштву, које се анализом трансформишу у информације, а синтезом у знање. Мудрост је, заправо, благотворно коришћење информација и знања. Поменуто је приказано у Шеми бр. 2.

Пословни субјект осим познавања и рангирања постојећег нивоа знања, неопходно је да усаврши мониторинг знања. Због тога, менаџмент треба стално да тражи одговор на следећа питања: шта пословни субјект зна, односно не зна; ко шта зна; да ли су они који знају унутар или ван пословног субјекта; коме је то знање потребно; колика је вредност знања; да ли пословни субјект систематски организује и трансферише знање унутар и изван пословног субјекта; да ли радно окружење прихвата знање; да ли се прати ниво знања конкуренције. Поменуто је веома важно. У наставку је дата Табела бр. 1, из које се види, између осталог, на ком месту се по индексу глобалне конкурентности налази Србија и земље у окружењу.



Шема бр. 2 - Хијерархија знања и мудрости

Земља / Привреда	ИГК 2008-200 9. године ранг	ИГК 2008-200 9. године резултат	ОГК 2008-200 9 ранг (међу земљама са листе из 2007)	ИГК 2007-200 8. године ранг
1. United States	1	5,74	1	1
2. Switzerland	2	5,61	2	2
3. Denmark	3	5,58	3	3
4. Sweden	4	5,53	4	4
5. Singapore	5	5,53	5	7
6. Finland	6	5,50	6	6
7. Germany	7	5,46	7	5
8. Netherlands	8	5,41	8	10
9. Japan	9	5,38	9	8
10. Canada	10	5,37	10	13
11. Hong Kong SAR	11	5,33	11	12
12. United Kingdom	12	5,30	12	9
13. Korea, Rep.	13	5,28	13	11
14. Austria	14	5,23	14	15
15. Norway	15	5,22	15	16
16. France	16	5,22	16	18
17. Taiwan, China	17	5,22	17	14
18. Australia	18	5,20	18	19
19. Belgium	19	5,14	19	20
20. Iceland	20	5,05	20	23
21. Malaysia	21	5,04	21	21
22. Ireland	22	4,99	22	22

23. Israel	23	4,97	23	17
24. New Zealand	24	4,93	24	24
25. Luxembourg	25	4,85	25	25
26. Qatar	26	4,83	26	31
27. Saudi Arabia	27	4,72	27	35
28. Chile	28	4,72	28	26
29. Spain	29	4,72	29	29
30. China	30	4,70	30	34
...
42. Slovenia	42	4,50	41	39
...
61. Croatia	61	4,22	60	57
62. Hungary	62	4,22	61	47
...
65. Montenegro	65	4,11	64	82
...
67. Greece	67	4,11	66	65
68. Romania	68	4,10	67	74
...
76. Bulgaria	76	4,03	75	79
...
85. SERBIA	85	3,90	84	91
...
89. Macedonia, FYR	89	3,87	88	94
...
107. Bosnia & Herzegovina	107	3,56	105	106
108. Albania	108	3,55	106	109

Табела бр. 1 - Ранг листа Индекса глобалне конкурентности (ИГК)³

У ранијем периоду, сам појам капитала и стварања вредности био је у сфери новца, дакле, материјалних средстава. У садашњим савременим условима, капитал и вредност представља људе и њихова знања, креативне и развојне ресурсе. На конкурентском глобалном – светском тржишту, људи и њихов развој, задовољство и мотивација послом постају основни инструмент конкурентске способности.

Пословни субјекат од запослених очекује ефикасност у раду, квалитет, креативност, иновативност и продуктивност. Да би се поменуто обезбедило, неопходно је ангажовати запослене у дефинисању циљева, утврдити комплексно мотивисање, ситуационо руковођење, организацију посла прилагодити запосленима, вршити отворено комуницирање, радити на поправљању

међусобних интерних односа, створити адекватну климу и културу, итд. На квалитет и успех у раду запослених утиче више фактора: способност, знање, карактерне особине личности, мотивација, организација итд. Дакле, људски ресурси, тј. запослени, чине укупну интелектуалну и психичку енергију коју пословни субјекат може организирати ради остварења циљева и развоја пословања. Управљање запосленима захтева обезбеђење потребних људи уз међусобно усклађивање појединачних карактеристика појединаца и захтева радних места, као и циљева пословног субјекта, као и активирање радног потенцијала запослених изградњом подстицајне организацијске средине. За развој и испољавање потенцијала запослених најважнију улогу има менаџмент,

3) Извор: <http://www.weforum.org/pdf/gcr/2008/rankings.xls> (датум доступности 22.02.2010. године)

поседовањем основних особина личности и потребног знања.

Пословни субјекат да би успешно пословао треба непрекидно да преиспитује како послује у овом тренутку, које су конкурентске способности, како би пословање требало да буде, шта желе потрошачи, које потрошаче жели да има, којим сегментима тржишта треба да поклони пажњу, како се посматрају техника и иновације, како менаџмент тражи нове могућности и умањује слабости, како се управља стратешким променама, које су слабости, које промене се очекују у будућности, као и да ли би пословни субјекат недостајао потрошачима ако нестане са тржишта. Егзистирање пословног субјекта у данашњим условима веома је комплексно и прилично тешко, због тога што су присутни јака конкуренција и високи захтеви потрошача, опстанак је неизвесан и зависи од свакодневне мобилизације и интелигенције запослених у оквиру њега. Пословни субјекти су принуђени на континуирано усавршавање, како својих производа и проналажење нових захтевнијих потрошача, тако и на усавршавање својих запослених.

Задатак сваког пословног субјекта је да пронађе знање, трансформише га у интелектуални капитал, стварајући синергетску везу између његових структурних сегмената и да на тај начин производи конкурентску предност за исти. Једном базирана конкурентска предност заснована на интелектуалном капиталу изискује континуирано улагање у интелектуални капитал, у истраживање и развој, едукацију запослених, нову технологију итд., јер конкурентска предност није одржива сама по себи. Пошто је присутна међузависност између улагања у интелектуални капитал и стварања и одржавања конкурентске предности, сматра се да ће дугорочно бити успешни пословни субјекти који схвате да треба да промене начине и принципе које су користили и да ће бити конкурентни уколико производе и располажу новим изворима конкурентске предности, а који су веома вредни, ретки и које је веома тешко или чак немогуће копирати. Ту способност, заправо, има једино интелектуални капитал.

Неке делове нематеријалне имовине регулише МРС 38 – *Нематеријална имовина*. МРС 38

примењује се, између осталог, и на издатке обуке запослених, лојалност купаца, активности истраживања и развоја које су усмерене ка развоју знања. Као резултат ових активности може да се јави и имовина са физичким својством, али је оно секундарно у односу на знање садржано у том облику имовине (мисли се на знање као нематеријалну компоненту имовине). Поменути стандард наводи лојалност купаца као један од уобичајених примера нематеријалних ресурса. Међутим, дефиницију нематеријалне имовине⁴ не морају да испуне све ставке. Уколико се то деси, издаци интерног генерисања или стицања тих ставки признају се као расход периода.

Као један од неопходних услова које мора испунити нематеријална имовина јесте *могућност идентификовања*. Овај услов је испуњен када је⁵: (а) имовина одвојива, тј. када се може одвојити од ентитета и продати, пренети, лиценцирати, изнајмити или разменити; или када (б) настаје по основу уговорних и других законских права. Други услов који мора бити испуњен да би се неки нематеријални ресурс сматрао нематеријалном имовином јесте *контрола*. Коначно, трећи услов се огледа у постојању, односно притицању *будућих економских користи* у ентитет. Оне могу подразумевати приход (на пример, остварен продајом производа или услуга), уштеде у трошковима или неки други вид користи од нематеријалне имовине коју ентитет користи.

Међутим, сва три услова која из дефиниције нематеријалне имовине морају бити испуњена, нису и довољна да би се извршило признавање неког нематеријалног ресурса као облика нематеријалне имовине. У обзир се при признавању морају узети и критеријуми признавања⁶, а не само три услова из дефиниције. Посебно је критичан други критеријум признавања – поуздано одмеравање набавне вредности нематеријалне имовине. Тако, на пример, за лојалност купаца и поред одсуства законских права заштите ове категорије, може се доказати да је пословни субјекат у могућности да контролише очекиване будуће економске користи. Међутим, скоро је немогуће поуздано одмерити набавну вредност⁷ оваквог облика нематеријалне имовине, те је стога лојалност купаца не признаје као

4) Основни услови које морају задовољити нематеријални ресурси да би били признати као нематеријална имовина су: (1) могућност идентификације; (2) постојање контроле; (3) постојање будуће економске користи.

5) Практична примена МСФИ у Републици Србији, Савез рачуновођа и ревизора Србије, Београд, септембар, 2008, стр. 932.

6) Нематеријалну имовину треба признати ако, и само ако: (1) је вероватно да ће се будуће економске користи, приписиве имовини, улити у ентитет; и (2) ако се набавна вредност имовине може поуздано одмерити.

7) Односно, цену коштања интерно генерисане нематеријалне имовине (детаљније виде ти у: *Практична примена МСФИ у Републици Србији*, Савез рачуновођа и ревизора Србије, Београд, септембар, 2008, стр. 940-950)

нематеријална имовина, иако су сви услови из дефиниције испуњени.

Други делови нематеријалне (тзв. неопипљиве) имовине, као што је интелектуални капитал, нису директно регулисани поменути стандардом и не обухватају се књиговодствено на адекватан начин. Временом ће, убеђени смо, и они бити регулисан одговарајућом професионалном и законском регулативом, у почетку у виду допунског извештаја.

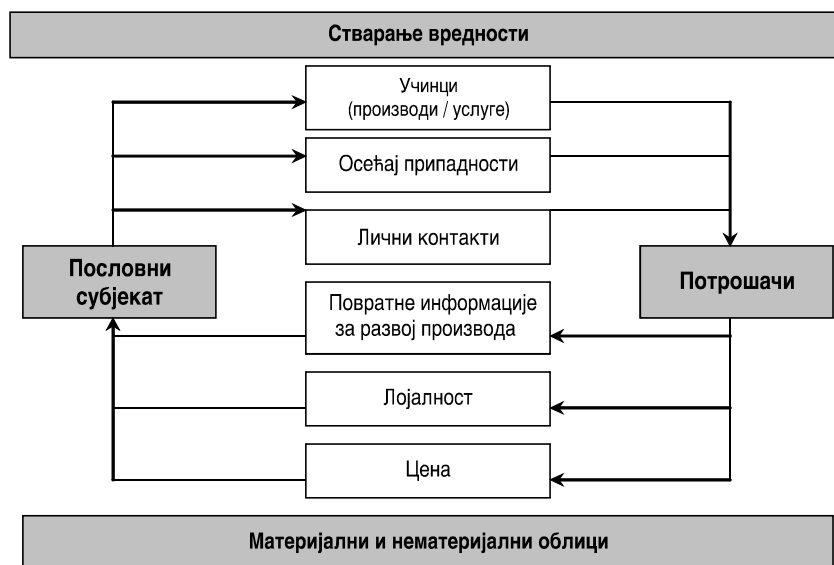
Пословна логика у садашњим условима је оспособљавати пословни субјекат да расте и дугорочно ствара вредност. Традиционални индикатори успешности пословања (пораст укупног прихода, технолошко вођство, тржишни удео, висина профита, *cash flow*) не презентују информације да ли пословни субјекат ствара вредност за акционаре и власнике или не. Уколико пословни субјекат ствара више од оног што је инвестирао у ресурсе, може се говорити о стварању вредности. У интересу акционара је да пословна стратегија буде усмерена ка том циљу и да мерни сегменти одражавају способност менаџмента да тај циљ и остваре. Све јачи притисак, као и одговорност према акционарима и запосленима, поенту стављају на стварању вредности, као новом критеријуму успешности пословања⁸. Управо зато управљање интелектуалним капиталом не представља сврху саму за себе, већ треба да буде у функцији стварања вредности. Основна тежња пословног субјекта треба да буде заснована на стварању вредности од

стране свих запослених, а то значи да просеци планирања и одлучивања морају бити усклађени са стварањем вредности.

Заједно са топ менаџментом, оперативни менаџмент, осим контроле трошкова, мора идентификовати могућности побољшања ефикасности стварања вредности. У том процесу нужно је извршити мобилизацију расположивог интелектуалног потенцијала, ради стварања што веће вредности за акционаре и власнике. Веома је битно нематеријално стварање вредности које у знатној мери утиче на успешност пословања.

Нови приступ дефинише пословање као стварање вредности које је много комплексније него раније. Нужно је схватити да је материјални облик стварања вредности (приход) условљен нематеријалним облицима. Да би остварили приход, нужно је везу са купцем поставити на вишем нивоу. Пословни субјекат који доприноси стварању нематеријалне вредности оствариће и повећање материјалне вредности. Заправо, срж је у стварању узрочно-последичне везе између поменута два облика стварања вредности, што је приказано у Шеми бр. 3.

У садашњим условима један од главних изазова за менаџмент је стварање услова за успешно акумулирање нематеријалне вредности (искуство, знање, бенефиције, брзина, углед, квалитет) и преобликовање у материјалне облике (приход, профит, додата вредност). Управљање стварањем вредности у пословном субјекту треба да буде најважнији циљ пословања. Суштина се



Шема бр. 3 - Савремено стварање вредности

8) Истраживања на финансијским тржиштима указују на тесну везу између ефикасности стварања вредности и тржишне вредности пословног субјекта.

огледа у дугорочном унапређењу способности пословног субјекта да ствара вредност, које се реализује инвестирањем у ресурсе од којих је интелектуални капитал кључни фактор данас.

Главни изазов за пословне субјекте - како искористити нове могућности -суочава се са интензивном глобалном конкуренцијом, неочекиваним ризицима и са све захтевнијим купцима истовремено. Долази до мноштва других значајних промена услед напретка треће научно-технолошке револуције. Неке одлике пословања пословног субјекта постепено нестају, јер нису више довољне да би одржали пословног субјекта конкурентним, а неке одлике се појављују нужним да би пословни субјекат био конкурентан и одржао конкурентност у дужем временском периоду. Те одлике приказане су у Табели бр. 2.

Услед недостатка учинака на тржишту, некада су пословни субјекти могли производити за истог купца и увек би се нашао купац који би купио производ. Производило се годинама, не мењајући карактеристике производа. Данас је то немогуће, јер је понуда много већа од тражње, па стога пословни субјекат пре него што отпочне производњу, мора знати купца који ће тај производ купити. Садашњи услови изискују стално иновирање и промену, јер је животни век производа знатно краћи него раније. Купци изискују квалитетан производ. У пословне процесе пословни субјекти су могли улазити, јер су имали финансијски капитал. У савременим условима финансијски капитал је у обиљу, али је присутан недостатак креативних запослених који би стварали нове производе по жељи купаца и на тај начин омогућили остварење успеха пословања⁹.

Некада су промене биле споре и са великим процентом вероватноће су се могле предвидети, за разлику од садашњих услова где су промене брзе и присутна је неизвесност шта ће пословни субјект производити за пар година. Увећана пресликана прошлост је некада била будућност. Међутим, брзе промене у техници, технологији и науци и потребама тржишта су потпуно непредвидиве у будућности.

Раније су споре промене стварале основу за пројекцију будућности и дугорочно планирање. Брзе промене у окружењу и на тржишту у садашњим условима изискују добру стратегију са којом пословни субјект треба да буде веома флексибилан у прилагођавању свакој ситуацији. На националним тржиштима мали пословни субјекти су некада били веома профитабилни.

Прошлост <i>Традиционални пословни субјекти</i>	Садашњост – Будућност <i>Пословни субјекти високих перформанси</i>
Производња – тржиште	Купац – конкурент
Финансијски капитал	Човек (иновативан, предузетан, креативан)
Извесност, вероватноћа	Неизвесност – хаос
Предвидивост, продужење прошлости	Непредвидивост – истраживање будућности
Дугорочно планирање	Стратешко планирање
Национална привреда	Светска привреда
Национални менаџмент	Интернационални менаџмент
Велике јединице капацитета	Мале, флексибилне јединице капацитета
Велики, нефлексибилни пословни субјекти	Мали и средњи флексибилни пословни субјекти
Квантитативан раст	Квалитативан раст
Велика серијска производња	Мање производне серије са променљивим асортиманом
Споре промене	Брзе промене
Масовна производња на текућој траци	Флексибилна групна производња без грешке и складишта
Велике рибе једу мале рибе	Брзе рибе једу споре рибе
Крута, нефлексибилна организација	Флексибилна организација
Хијерархија	Мрежна структура
Концентрација и централизација	Децентрализација
Висока управљачка пирамида	Ниска управљачка пирамида
Велике стручне службе	Мале стручне службе
Претежно извршни и рутински рад	Припремни и креативан рад
Радник у контакту са материјалом	Радник у контакту са информацијама
Средства управљања, наредба, контрола	Мотивација и координација
Мишљење вертикално, линеарно	Системско мишљење, умрежено, креативно, холистичко
Или – или одлуке	И – и одлуке
Нема алтернативе	Има алтернативе
Једно оптимално решење	Више субоптималних решења
Слободно предузетништво и тржишна конкуренција регулисана законима	Додатни утицај етничких критеријума, друштвена одговорност пословног субјекта, етика и тржишна привреда, етика и предузетништво, морални кодекс за менаџере

Табела бр. 2. - Одлике пословања пословног субјекта

9) Није проблем добити кредит, него је проблем где уложити кредит како би га вратили с кама том, а и остварили профит.

Савремена достигнућа чине производњу моћнијом и у квантитативном и у квалитативном смислу, али у оквирима светског тржишта настаје већа профитабилност.

Дакле, некада је национална привреда дозвољавала да менаџмент буде национални, међутим у савременим условима, а с обзиром на то, да се пословање проширило и на међународно тржиште, нужно је имати интернационални менаџмент који је упознат са пословањем на истом. До сада су били присутни велики капацитети, јер је производња дугорочно била непроменљива. Међутим, у садашњим условима, присутни су мање флексибилни капацитети са малосеријском производњом намењеној одређеним купцима. Можемо констатовати да су у садашњим условима мали и средњи пословни субјекти окосница производње, како по запослености, тако и по стварању нове вредности.

Некада се пословни субјект сматрао успешнијим уколико је производио већу количину производа, јер се у количини производње одражавао непроменљив асортиман и великосеријска производња. У савременим условима количина није битна, већ квалитет производа. Купци у садашњим условима уживају у производу који је произведен управо по њиховој мери. Садашњи услови су допринели да великосеријска производња нестане, а задржи се малосеријска производња са променљивим асортиманом. Ово је време када, заправо, нема више спорих промена, јер су их замениле брзе промене. Поменуто може да се илуструје следећом реченицом: „Игру не добија онај играч који у игру улази са најбољим картама, него онај који најбрже и најбоље може променити стратегију своје игре“.

Све више се смањују трошкови пословања, пошто добрим делом нестају потребе за складиштењем производа. Поента је у томе да пословни субјекат буде брз и флексибилан, а не велик и моћан. Све више смо сведоци да нестају крути пословни субјекти, а долазе до изражаја флексибилнији, који се лако прилагођавају променама ради парирања конкуренцији. Раније су се успешним пословним субјектима сматрали они који су имали огромну концентрацију и централизацију капитала, као и одлучивање. У савременим условима, децентрализација се показала бољом, јер се на нижем нивоу одлучивања боље решавају проблеми. Управо зато је нестала висока управљачка пирамида, а настала ниска управљачка пирамида. Са нестанком високе

управљачке пирамиде и великим и крутим пословним субјектом, нестаје потреба за великим стручним службама. Значи, нижи нивои одлучивања и управљања изискују мале стручне службе.

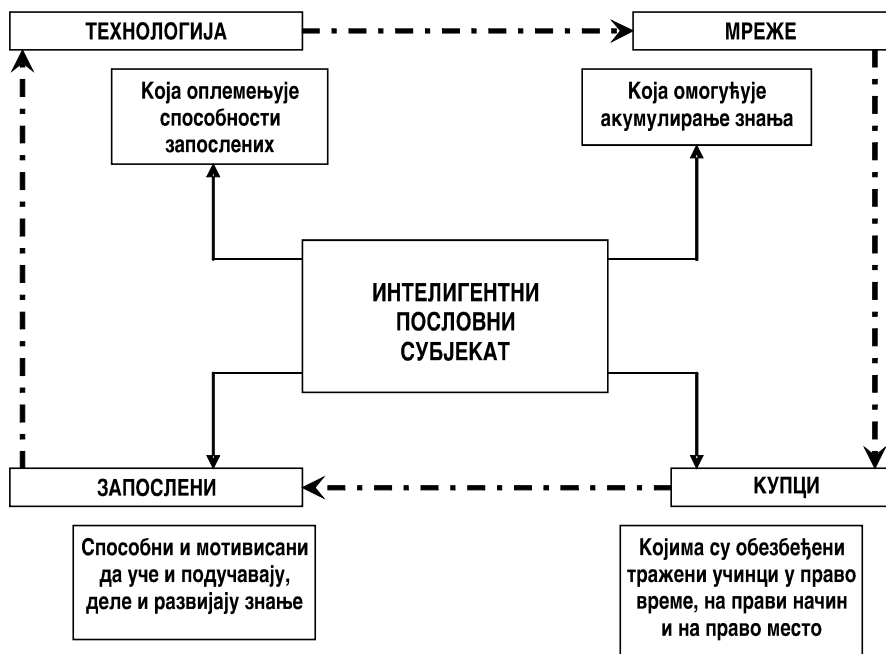
У савременим условима пословања главни краткорочни циљ и даље остаје приход и стварање профита, али не на стари начин, већ кроз стварање додате вредности знањем (употребом интелектуалног капитала), стварањем лојалних потрошача, повећањем вредности тржишних марки, патената, заштитних права и других облика интелектуалног капитала, прикупљањем и управљањем колективног знања које се налази у свим деловима пословног субјекта, као и постизање и одржавање конкурентске предности на тржишту. Ради остварења поменутих, циљева нужно је¹⁰:

- оспособити пословни субјекат да се прилагођава променама у окружењу уз потпуно укључивање и мотивисање свих запослених;
- побољшати разумевање организацијских циљева од стране запослених,
- створити организациону структуру, која подстиче кооперацију и ефикасно извршавање радних задатака (ради остварења жељених циљева);
- стимулисати и ослобађати латентну енергију и креативност пословног субјекта;
- стварати могућност развоја менаџмента у контексту решавања стварних организацијских проблема пословног субјекта;
- повећати степен интеграције менаџмента у радне тимове.

Циљ савремених услова привређивања је трансформација традиционалних пословних субјеката у савремене интелигентне пословне субјекте (видети Шему бр. 4) базиране на знању, тј. интелектуалном капиталу. Интелигентни пословни субјекти у зависности од тога које знање им треба, располажу запосленима који то знање имају и мотивисани су да знање деле и развијају, проширују способност запослених уз помоћ савремене технологије, располажу мрежом за прикупљање знања и успешно управљају интелектуалним капиталом.

Интелигентним пословним субјектом управља менаџмент који подржава учење, иновативност и креативно мишљење. Присутно

10) Sundać prof. dr.sc. Dragomir, Švast mr.sc. Nataša: „Интелектуални капитал – темелјни чимбеник конку рентности предузећа“, Министарство gospodarstva, рада и подuzetništva, Зарпеб, 2009, стр. 26.



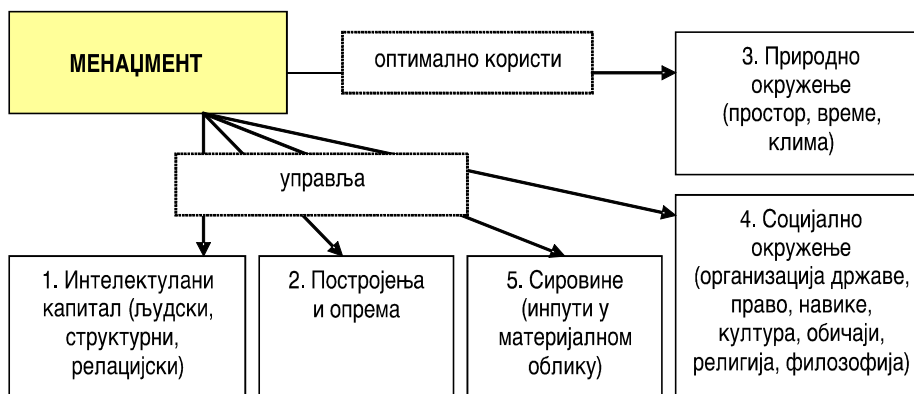
Шема бр. 4 - Окружење интелигентног пословног субјекта

је окружење у којем се запослени сматрају инвестицијом, а не трошком и у којем се подстичу добри међуљудски односи. Људи су флексибилнији, креативнији, а присутна је добра сарадња између менаџера и запослених. Стварају се тимови који изискују самостално вођство и делегирање задатака. Нови показатељи успешности пословања постају флексибилност и адаптивност, за разлику од класичних мерила, продуктивности, рентабилности и економичности.

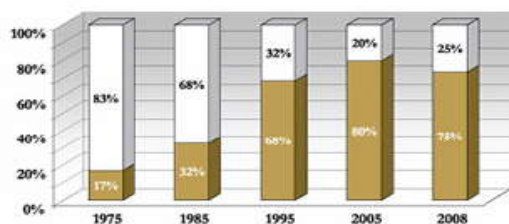
На масовној производњи се базирала традиционална економија, а успешност пословног субјекта се мерила путем материјалне имовине. Најважнији показатељи те успешности у финансијским извештајима су приходи и профит. Иако ови традиционални показатељи све мање дају реалну слику о успешности пословања и данас се они сматрају важним показатељима, али успешност се

више не мери искључиво према створеној маси материјалне имовине, већ према способности пословног субјекта да ефикасно ствара све више додате вредности. Дакле, успешност пословања зависна је од успешности управљања материјалном и нематеријалном имовином, а што приказује Шема бр. 5.

У стварању новостворене вредности у последњих 20-ак година примећује се да је улога материјалне имовине све мања, а улога нематеријалне имовине у укупној вредности постаје све већа. Тренд повећања важности нематеријалне имовине за пословни субјект приказан је на Графикону бр. 1, на којем је уочљиво да је из периода у период раст нематеријалне имовине у пословним субјектима све већи.



Шема бр. 5 - Кључни фактори развоја савременог пословног субјекта



Легенда:

- Материјална имовина
- Нематеријална имовина

Графикон бр. 1 - Структура укупне тржишне вредности¹¹

Са рачуноводственог аспекта посматрано, пословни субјекти у данашњим условима приказују све веће разлике између тржишне вредности и њихове књиговодствене вредности. У пословним субјектима интензивним знањем (фармацеутска индустрија, биохемијска индустрија и технолошко – информациона индустрија), као и у пословним субјектима високих технологија, присутне су највеће разлике између тржишне вредности пословног субјекта и његове књиговодствене вредности. Код њих се највише инвестира у нематеријалну имовину (ауторска права, патенти, франшизинг, марка, бренд, истраживање и развој). Све више се у тим пословним субјектима запослени баве нематеријалним радом. Тако на пример, у корпорацији IBM 6% свих запослених је запослено у производњи, док се осталих 94% бави осталим, неопипљивим, тј. нематеријалним пословима. Разлог раста нематеријалне имовине у укупној вредности пословног субјекта огледа се у томе што се све више новостворене вредности ствара знањем, а мање материјалним ресурсима и радом у непосредној производњи. Наведено показује Табела бр. 3.

Компанија	Нематеријална имовина у млрд \$	Материјална имовина у млрд \$	Укупна тржишна вредност у млрд \$
MICROSOFT	83	2	85
COCA COLA	85	10	95
IBM	63	12	75
GENERAL ELECTRIC	44	23	67
MC DONALD'S	25	5	30
FORD	15	20	35

Табела бр. 3 - Удео материјалне и нематеријалне имовине у укупној тржишној вредности за 2007. годину¹²

2. Интелектуални капитал и фазе у његовом управљању

Уочљиво је да у савременим условима, које карактеришу брзе промене у турбулентном окружењу, успех на тржишту могу постићи једино они пословни субјекти који имају способност производње, управљања и непрекидног повећања сопственог интелектуалног капитала, путем којег стварају додатну вредност. Кључно питање сваког пословног субјекта је управо адекватно управљање интелектуалним капиталом ради обезбеђења раста и развоја, као и конкурентске предности.

Интеракцијом између структурних сегмената интелектуалног капитала ствара се вредност за пословни субјект. Веома је важно непрекидно усавршавати перформансе структурних сегмената интелектуалног капитала, као и начине њиховог међуделовања. Задатак менаџмента је да уведе методе које одражавају трансформацију и индивидуалне способности запослених у организацијске вредности и обрнуто. Непрекидним уклањањем мањкавости ствара се позитивна спирала унапређења перформанси. На пример, запослени путем интеракције с другим стручњацима своје знање унапређују, избегавају чињење грешки уколико располажу адекватном техничком инфраструктуром. У реализацији поменутог, користе се пројектни менаџмент, мултифункционални и виртуелни тимови, примењују се методе и принципи управљања знањем као пословном функцијом.

Задатак менаџмента је да рад запослених усклади са циљевима пословног субјекта. Нужно је препознати индивидуалне потенцијале и пронаћи начине да се оптимално користе за остварење постављених циљева. Нужно је усмеравати запослене ка усавршавању. У складу са потребама, менаџмент треба да одреди оптималне интердисциплинарне тимове уз потребну подршку, инфраструктуру и услове рада тима. Распон дејства је широк, а обухвата уклањање инхибиторних фактора (нетрпељивост, предрасуде, вређања итд.) у функцији продуктивнијег рада чланова тима. Менаџмент утврђује задатке запослених на нивоу тима. Деловање менаџмента односи се на колективно размишљање, конфликте унутар пословног субјекта, мотивацију свих ужих организационих делова, одговорност, интердисциплинарску кооперацију итд. Важно је конфликте трансформисати у инструмент

11) <http://www.oceantomo.com/ICE.html> (датум доступности 10.03.2010)

12) Fortune Magazine, Annual Report TOP 500 companies, 2007

унапређења пословних процеса и успоставити слободну комуникацију на свим нивоима пословног субјекта.

Сматра се да афирмација интелектуалног капитала представља процес у пословном субјекту који би могао пролазити кроз следеће фазе:

1) Развијање свести о значају интелектуалног капитала – представља покретање иницијативе од стране менаџмента пословног субјекта (тј. примена top-down приступа). Поменуто захтева организацију едукационих и мотивационих предавања на тему интелектуалног капитала, како би се сви запослени упознали са истим и како би их он мотивисао. На тај начин добила би се подршка од запослених која је кључна за успех и избегао би се њихов отпор и страх од промена. Затим, нужно је набавити одговарајућу литературу путем које би се добиле додатне информације о значају и структури интелектуалног капитала, као и о начинима управљања саставним сегментима интелектуалног капитала и њиховог идентификовања у пословном субјекту. Дакле, *прва фаза* изискује постепено развијање свести у пословном субјекту путем едукације, литературе, радионица (*work-shop*), дискусија. Сви запослени ће, уколико схвате личну и колективну корист од интелектуалног капитала, бити спремни да почетну идеју о његовом прихватању и реализују.

2) Идентификовање и категоризација комплетне нематеријалне имовине пословног субјекта, према саставним сегментима интелектуалног капитала је следећа фаза која изискује стварање тима водећих менаџера у пословном субјекту (из свих ужих организационих сегмената) који би управљали овом фазом у сарадњи са свим запосленима. Одређивањем и визуализацијом начина управљања базним чиниоцима, менаџмент треба да сагледа стратегију, технологију, културу, тржишно окружење и запослене. Комуникација одоздо на горе, као универзални начин управљања интелектуалним капиталом, не постоји, јер је сваки пословни субјекат јединствен у том погледу. Ова фаза изискује анализу постојећег стања интелектуалног капитала, дефинисање жељеног стања, стварање нове стратегије базиране на интелектуалном капиталу, управљању знањем, трансформацији интелектуалног знања у пословни субјект.

Дакле, *друга фаза* представља **стварање слике о интелектуалном капиталу** и његово појмовно одређење. Неопходно је:

- извршити категоризацију нематеријалних чинилаца пословног субјекта (људски, структурни и релациони капитал);

- извршити анализу садашњег стања интелектуалног капитала у пословном субјекту (потенцијал, снага, ограничавајући чиниоци, слабости);
- извршити дефинисање узрочника због чега је постојеће стање такво какво је;
- утврдити циљеве и жељено стање;
- утврдити кључне нематеријалне факторе за разне гране који су друкчији (за угоститељску грану, кључан је људски капитал и релациони капитал);
- утврдити приоритете (првенствено поенту ставити на базне ствараоце вредности у пословном субјекту);
- утврдити критичне чиниоце (издвојити оне које првенствено треба унапредити);
- укључивање у постојећу стратегију (стратегију проширити квалитетно, тако што би се омогућило свеобухватније управљање ресурсима);
- саставити приказ (да би се омогућило лакше управљање неопипљивим чиниоцима, важно је саставити адекватну слику, на пример, у облику шеме, графика, нацрта).

Трећа фаза се огледа у **утврђивању начина управљања базним чиниоцима**. Чињеница је да не постоји општи начин управљања интелектуалним капиталом. С обзиром на то да је сваки пословни субјекат јединствен и специфичан, нужно је да сваки изврши разраду управљања интелектуалним капиталом на свој начин, користећи постојеће моделе као основу. Битни моменти су тржишно окружење, технологија, људски фактор, култура, стратегија. Комуникација у пословном субјекту треба да иде одоздо на горе.

Утврђивање начина мерења интелектуалног капитала представља *четврту фазу*. Успешно управљање неопипљивом имовином изискује адекватно мерење, јер је чињеница да све оно што се не може мерити, с тим се не може ни адекватно управљати. Стога је неопходно применити мерне елементе за праћење перформанси неопипљивих чинилаца. У оквиру овог сегмента, најважнији је континуитет. Континуирано преиспитивање, утврђивање слабости и њихово унапређење воде ка успеху без обзира на полазиште (добро или лоше).

Пета фаза подразумева **утврђивање новог система извештавања**. Менаџмент може да очекује одређена разумевања запослених и потенцијалних инвеститора, уколико их адекватно обавештава о ономе шта се ради и шта је урађено

до сада у пословном субјекту. Запослене треба да обавештава менаџмент како би ускладили своје акције сходно потребној ситуацији. Додатни екстерни извештај о интелектуалном капиталу (нпр. посебан извештај уз завршни рачун) путем којег менаџмент пружа свеобухватнији увид у напоре који треба да омогуће успешније пословање у будућности за дужи временски период.

Шеста фаза јесте **мотивација запослених**. Чињеница је да су многи запослени скептични ка новом и непознатом, јер се плаше да ће их исто угрозити. Управо зато, задатак менаџмента је да на што приступачнији начин прикаже ефекте увођења новог система извештавања и користи од њега с појединачног и с колективног аспекта. На тај начин ће се запослени лакше и безболније идентификовати с постављеним програмом. Ве-ома битну улогу имају мотивациони програми и отворено и директно сучељавање са евентуалним страховима. Стога, пословни субјекат мора усвојити одговарајућу стратегију, политику, визију, мисију и краткорочне циљеве и укључити их у пословни субјекат.

Интерним (а, временом и екстерним) извештавањем потребно је успостављати мерни систем и по потреби модификовати стратегију управљања и унапређења интелектуалног капитала. Поступак управљања интелектуалним капиталом пословног субјекта, може се идентификовати у Табели бр. 4.

Постављање визије, мисије и циљева базираних на интелектуалном капиталу представљају основу за афирмацију концепта интелектуалног капитала. Стратегија пословног субјекта која се базира на интелектуалном капиталу са циљем

стварања конкурентских предности, усмерена је првенствено на све сегменте интелектуалног капитала пословног субјекта, као потенцијалу за стварање нове вредности истог пословног субјекта и стварање ефикасне и иновативне пословне праксе, интелектуално јаким запослених, визионарског менаџмента и проактивне организационе структуре.

На интелектуалном капиталу базирана стратегија је усклађена са утицајем спољњег окружења, прилагођена мисији и циљевима пословног субјекта, усклађена са унутрашњим снагама, политикама, циљевима и личним способностима запослених и менаџмента. Спремна за прихватање пословног ризика, еластична за тржишне комуникације, тржишно је усмерена у складу са осталим пословним стратегијама, усмерена ка стварању додате вредности и унапређењу знања. Олакшава прикупљање и управљање колективним знањем у пословном субјекту истиче важност мерења и управљања интелектуалним капиталом, подстиче повећање вредности ауторских права, патената, брендова и осталих облика интелектуалног капитала.

Стратегија базирана на интелектуалном капиталу тежи остварењу конкурентске предности, а карактеришу је јединственост, одрживост, висок степен променљивости. У циљу постављања стратегије засноване на интелектуалном капиталу потребно је идентификовати комплетну нематеријалну имовину у складу са саставним сегментима интелектуалног капитала, као и индикаторе успеха.

ТЕМЕЉИ	ПОТЕНЦИЈАЛ СТВАРАЊА ДОДАТЕ ВРЕДНОСТИ	КЉУЧНИ ПРОЦЕСИ	РЕЗУЛТАТИ
Визија	Људски капитал	Развијање свести о значају интелектуалног капитала	МАТЕРИЈАЛНИ: Финансијски извештаји Количина произведених учинака Број нових потрошача НЕМАТЕРИЈАЛНИ: Имиџ пословног субјекта Повећања задовољства потрошача Лојалност потрошача Верност запослених
Мисија	Структурни капитал	Идентификовање и категоризација комплетне нематеријалне имовине пословног субјекта према саставним сегментима интелектуалног капитала	
Циљеве	Релациони / потрошачки капитал	Одређивање и визуализација начина управљања кључним чиниоцима	

Табела бр. 4 - Управљање интелектуалним капиталом пословног субјекта

Следећи приказ пружа идентификацију неких саставних сегмената и индикатора интелектуалног капитала:

ИНТЕЛЕКТУАЛНИ КАПИТАЛ

а) ЛЉУДСКИ КАПИТАЛ

- број запослених
- флукуација запослених
- просечно трајање запослења
- ниво едукације
- трошкови едукације
- дужина трајања едукације
- проценат трошкова радне снаге у односу на укупне трошкове
- профитабилност по запосленом
- стварање додате вредности по запосленом.

б) СТРУКТУРНИ КАПИТАЛ

- трошкови инвестиција у информациону технологију по запосленом
- број база података
- број патената
- зарада по лиценци.

с) ПОТРОШАЧКИ / РЕЛАЦИОНИ КАПИТАЛ

- број нових потрошача у текућој години
- профитабилност по потрошачу
- број пословних партнера
- стање имица пословног субјекта
- фреквентност поновних наруџби
- број посета web-сајту.

Менаџери могу да идентификују интелектуални капитал кроз¹³ побољшање способности пословног субјекта да досегне своје циљеве, успешно планирају и финансирају истраживање и развој, доношење одлука за реинжењеринг програм, фокусирање на едукацију и тренинг програме, успешно спровођење бенчмаркинга, проширујући знање и идентификујући кључне ресурсе.

Колико је пословни субјект базиран на интелектуалном капиталу, можемо да уочимо путем одговора на следећа питања:

- да ли у пословном субјекту постоји особа одговорна за управљање и унапређење интелектуалног капитала;

- да ли постоје мерења којима се може измерити квалитет иновационих процеса у пословном субјекту;
- да ли се организују семинари и предавања како би се запослени информисали о најновијим трендовима у пословању и најновијим достигнућима;
- да ли сте у стању да схватите жеље и потребе потрошача, да их задовољите и да их предвидите;
- да ли прикупљате информације са тржишта о вашим постојећим и потенцијалним потрошачима и конкурентима о социјалном и економском стању и променама;
- да ли у вашем пословном субјекту постоји запослени одговоран за стварање и управљање пословним мрежама (партнери, дистрибутери итд.);
- да ли имиџ вашег пословног субјекта указује на то да сте пословни субјекат са способношћу да креира и нуди нове идеје на тржишту како би задовољио своје потрошаче и понудио им најбоље и најквалитетније учинке;
- да ли располажете квалитетном интерном информационо–комуникационом структуром која омогућава вашим запосленима неометану комуникацију и размену информација и идеја.

Уколико је добијен потврдан одговор на већи део ових питања, пословни субјекат је свестан вредности интелектуалног капитала. Уколико је обрнуто и већи део негативних одговора, треба учинити одговарајуће потезе путем којих ће се обезбедити концепт интелектуалног капитала, јер од њега зависи даљи успех пословног субјекта.

Савремена кретања у области глобалне привреде потврђују тврдње неких економиста да је знање, тј. интелектуални капитал основни чинилац на ком се заснива привредни развој у будућности. Развој знања и његово стапање у интелектуални капитал у садашњим условима је услов привредног, технолошког и другог напретка. Главна одлика нове економије, тзв. економије знања је повећање удела знања у новоствореној вредности. Дакле, у економији знања конкурентнији ће бити пословни субјекти који користе интелектуални капитал у свакодневном пословању

13) Edvinsson, L., Malone, M. S. *Intellectual Capital Realising Your Companies True Value by Finding Hidden Brainpower*, Harper Collins, New York, 1997, p. 19.

у односу на оне који га не користе. Поменуто је илустровано у Табели бр. 5.

ПОСЛОВНИ СУБЈЕКТИ КОЈИ КОРИСТЕ ИНТЕЛЕКТУАЛНИ КАПИТАЛ	ПОСЛОВНИ СУБЈЕКТИ КОЈИ НЕ КОРИСТЕ ИНТЕЛЕКТУАЛНИ КАПИТАЛ
Имаће материјално и нематеријално богатство	Неизвесна судбина
Успешније ће се суочити са новим изазовима и конкуренцијом	Деловаће локално и регионално
Максимално ће користити нове ресурсе	Имаће стихијски развој
Искористиће оптимално сопствене потенцијале	
Повећаће способност стварања вредности	
Имиџ пословног субјекта ће се побољшати	
Задржаће и придобити нове потрошаче	
Оствариће успешнију комуникацију унутар и ван пословног субјекта	
Развиће корпорацијску културу која подстиче запослене на проширење свога знања	
Повећаће тржишну вредност	

Табела бр. 5 - Пословни субјекти који (не) користе интелектуални капитал

Конкурентска предност базирана на интелектуалном капиталу омогућава стварање веће додате вредности учинака, пошто је интелектуални капитал базни чинилац управо произвођења конкурентских предности. Управљање интелектуалним капиталом и континуирано улагање у њега, тзв. нови начин стварања вредности, указује на то да је за пословни субјекат у савременим условима мање важно колика му је вредност физичке имовине, а много је важније колика је способност његових запослених да стварају вредност. Управо зато је задатак менаџмента у садашњим условима да употребе знање којим располажу, трансформишу га у интелектуални капитал и на тај начин створе синергетску везу између иновативности, креативности, способности запослених и могућности информационих технологија и других ресурса.

У садашњим условима скоро више не постоји ниједан учинак који се на тржишту појављује искључиво захваљујући способности производње. У структури цене учинка све је мање и мање заступљена непосредна физичка производња. У цени коштања драстично расте нематеријална вредност¹⁴ у виду способности запослених да побољшају учинак, да га учине занимљивим за куп-

це, да га презентују на јединствени начин, да осмисле нови, итд.

3. Методе за мерење интелектуалног капитала

Саставни сегменти сваког пословања су мерење, документовање и евидентирање. Уколико смо свесни перформанси ресурса у прошлости и садашњости, могу се развити стратегија и усмерити снаге ка будућности. Познато је да свим што се може мерити - тиме се може успешно и управљати. Нужно је запослене оспособити за самостално праћење реализације постављених циљева, уз утврђивање сопствених доприноса. Материјална (видљива) имовина пословног субјекта и финансијски капитал успешно се мере и билансирају, јер је традиционални систем мерења, ретроспективно посматрано, разрађен до савршенства.

Међутим, у савременим условима пословања, осим финансијских параметара, важне су и нефинансијске информације, тј. информације о перформансама интелектуалног капитала. Поменили смо да је сегмент знања у новоствореној вредности све већи, међутим, његова улога при стварању вредности није адекватно евидентирана, нити вреднована у финансијским извештајима пословних субјеката.

Забрињавајуће је то што је присутан велики јаз између књиговодствене и тржишне вредности пословног субјекта, а што се нарочито негативно манифестује на пословне субјекте који су интензивни знањем и информацијама (дизајн, софтвер, итд.), при чему су односи 1:10 у корист тржишне вредности постали уобичајени. С обзиром на наведено, могу се поставити питања како мерити интелектуални капитал и његов допринос и коју информациону вредност имају традиционални финансијски извештаји за постојеће и потенцијалне инвеститоре, менаџмент, запослене и акционаре.

Ако није више кључно питање "да ли" мерити интелектуални капитал, онда је неопходно потражити одговор на следеће питање, а то је "како" га мерити, односно како одређивати његову вредност. Велико интересовање научне и стручне јавности за одређивање вредности интелектуалног капитала допринело је многобројним истраживањима у овој области, па су се у последњих петнаест година појавиле бројне методе, различите по циљевима, карактеристикама и понуђеним решењима. Упркос све већем броју публикација, може се закључити да пословни субјекти самостално креирају нова концептуална и техничка унапређења везана за интелектуални капитал и због тога показују јаку заинтересованост за практичну примену.

14) Најбољу илустрацију може да нам да стратегија светске успешне корпорације Nike, која је искључиво маркетиншко продајна, а не производна. У једном пару тенис патика Nike, цена производње износи само 25% од њихове укупне цене (материјал 15%, трошкови транспорта и амбалаже 10%), 75% је нематеријални део (дизајн, реклама, маркетинг).

Методи се генерално разликују по новчаном вредновању или по систему индикатора, покушавајући да покрију аспекте које је тешко дефинисати путем новчаних израза, као што је практично искуство запослених и оно се вреднује нефинансијским, тј. квалитативним величинама. "Веза између приступа заснованих на финансијским/квантитативним аспектима, с једне и нефинансијским/квалитативним с друге стране, може бити у великој узрочности са перспективама рачуноводства пословног субјекта у погледу екстерног извештавања или интерног контролинга."¹⁵ Зато се финансијски оријентисани приступи углавном користе у вредновању самих пословних субјеката, а немонетарни критеријуми се обично користе при интерном контролингу (на пример, при развоју интелектуалног капитала).

Потреба да се изврши генерално поређење залиха интелектуалног капитала између фирми водила је развоју трију метода које су: (1) изведене из проверених финансијских извештаја пословног субјекта и (2) независне од дефиниције интелектуалног капитала коју је усвојио пословни субјекат.¹⁶

- однос тржишне и књиговодствене вредности,
- Тобинов Q – Однос тржишне вредности и трошкова репродукције,
- укалкулисана нематеријална вредност.

3.1. Однос тржишне и књиговодствене вредности

Основна идеја ове методе заснива се на израчунавању разлике између тржишне капитализације пословног субјекта и његове књиговодствене вредности. Чињеница је да ће вредност интелектуалног капитала бити репрезентована путем разлике између књиговодствене и тржишне вредности. Ако је тржишна вредност пословног субјекта 11 милиона долара, а његова књиговодствена вредност 8 милиона долара, остатак од 3 милиона представља вредност интелектуалног капитала. Главна предност ове методе је њена једноставност, тј. релативно једноставна могућност процењивања вредности интелектуалног капитала пословног субјекта, посебно посматрана из екстерног окружења.

Ова форма израчунавања је лако применљива, претпостављајући да је све што остане неопипљиво након одузимања књиговодствене вредности. Проблем ове методе је очигледан, јер као што је то случај и са осталим показатељима за

мерање, што је лакши поступак израчунавања, теже је обухватити комплексност. Тржиште хартија од вредности је под дејством многих макроекономских фактора, а не сме се занемарити ни утицај изазван разним спекулацијама. У суштини, до ове нумеричке вредности интелектуалног капитала може се доћи у случају да пословни субјекат заиста може одредити реалну тржишну вредност без потешкоћа. Тренутни рачуноводствени модел не омогућава да се пословни субјекат вреднује у целини. Уместо тога, евидентира свако средство појединачно, у износу који одговара националном или међународном рачуноводственом стандарду према којима се припремају финансијски извештаји (на пример, историјски трошак, измењени историјски трошак, репродукциона вредност итд.).

Тржиште вреднује пословни субјекат у целини у складу са *going concern* принципом и стратешким циљем. Може се доказати да разлика између ових двеју форми вредновања може бити дефинисана као вредност интелектуалног капитала. Ова вредност ће тада бити изложена варијацијама књиговодствене вредности појединачних средстава, њиховој садашњој тржишној цени и различитим недостацима који могу бити присутни у тржишном вредновању. Међутим, мора се признати да, ако се дефинише на овај начин, тада се спомиње целина, укључујући разлику између појединачних средстава и тржишног вредновања пословног субјекта. Поступку израчунавања интелектуалног капитала који примењује разлику између тржишне и књиговодствене вредности као слабост се приписује нетачност, због тога што се на књиговодствену вредност може утицати ако пословни субјекти изаберу или су условљени да прихвате пореске олакшице у рачуноводствене сврхе.

3.2. Тобинов Q – однос тржишне вредности и трошкова репродукције

Ова метода је првобитно замишљена за предвиђање понашања инвестиција, а касније се показала као добар показатељ при упоређивању интелектуалног капитала између пословних субјеката. Она користи вредност репродукционих трошкова средстава пословног субјекта како би се предвиделе инвестиционе одлуке пословног субјекта, независне од каматних стопа.

Тобинов Q ¹⁷ је однос тржишне вредности пословног субјекта (цена акције \times број акција) и репродукционих трошкова његових средстава. Тржишна вредност је највероватнија цена коју би

15) Mertins, K., Heisig, P., Vorbeck, J., *Knowledge Management, Concepts and Best Practices*, Second Edition, Springer – Verlag Berlin Heidelberg, Germany, 2003, p. 155.

16) Ibidem, p. 156.

17) Методу под називом Тобинов Q првобитно је развио амерички економиста James Tobin (1918–2002) добитник Нобелове награде у области економије 1981. године за анализу финансијских тржишта.

одређено средство постигло на отвореном и конкурентном тржишту под условима неопходним за фер продају. Трошкови репродукције (замене) представљају трошкове поновног стварања користи, остварене употребом одређеног средства. Ако су репродукциони трошкови средства пословног субјекта нижи од његове тржишне вредности, тј. уколико је коефицијент Q већи од 1, пословни субјекат остварује монополску добит, а ако су виши, тј. коефицијент Q мањи од 1, онда остварује нормалан принос на своје инвестиције.

Тобинов Q је могуће применити и на појединачна средства пословног субјекта, тако што се тржишна вредност средства ставља у однос с трошковима његове замене и уколико је коефицијент Q неког средства мањи од 1, значи да је тржишна вредност мања од трошкова његове замене и није профитабилно ново улагање у ово средство. Приликом истраживања инвестиција, Тобин је развио овај коефицијент као меру која помаже у доношењу одлука о инвестирању, односно која открива да ли би требало повећати или смањити уложени капитал (инвестицију).

Тобинов Q није првобитно био коришћен као процедура за израчунавање интелектуалног капитала и према Тобиновом мишљењу, Q почиње да даје ефекте када пословни субјекат ужива неубичајено висок профит од нечега што други пословни субјекти немају. То је одговарајућа дефиниција потенцијалног која се манифестује у интелектуалном капиталу као имовина знања, у чијем случају тржишна вредност превазилази трошкове репродукције.

Stewart предлаже ширу употребу овог коефицијента, јер сматра да се Тобинов Q може користити и за мерење интелектуалног капитала и то као веома добра мера. Q открива способност пословног субјекта да оствари необично високе профите, јер поседује нешто што нико други нема. *Stewart* сматра да је Тобинов Q знатно прецизнији од методе односа тржишне и књиговодствене вредности. "То није лоша дефиниција снаге интелектуалног капитала: ви и ваши конкуренти вероватно имате слична основна средства, али неко од вас има нешто јединствено – људе, системе, клијенте – што му омогућава да заради много више новца".¹⁸ Међутим, Тобинов Q зависи од истих егзогених варијабли које утичу на тржишну цену као што је описано код претходне методе. Употреба Тобиновог коефицијента Q као мере интелектуалног капитала заснива се на истим претпоставкама на којима се заснива и употреба односа тржишне и књиговодствене вредности као мере интелектуалног капитала. Обе ове методе су највише прилагођене компарацији вредности не-

материјалних средстава пословних субјеката унутар исте индустрије, који услужују иста тржишта и имају сличну врсту основних средстава.

Предност Тобиновог коефицијента је у томе што неутралише политику амортизације јер уместо књиговодствене вредности користи трошкове замене. Прављењем компарација унутар индустрије међу основним конкурентима пословних субјеката, ови показатељи могу служити као перформансе бенчмаркинга (стандардна јединица као основ за поређење) и могу бити коришћени за унапређење интерног менаџмента или корпоративне стратегије пословног субјекта.

3.3. Укалкулисана нематеријална вредност

Укалкулисану нематеријалну вредност¹⁹ развијена је у NCI Research Illinois, како би се израчунала фер тржишна вредност нематеријалних средстава пословног субјекта. Ова метода израчунава вишак приноса на непокретна средства (*hard assets*), затим користи ову бројку као основу за одређење пропорције приноса који се може приписати нематеријалним средствима.

Интелектуални капитал се израчунава у односу на достигнућа просечног конкурента, тј. с просеком дате индустријске гране. Међутим, "предуслов мора бити задовољен, наиме да су доступни подаци о профиту целокупног капитала у оквиру сопственог пословања. У вези с поменути, NCI користи податке из Студија годишњих извештаја *Robert Morris* Асоцијације за предузећа са истим кодом привредне гране".²⁰

Просечне приходе пословног субјекта треба поделити са просеком његових материјалних средстава за одређени временски период. Затим се овај резултат, који представља поврат на средства упоређује са просеком у индустрији. Разлику је потребно поделити са просеком материјалних средстава пословног субјекта, како би се израчунали просечни годишњи приходи од нематеријалних (неопипљивих) средстава. Процена вредности нематеријалних средстава пословног субјекта може бити изведена дељењем горе поменутих просечних прихода просечним трошковима капитала пословног субјекта или каматном стопом.

Закључак

У савременим условима пословања главни краткорични циљ и даље остају приход и стварање профита, али не на стари начин, већ

18) Stewart T., *Intellectual Capital*, The New Wealth of Organizations, Bantam Books, London, 1997, p. 225.

19) Calculated Intangible Value – CIV.

20) Ibidem, p. 227.

стварањем додате вредности знањем, тј. употребом интелектуалног капитала, стварањем логичких потрошача, повећањем вредности тржишних марки, патената, заштитних права и других облика интелектуалног капитала, прикупљањем и управљањем колективним знањем које се налази у свим деловима пословног субјекта, као и постизањем и одржавањем конкурентске предности на тржишту.

Циљ савремених услова привређивања је трансформација традиционалних пословних субјеката у савремене интелигентне пословне субјекте базиране на знању, тј. интелектуалном капиталу. Интелигентни пословни субјекти у зависности од тога које знање им треба, располажу запосленима који то знање имају и мотивисани су да знање деле и развијају, проширују способност запослених уз помоћ савремене технологије, располажу мрежом за прикупљање знања и успешно управљају интелектуалним капиталом.

Интелигентним пословним субјектом управља менаџмент који подржава учење, иновативност и креативно мишљење. Присутно је окружење у којем се запослени сматрају инвестицијом, а не трошком и у којем се подстичу добри међуљудски односи. Људи су флексибилнији, креативнији, а присутна је добра сарадња између менаџмента и запослених. Стварају се тимови који изискују самостално вођство и делегирање задатака.

Нови показатељи успешности пословања постају флексибилност и адаптивност, за разлику од класичних мерила, продуктивности, рентабилности и економичности. Доказ економске моћи није у располагању богатством, већ у способностима за промене. Такав пословни субјекат непрекидно истражује потребе купаца, унапређује учинке и технолошке процесе, сходно очекивањима и захтевима купаца и делује на друштвено и еколошки прихватљив начин.

У стварању новостворене вредности у последњих 20-ак година, примећује се да је улога материјалне имовине све мања, а улога нематеријалне имовине у укупној вредности постаје све већа. Разлог раста нематеријалне имовине у укупној вредности пословног субјекта се огледа у томе што се све више новостворене вредности ствара знањем, тј. употребом интелектуалног капитала, а мање материјалним ресурсима и радом у непосредној производњи.

Литература

1. Benston, G.; Bromwich, M.; Litan, R.; Wagenhofer, A.: *Worldwide Financial Reporting*, Oxford Scholarship Online, February, 2006
2. Дмитровић Шапоња, проф. др Љиљана; Шијан, Горан, "Интелектуални капитал – скривена вредност предузећа", часопис *Анали Економског факултета у Суботици*, бр. 9, Економски факултет Суботица, 2003.
3. Дмитровић Шапоња, проф. др Љиљана; Шијан, Горан; Милутиновић, Сунчица: "Intellectual Capital: Part of a Modern Business Enterprise of The Future", 5th International Conference of the Faculty of Management Koper, University of Primorska, Portoroz, 18–20th November, 2004.
4. Дмитровић Шапоња, проф. др Љиљана; Шијан, Горан; Милутиновић, Сунчица: „Интелектуални капитал као предуслов постизања конкурентске предности на светском тржишту“, XI интернационални научни скуп СМ 2006 *Стратегијски менаџмент и системи подршке одлучивању у стратегијском менаџменту*, Суботица-Палић, 25-26. мај 2006.
5. Дмитровић Шапоња, проф. др Љиљана: "Извештавање о интелектуалном капиталу", 38. симпозијум Савеза рачуновођа и ревизора Србије *Изазови пословног финансијског извештавања у функцији менаџмента предузећа и банака*, Златибор, 24-26. мај, 2007.
6. Дмитровић Шапоња, проф. др Љиљана; Шијан, Горан; Милутиновић, Сунчица: "Интелектуални капитал – изазов за савремено финансијско извештавање", часопис *Рачуноводство*, бр.11-12, Савез рачуновођа и ревизора Србије, Београд, 2007.
7. Дмитровић Шапоња, проф. др Љиљана; Шијан, Горан; Милутиновић, Сунчица: „Intellectual Capital as the Driving Force of Success in a Modern Company in Terms of Globalization”, International Conference *Business and Globalization*, Ohrid, Macedonia, 19-20th October, 2007
8. Дмитровић Шапоња, проф. др Љиљана; Шијан, Горан; Милутиновић, Сунчица: „Извештај о интелектуалном капиталу –

- важан извор информација у функцији адекватног финансијског извештавања“, XI интернационални симпозијум Сум-Орг *Менаџмент и друштвена одговорност*, Факултет организационих наука, Београд, 10-13. септембар, 2008.
9. Дмитровић Шапоња, проф. др Љиљана; Шијан, Горан: „Важност процењивања нематеријалне имовине у финансијским извештајима“, часопис *Анали Економског факултета у Суботици*, бр. 20, Економски факултет Суботица, 2008.
 10. Edvinsson, L.; Malone, M. S.: „Intellectual Capital Realising Your Companies True Value by Finding Hidden Brainpower“, Harper Collins, New York, 1997
 11. *Fortune Magazine*, Annual Report TOP 500 companies, 2007
 12. Gore, R.; Zimmerman, D.: „Building the Foundations of Financial Reporting: The Conceptual Framework“, *The CPA Journal*, August, 2007
 13. Intellectual Capital Report 2005, Knowledge for Stability, Euro System, Oesterreichische National bank, Vienna, 2006
 14. Mertins, K.; Heisig, P.; Vorbeck, J.: *Knowledge Management, Concepts and Best Practices*, Second Edition, Springer – Verlag Berlin Heidelberg, Germany, 2003
 15. Mouritsen J., Bukh P. N. Marr B. “Reporting on Intellectual capital: Why, What and How?”, *Measuring Business Excellence*, Vol. 8, No. 1, 2004
 16. Новићевић, проф. др Благоје: “Утицај глобализације на финансијског извештавање”, Зборник радова 35. симпозијума СРРС, Златибор, јун, 2004.
 17. Практична примена МСФИ у Републици Србији, Савез рачуновођа и ревизора Србије, Београд, септембар, 2008.
 18. Stewart T.: „Intellectual Capital, The New Wealth of Organizations“, Bantam Books, London, 1997
 19. Sundać prof. dr.sc. Dragomir, Švast mr.sc. Nataša: „Интелектуални капитал – темелјни чимбеник конкурентности предузећа“, Министарство gospodarstva, rada i poduzetničtva, Загреб, 2009.
 20. The Danish Trade and Industry Development Council: Intellectual Capital Accounts (Reporting and Managing Intellectual Capital), Copenhagen, Denmark, 1997
 21. Зборник радова *Корпоративно и јавно управљање у функцији развоја конкурентности*, Милочерски економски форум, Милочер, 2007.
 22. <http://www.weforum.org/pdf/gcr/2008/rankings.xls>
 23. <http://www.oceantomo.com/ICE.html>
-

др Војислав
МАРЈАНОВИЋ*

Стање и перспективе система обрачуна трошкова у привредним друштвима

Резиме

Спровођење истраживања о стању и перспективама система обрачуна трошкова у српским привредним друштвима проистиче из потребе да се сагледа развијеност рачуноводственог информационог система при крају процеса приватизације бивших друштвених и државних предузећа. Истраживање је засновано на истоветној анкети, која је спроведена у највећим немачким предузећима. На тај начин се стиче значајна основа за поређење тренутног стања система обрачуна трошкова, у једној транзиционој и земљи са развијеном тржишном економијом.

Кључне речи: системи обрачуна трошкова, обрачун стварних трошкова, обрачун планских трошкова, *Activity-Based Costing*, софтверска решења

Увод

У српским истраживачким пројектима пословне економије у вези са обрачуном трошкова, последњих година је посвећено мало пажње, упркос чињеници да он представља значајан извор података, за потребе доношења краткорочних пословних одлука. У том контексту, у овом раду настојимо да укажемо на тренутно стање обрачуна трошкова у најуспешнијим српским привредним друштвима у 2008. години, пошто та друштва треба да представљају лидере у развијању нових и спровођењу постојећих ефективних идеја у свим аспектима пословања, унутар саме државе. Рад обухвата првенствено три главна подручја интересовања: тренутно стање обрачуна трошкова, краткорочне перспективе и утицај одређених софтверских решења на обрачун трошкова. Аспект тренутног стања пре-

васходно се односи на ситуацију код обрачуна по врстама, местима и носиоцима трошкова, као и на ниво тренутног задовољства руководиоца рачуноводствене функције примењеним системима обрачуна трошкова.

Рад је заснован на истраживању, спроведеном према списку 300 најуспешнијих српских привредних друштава разврстаних у 20 сектора, у 2008. години, који је објавио *Ekonom.east Media Group*, у специјалном годишњем издању, новембра 2009. године. У њему су привредна друштва рангирана на основу различитих критеријума успешности, међу којима су најзначајнији: пословни приход, раст пословног прихода, пословна добит пре амортизације (ЕБИТДА), маржа пословне добити пре амортизације и добит пре опорезивања (ЕВТ). Током децембра 2009. и јануара и фебруара 2010. године најпре је телефонски контак-

*) Доцент на Пословном факултету Универзитета Сингидунум у Београду.

тирано са 167 привредних друштава са поменутог списка, за која се претпостављало да имају развијен систем обрачуна трошкова (погонски обрачун). Ради поједностављења и елиминисања двоструког обухватања, пошто је велики број привредних друштава присутан у више сектора, у истраживању је извршено разврставање у пет група припадности (индустријска, трговинска, услужна, новинско-издавачка и грађевинска), у зависности од основне делатности посматраног привредног друштва. Након добијања сагласности, изабраним провредним друштвима је послат упитник на седам страна, који је садржао 27 питања, од којих је 6 било отвореног, а преосталих 21 затвореног типа, односно са унапред понуђеним одговорима. Закључно са 1. мартом 2010. године остварена је стопа повраћаја попуњених упитника од 38,3%. Међу респондентима су и привредна друштва као што су НИС, *Velefarm*, *Књаз Милош*, *MesserTehnogas*, *Carnex*, *Политика*, итд. У целокупном раду доминирају методи статистичке анализе међу којима су најзначајнији: анализа аритметичке средине, метода стандардне девијације, Пирсонове расподеле, коефицијент детерминације, рангирање и тренд. Такође су коришћени и многобројни графички прикази као што су: статистичке пите, хоризонтални и вертикални стубасти дијаграми, прикази серије, дијаграми растурања, итд. Ови методи анализе и начини приказивања података омогућили су поређење добијених резултата са истраживањем које је спровела група универзитетских професора, у 300 највећих немачких предузећа, према билансној суми за 2003. годину, које је објављено у часопису *Controlling & Management*, 2009. године¹. Упоред-

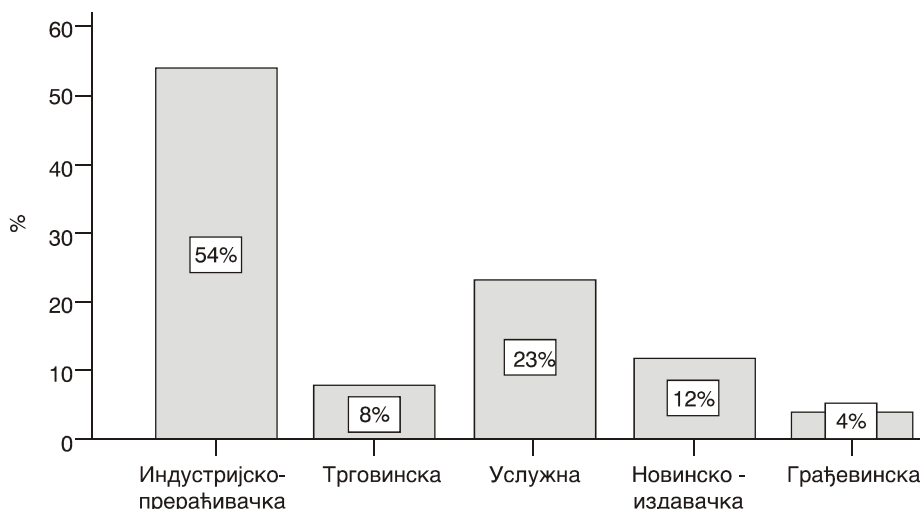
дивост података је висока, пошто је аутор овог рада, након контакта са групом немачких професора, за потребе свог истраживања користио готово истоветни упитник. При том се посебно захваљујем Gunther-у Friedl-у, професору на Катедри за пословну економију-controlling, на Technische Universität-у München, на прослеђеном упитнику и саветима приликом спровођења истраживања.

1. Искусствени налази о садашњем стању обрачуна трошкова у српским привредним друштвима

Од укупног броја анализираних привредних друштава, 54% су индустријско-прерађивачка, 23% услужна, 12% новинско-издавачка, 8% трговинска и 4% грађевинска, са просечним бројем запослених 983 (медијана 364), при чему је минимални број радника 49, а максимални 12.228. Један од **најзначајнијих резултата** истраживања је **мишљење особа** које су попуњавале упитник, о томе **које циљеве су испунили примењени системи обрачуна трошкова**, као и о **циљевима који се очекују у будућности**. Међу особама које су попуњавале упитник доминирали су руководиоци рачуноводства (35%) и финансијски директори (12%), док су мањи удео чинили руководиоци финансијских служби, заменици финансијских директора, као и они који су спроводили поједине функције контролинга.

За вредновање мишљења о циљевима примењеног система обрачуна трошкова, у упитнику је коришћена скала са описним карактеристикама

Приказ 1 - Структура делатности анкетираних привредних друштава



1) Friedl Gunther, Kypfer-Hans Ulrich, Pedell Burkhard, et al.: „Stand und Perspektive der Kostenrechnung in deutschen Großunternehmen“, Controlling und Management. ZfCM-Zeitschrift für Controlling & Management. Gabler Verlag, Wiesbaden, Heft 2, Мдрз/Април 2009, S. 111.-116.

(*потпуно нетачно, мало тачно, делимично тачно, углавном тачно, потпуно тачно*), са нумеричким вредновањем од 1 (*потпуно нетачно*), до 5 (*потпуно тачно*).

Приказ 2 - Циљеви примењених система обрачуна трошкова

Циљеви обрачуна трошкова	Средња вредност	Стандардно одступање
Прегледност трошкова	4,56	0,768
Контрола места трошкова	4,37	0,955
Утицај на структуру трошкова	4,24	0,723
Обрачун цене коштања и продајне цене	4,15	0,925
Обрачун најниже прихватљивих цена	4,08	0,929
Подршка пројектном controlling-у	3,84	0,898
Планирање производног програма	3,70	0,765
Утицај на мотивацију запослених	3,50	1,000
Подршка планирању инвестиција	3,48	1,123
Подршка стратегијском планирању	3,45	1,143
Подршка контроли инвестиција	3,29	1,309

У Приказу 2 уочава се да су највише вредновани циљеви *прегледност трошкова, контрола места трошкова, утицај на структуру трошкова, као и обрачун цене коштања*. Циљевима подршке пројектног *controlling-a*, планирање производног програма, приписан је релативно високи значај, док циљеви који се односе на *утицај на мотивацију запослених* и *дугорочни аспект инвестиција*, немају изразити значај. До сличних резултата дошла је и група професора у анкети немачких предузећа. Највећи значај додељен је *контроли места трошкова* (4,18), *планирању производног програма* (4,04), док се на последњем месту налази *утицај на мотивацију запослених* (2,64). **Овакви резултати у високом степену потврђују претпоставку да резултати обрачуна трошкова првенствено доприносе краткорочном и средњорочном аспекту руковођења предузећем, док су за дугорочни аспект погодније дисциплине попут пословних финансија и стратешког управљања.** Разлика се састоји у томе што је нешто виши значај приписан готово свим посматраним категоријама у анкети српских привредних друштава, док резултати немачке анкете указују на нешто дугорочнији аспект посматрања, пошто се већа пажња посвећује

значају трошкова у пословном одлучивању. Анкета српских привредних друштава открива чињеницу да се обрачун трошкова углавном користи као инструмент прегледности трошкова и обрачуна различитих категорија цена, што оставља утисак недовољне развијености класе 9 контног оквира, посебно у вези са аналитичком евиденцијом по местима трошкова.

Од укупног броја анкетираних привредних друштава представници свих предузећа су се изјаснили да бар у неком облику примењују обрачун стварних трошкова, док је свега 34,6% навело да спроводи обрачун планских потпуних, или делимичних трошкова. На директно питање, да ли се уопште примењује обрачун делимичних трошкова, одговор је дало свега 7,7% (сви су одговорили са *да*), док је чак 92,3% прескочило ово питање. Међутим, чак 84,6% анкетираних привредних друштава се изјаснило да примењује обрачун по местима трошкова, док 50% спроводи раздвајање укупних трошкова на фиксну и варијабилну компоненту, а 73,1% практикује раздвајање директних и индиректних трошкова. Поред тога, 57,7% испитаника је одговорило да приликом формирања продајне цене води рачуна о степену накнаде трошкова, односно контрибуционој добити, док 26,9% наводи да је оријентисано искључиво на нето добит. Овакви резултати недвосмислено указују на то да су у већини анкетираних привредних друштава испуњени скоро сви услови за адекватну примену система обрачуна делимичних трошкова, иако се мали број испитаника експлицитно изјаснио за његову примену. Ова тврдња је појачана чињеницом да међу основним циљевима обрачуна трошкова преовлађују прегледност и контрола места трошкова, који између осталог чине основна обележја поменутог система обрачуна трошкова. Све то указује да је појам „*систем обрачуна планских делимичних трошкова*“ мало заступљен у интерном рачуноводству наших привредних друштава.

На питање о примени обрачуна трошкова по основу активности² одговорила су сва привредна друштва, при чему се позитивно изјаснило 42,3%. **При том треба нагласити и значај упоредне анализе између примене обрачуна трошкова по основу активности, обрачуна по местима трошкова и обрачуна планских делимичних трошкова, због постојања сличних претпоставки њихове примене.** Да примењује обрачун по местима трошкова изјаснило се 84,6%

2) У упитнику се под „обрачуном трошкова по основу активности“ подразумева Activity-Based Costing (ABC), иако између њих постоје одређене концепцијске разлике. Међутим, ради лакшег попуњавања, у упитнику је коришћен а српска одредница.

привредних друштава, док остатак од 15,4% није дало никакав одговор. Да примењује истовремено обрачун по местима трошкова и обрачун трошкова по активностима потврдило је 30,8% испитаника. Исти је проценат испитаника који истовремено примењују обрачун по местима трошкова и обрачун планских делимичних трошкова. Са друге стране, свега 11,5% привредних друштава примењује истовремено сва три поменута система обрачуна трошкова. Такође се истиче да не постоји значајна узročна веза између примене обрачуна трошкова по основу активности и обрачуна планских делимичних трошкова (степен корелације $C=0,031$, тест значаја $p=0,879$), пошто је реч о свега 15,4% привредних друштава са истовременом применом.

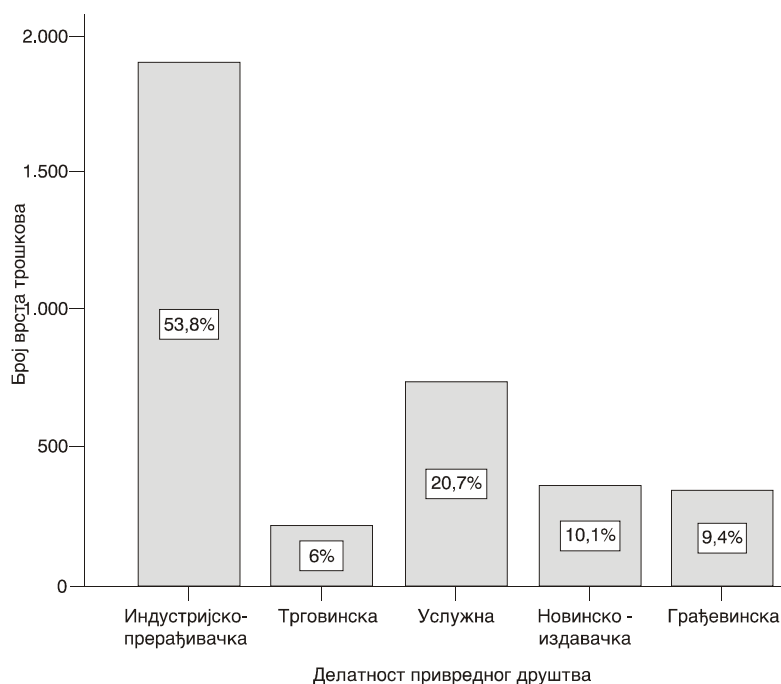
Број врста трошкова у анкетираним привредним друштвима креће се од 20 до 517 (аритметичка средина износи 136, медијана 102). Више од 80% друштава има максимално 200 врста трошкова. Слична је ситуација и код анализе броја места трошкова, који се креће у распону од 1 до 2052 (аритметичка средина износи 123, медијана 15). И у овом случају, око 80% респондента поседује максималан број од 100 места трошкова. Од укупног броја врста трошкова, највише отпада на индустријска привредна друштва (53,8%), затим следе услужна (20,7%), новинско-издавачка (10,1%), грађевинска (9,4%) и трговинска (6,0%) (Приказ 3). Просечан број врста трошкова такође је највиши у индустријским привредним друштвима и износи 136,

док је најнижи у трговинским (106). Просечан број радника по месту трошкова даје такође сличне резултате, јер је највиши у индустријским (64,17), а најнижи у новинско-издавачким привредним друштвима (16,67).

При том треба нагласити да број места и врста трошкова умногоме зависи од укупног броја радника. То потврђује и анализа корелације. За број врста трошкова, степен корелације износи $C=0,704$, тест значаја $p<0,01$, док је за број места трошкова та међузависност још израженија (степен корелације $C=0,956$, тест значаја $p<0,01$).

Резултати истраживања српских привредних друштава у вези са распрострањеношћу и организацијом појединих система обрачуна трошкова, у извесном степену одступају од резултата анкете, коју су спровели немачки професори. Обрачун стварних трошкова примењује 95,6% немачких предузећа, 91,1% спроводи обрачун планских потпуних и делимичних трошкова, док 86,7% раздваја укупне трошкове на фиксну и варијабилну компоненту. Процесни обрачун трошкова и Activity-Based Costing (ABC) присутан је у 31,1% предузећа. Такође, 97,8% предузећа примењује обрачун по врстама и местима трошкова. Број врста трошкова налази се у распону од 19 до 3.760, при чему аритметичка средина износи 786, а медијана 492. Велика немачка предузећа у просеку располажу са 4.062 места трошкова, док медијана износи 1.208.

Приказ 3 - Укупан број врста трошкова по делатностима



2. Примена софтверских решења при обрачуну трошкова

Резултати анкете српских привредних друштава указују на чињеницу да детаљан обрачун трошкова није могућ без примене савремених софтверских решења. Да је тек примена одређених софтвера омогућила примену расположивог система обрачуна трошкова одговорило је 23,1% испитаника, док свега 7,7% сматра да то уопште није тачно. Тврдњу да софтверска решења повећавају ефикасност обрачуна трошкова, 61,5% испитаника је оценило као потпуно тачну, што јој додељује оцену 4,63, сходно примени раније поменуте скале у којој су одговори кодирани од 1 (потпуно нетачно), до 5 (потпуно тачно). Међутим, поред величине предузећа, односно броја радника и висине оствареног прихода, највећа разлика у резултатима српске и немачке анкете испољава се у врсти примењених софтверских решења у обрачуну трошкова.

Од познатих софтверских решења, у српским привредним друштвима је најраспрострањенији MBS Navision (15,4%), SAP концепти (11,5%) и Oracle (7,7%). Значајно учешће (30,8%) имају друга, старија софтверска решења, међу којима доминирају: Aurora, BIS, IBM-AS400, Petig, Upis, итд. **Најраспрострањенија (34,6%) су тзв. индивидуална софтверска решења**, која обично не представљају интерне програмске пакете, већ посебне примене појединих елемената **из пакета**

Microsoft Office-а, најчешће Excel-а и Access-а. Просечна година почетка примене познатих софтверских решења за обрачун трошкова је након 2000. године. **Резултати ове анализе нису показали да постоји позитиван однос између примене појединих софтверских решења и броја запослених, односно примене одређених система обрачуна трошкова.**

У немачким предузећима је ситуација у вези са овим питањем значајно другачија. SAP концепти су најзаступљенија (32,6%) софтверска решења за помоћ у обрачуну трошкова, следе га Hyperion (10,9%), Professional Planner (8,7%) и Peoplesoft (8,7%). Релативно је високо и учешће индивидуалних програма (26,1%). Дакле, у немачким предузећима је присутна знатно шира палета примене одређених програма, са нешто ранијом просечном годином почетка примене. У односу на српска привредна друштва, присутна је још једна разлика. Постоји значајна веза између примене SAP концепата и броја запослених. За SAP BW степен регресије R износи 0,356, а тест значаја $p=0,022$, док су за SAP SEM вредности сличне ($R=0,346$, $p=0,027$). Такође је доказана значајна веза између примене ових концепата и Activity-Based Costinga (за SAP BW, $R=0,213$, $p=0,041$, а за SAP SEM $R=0,417$, $p=0,005$). То потврђује чињеницу да SAP концепти садрже погодна решења за обрачун општих трошкова и спровођење функције контролинга.³

Приказ 4 - Примена појединих софтверских решења у немачким и српским предузећима

Назив софтвера	Немачка		Србија	
	Учешће (%)	Просечна година почетка примене	Учешће (%)	Просечна година почетка примене
SAP (R/3, BW; SEM)	32,6	1997	11,5	2003
Hyperion	10,9	2001	-	-
MBS Navision	-	-	15,4	2007
Professional Planner	8,7	-	-	-
SAS	4,3	-	-	-
Peoplesoft	8,7	2003	-	-
JD Edwards	2,2	2003	-	-
Oracle	2,2	1995	7,7	2005
Prozessmanager	4,3	2005	-	-
Друго	-	-	30,8	2005
Индивидуални	26,1	1994	34,6	1991

3) Са становишта обрачуна општих трошкова, најзначајнији је концепт SAP R/3, односно његов модул CO (Controlling), са компонентом CO-OM (Overhead Management). О структури модула CO (Controlling) унутар концепта SAP R/3, ви детаљније у: Brück U., Raps A.: *Gemeinkosten-Controlling mit SAP*, Galileo Press, Bonn, 2004, S. 45.

Приказ 5 - Вредновање појединих тврдњи у вези са системима обрачуна трошкова примењеним у српским привредним друштвима

Тврдње	потпуно нетачно	мало тачно	делимично тачно	углавном тачно	потпуно тачно	без одговора	средња вредност
Наше привредно друштво се не може замислити без обрачуна трошкова	-	-	7,7%	19,2%	65,4%	7,7%	4,63
Задовољан сам примењеним системом обрачуна трошкова	3,8%	3,8%	19,2%	46,2%	19,2%	7,7%	3,79
Обрачун трошкова открива слабости у нашем привредном друштву	-	3,8%	15,4%	46,2%	23,1%	11,5%	4,00
Обрачун трошкова има данас мањи значај за нас него пре 10 год.	65,4%	11,5%	-	7,7%	-	15,4%	1,41
Значај финансијског рачуноводства је порастао у нашем привредном друштву у последњих 10 год.	11,5%	3,8%	15,4%	23,1%	19,2%	26,9%	3,47
Улажемо напоре у циљу интеграције финансијског рачуноводства и обрачуна трошкова	7,7%	-	7,7%	34,6%	15,4%	34,6%	3,76

3. Тенденције развоја обрачуна трошкова

Како би се сагледао садашњи значај и тенденције развоја примењеног система обрачуна трошкова, у упитнику је формулисано више тврдњи, које су вредноване помоћу раније поменуте скале са дискретним вредностима од 1 (потпуно нетачно) до 5 (потпуно тачно).

Као потпуно тачно, 65,4% испитаника оценило је тврдњу да је функционисање савременог предузећа незамисливо без примене обрачуна трошкова, што јој даје високу средњу оцену 4,63. Са друге стране, 19,2% испитаника је у потпуности задовољно тренутно примењеним системом обрачуна трошкова, док је 46,2% углавном задовољно, док 3,8% тврди да он није добар. Овакви резултати тврдњи о задовољству постојећим системом обрачуна трошкова, додељују оцену 3,79. Обрачун трошкова је у потпуности (23,1%), односно углавном (46,2%), у стању да открије слабости у предузећу (средња вредност 4,00). Чак 65,4% испитаника се не слаже са тврдњом да обрачун трошкова има мањи значај него пре десет година, додељујући јој ниску средњу вредност 1,41. **Тврдње о расту значаја финансијског рачуноводства у последњих десет година и улагању напора у интеграцији са обрачуном трошкова су просечно оцењене као углавном тачне.** Међутим, код ових тврдњи прилично висок проценат испитаника није дао никакав став (код прве 26,9%, а код друге 34,6%), што наводи на закључак о релативном непознавању значаја међусобне размене информација између фи-

нансијског рачуноводства и обрачуна трошкова. Анкета немачких предузећа указује на сличне резултате. Као потпуно нетачну тврдњу оценило је 57,8% испитаника, да обрачун трошкова данас има мањи значај него пре десет година (средња вредност 1,67). Тврдњу о расту значаја финансијског рачуноводства је 31,1% испитаника потврдило као потпуно тачну, док је постојање значајних напора у интеграцији финансијског рачуноводства и обрачуна трошкова потврдило 37,8% испитаника. Значајна разлика у односу на српску анкету састоји се у томе што су готово сви испитаници дали став о последњим два поменутим тврдњама. Само 2,2% анкетираних је прескочило оцену тврдње у вези са интеграцијом финансијског рачуноводства и обрачуна трошкова.

Анкета српских привредних друштава пружа такође интересантне резултате, приликом поређења садашњих и очекиваних циљева обрачуна трошкова (Приказ 6). Наравно, и у овом случају је коришћена кодирана скала одговора, од 1 (потпуно нетачно), до 5 (потпуно тачно). Код свих циљева се очекује раст значаја у будућности, али различитим интензитетом. Приметан је значајан пораст код тзв. дугорочнијих циљева. Највиши раст се очекује код подршке контроли инвестиција (0,71), затим следе подршка стратегијском планирању (0,60), и подршка планирању инвестиција (0,56). Краткорочнији циљеви бележе нешто блажи раст значаја, а најнижи се очекује код обрачуна најниже прихватљивих цена (0,18) и прегледности трошкова (0,19). Редослед значаја циљева, сходно средњим вредностима оцена, остаје и даље релативно

Приказ 6 - Поређење садашњих и будућих циљева обрачуна трошкова у српским привредним друштвима

Циљеви обрачуна трошкова	Садашњи		Будући		Разлика средњих вредности
	Средња вредност	Ранг	Средња вредност	Ранг	
Прегледност трошкова	4,56	1	4,75	1	0,19
Контрола места трошкова	4,37	2	4,68	2	0,31
Утицај на структуру трошкова	4,24	3	4,52	3	0,28
Обрачун цене коштања и продајне цене	4,15	4	4,42	4	0,27
Обрачун најниже прихватљивих цена	4,08	5	4,26	6	0,18
Подршка пројектном controlling-у	3,84	6	4,26	5	0,42
Планирање производног програма	3,70	7	4,17	7	0,47
Утицај на мотивацију запослених	3,50	8	3,84	11	0,34
Подршка планирању инвестиција	3,48	9	4,04	9	0,56
Подршка стратегијском планирању	3,45	10	4,05	8	0,60
Подршка контроли инвестиција	3,29	11	4,00	10	0,71

непромењен, али са знатно умањеним разликама. Из овога се закључује да би у будућности оперативни циљеви обрачуна трошкова, нарочито они у вези са калкулацијом цене коштања, могли да уступе место стратешким циљевима, усмереним ка различитим аспектима инвестирања. Резултати немачке анкете, у овом погледу исказују релативно сличне резултате, с тим што се код готово свих циљева очекује нешто блажи раст значаја, док се благи пад (-0,12) очекује једино код планирања производног програма.

Закључак

Анкета о стању и перспективама обрачуна трошкова у српским привредним друштвима заснована је на идентичним питањима, која је формулисала група немачких професора, за потребе свог истраживања. Разлика се састоји у циљној групи испитаника. Немачка анкета је резултат истраживања *великих предузећа*, сходно критеријумима које је поставио *Deloitte* Институт за истраживање предузећа средње величине, Универзитета у Bamberg-у (Приказ 7). Ова анкета је руковођена чињеницом да велика предузећа најчешће представљају претече у примени многих савремених решења у пословању, па самим тим и у обрачуну трошкова. Међутим, да су ови критеријуми примењивани и у српској анкети, не би био остварен репрезентативан узорак, због знатно уже популације. Осим тога, немачка анкета је обухватала и анализу кредит-

них институција и осигуравајућих друштава (око 16%), што није присутно у српској анкети. Из тог разлога, аутор се определио за спровођење опште анализе стања и перспективе обрачуна трошкова у српским привредним друштвима. Упркос различитој циљној групи испитаника, обе анкете карактеришу значајни заједнички резултати.

Приказ 7 - Класификација предузећа по величини, према критеријумима Deloitte Института за истраживање предузећа средње величине, Универзитета у Bamberg-у⁴

Величина предузећа	Број запослених	Годишњи приход
Најмања предузећа	до 30	до 6 милиона €
Мала предузећа	до 300	до 60 милиона €
Средња предузећа	до 3.000	до 600 милиона €
Велика предузећа	преко 3.000	преко 600 милиона €

У највећем делу српских привредних друштава комбинује се обрачун стварних и планских трошкова, са релативно развијеним обрачуном по врстама и местима трошкова. Даље, значајно је присутна и пракса раздвајања укупних трошкова на фиксну и варијабилну компоненту, као и на директне и индиректне трошкове. Резултати обеју анкета такође наводе на закључак да су појмови *обрачун трошкова по*

4) Becker W., Ulrich P.: „Spezifika des Controllings im Mittelstand-Ergebnisse einer Interviewaktion“, *ZfCM Zeitschrift für Controlling & Management*, Gabler Verlag, Wiesbaden, Heft 5, 2009, S. 309.

активностима (Activity-Based Costing) и обрачун граничних планских трошкова релативно мало заступљени⁵. Међутим, из неких других показатеља се уочава да се ови системи обрачуна трошкова у извесном степену практично примењују.

Значајан резултат анкете српских привредних друштава је прилично изражено задовољство тренутно примењеним системима обрачуна трошкова. Такође се уочава релативно непромењен редослед важности појединих циљева обрачуна трошкова у будућности. У нешто дужем временском периоду може се очекивати јачање улоге стратешких циљева обрачуна трошкова, нарочито у вези са контролом инвестиционих улагања. Анализа примене појединих софтверских решења у обрачуна трошкова показује да они још увек нису у довољној мери распрострањени. Али сама чињеница да се у појединим привредним друштвима (како домаћим, тако и оним са иностраним већинским власништвом), примењују скупочена софтверска решења (попут SAP-а), указује на то да постоје капацитети за примену комплексних система обрачуна трошкова. Присутна је такође и значајна тежња у интеграцији финансијског рачуноводства и обрачуна трошкова. Овакви резултати наводе на

закључак о постојању извесног степена континуитета у примени одређених система обрачуна трошкова са софтверским решењима и израженом обиму задовољства испитаника, који проистиче из те примене.

Литература

1. Becker W., Ulrich P.: „Spezifika des Controllings im Mittelstand-Ergebnisse einer Interviewaktion“, *ZfCM Zeitschrift für Controlling & Management*, Gabler Verlag, Wiesbaden, Heft 5, 2009, S. 308-316.
2. Brück U., Raps A.: *Gemeinkosten-Controlling mit SAP*, Galileo Press, Bonn, 2004., S. 45.
3. Friedl Gunther, Küpper-Hans Ulrich, Pedell Burkhard, et al.: „Stand und Perspektive der Kostenrechnung in deutschen Großunternehmen“, *Controlling und Management. ZfCM-Zeitschrift für Controlling & Management*. Gabler Verlag, Wiesbaden, Heft 2, März/April 2009., S. 111.-116.
4. Интерна документација анкетираних предузећа.

5) Релативно ниско учешће примене Activity-Based Costing-а у обрачуна трошкова је чак наве ло неке ауторе да га означе као „јучерашња нада“ (*yesterday's hope*). 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, према: Thomsen J., Gurowka J.: „Setting Out the Clutter“, *Strategic Finance*, August 2005, p. 28.

др Владимир
ЊЕГОМИР*

Осигуравајућа друштва као институционални инвеститори

Резиме

Кључна улога осигуравајућих друштава је обезбеђење посредне економске заштите. Међутим, осигуравајућа друштва обављају и друге функције од којих је, са аспекта утицаја на привредни раст и развој, најзначајнија мобилизација финансијских средстава, односно послови финансијског посредовања. Обављајући послове финансијског посредовања осигуравајућа друштва имају значајан положај у финансијском систему као институционални инвеститори. Циљ осигуравајућих друштава као институционалних инвеститора је да обезбеде додатну ликвидност на финансијском тржишту, максимизују профит уз прихватљиви ниво ризика те прикупе ситан, слободан капитал и ставе га у функцију привредног раста и развоја. Намера овог рада је да путем приказа и анализе структуре финансијске штедње и процеса институционализације финансијске штедње, теоријског одређења оквира улоге осигуравајућих друштава као институционалних инвеститора, структуре инвестиционог портфела, трендова у Србији и региону и утицаја светске финансијске кризе на институционално инвестирање осигуравајућих друштава, укаже на значај који осигурање има у привреди и друштву и омогући неопходну информисаност и теоријску утемељеност за усвајање политика и регулатива чији крајњи циљ је подршка остварењу одрживог економског раста.

Увод

Од првобитне људске заједнице па до данашњих дана човеков живот и имовина били су угрожавани разним врстама ризика тако да је људско друштво већ на самим почецима свога постојања увидело неопходност заштите својих чланова и економских вредности, па су појединци удруживали део својих средстава како би помогли другим појединцима који претрпе

губитак. Ово удруживање ризика у заједнице ризика представљало је основу модерног осигурања. У савременим условима живота и пословања постоје различити облици заштите имовине и живота од ризика, али осигурање представља најраспрострањенији облик. Институција осигурања, иако се развија са настанком приватне својине, а посебно развојем тржишне привреде постојала је у свим друштвено-економским формацијама и друштвено-политичким одно-

*) пословни аналитичар у Q-Sphere Development, Београд

сима јер су основне функције осигурања заштита имовине и лица, унапређења кредита, размене и трговине, мобилизације (прикупљања) и ефикасне алокације новчаних средстава. Међутим, тек у периоду између два светска рата, а нарочито од седамдесетих година двадесетог века јача улога осигуравајућих друштава као институционалних инвеститора и потреба да се у управљању осигуравајућим друштвима подједнака пажња посвети максимизовању приноса, како на страни обавеза (пасиве), тако и на страни имовине (активе)¹.

Обезбеђење заштите од ризика, пружањем услуга осигурања и реосигурања, одувек је представљало примарну функцију сектора осигурања. Међутим, управљање резервама у контексту лимитираности изложеношћу ризицима осигурања са једне стране и трагања за инвестиционим приносима на финансијском тржишту са друге стране, постаје основни предуслов оптимизовања перформанси осигуравајућих друштава и кључни корак у управљању ризиком². Приходима од пласмана акумулираних средстава осигуравајућа друштва могу, између осталог, да на бољи начин управљају преузетим ризицима од својих осигураника и по основу остварених прихода понуде нижу цену осигуравајуће заштите, а тиме постану конкурентнији у тржишној утакмици.

Растућа институционализација финансијске штедње, са растућим значајем улоге пензијских и инвестиционих фондова и осигуравајућих друштава, представља најважнију промену на финансијским тржиштима у новије време. Наиме, осигуравајућа друштва се, посебно од средине двадесетог века, све више појављују на финансијском тржишту као мобилизатори финансијске штедње у улози институционалних инвеститора. Степен институционализације финансијске штедње и улоге осигуравајућих друштава варира од земље до земље. Он је посебно изражен код развијених земаља као што су САД, Велика Британија, Немачка и др., при чему сектор осигурања мобилише огромна средства и има значајну улогу на финансијским тржиштима. Инвестициона функција осигуравајућих и реосигуравајућих друштава омогућена је чињеницом да се премије прикупљају унапред, те могу бити инвестиране све док се не јави потреба за исплатом трошкова и

одштетних захтева, када наступе осигурани случајеви. На тај начин осигуравајућа и реосигуравајућа друштва представљају битан елемент структуре финансијског система, а њиховом значају, функцијама те карактеристикама као институционалних инвеститора и потом структуре инвестиционог портфеља који проистиче из прикупљених средстава по основу животних и неживотних осигурања мора бити посвећена адекватна пажња.

Актуелност теме из наше перспективе произилази из чињенице да у економијама у развоју још увек нису довољно искоришћене све потенцијалне развојне могућности које осигурање као област од посебног друштвеног интереса има. Осигурање је за ове земље посебно значајно у домену унапређења функционисања њихових економија али и дугорочних економских перформанси коју оно остварује заштитом од ризика, повећаном понудом акумулираних финансијских средстава за дугорочно финансирање привредног развоја и ефикаснијом алокацијом економских ресурса. Потреба за акумулацијом финансијске штедње у циљу подршке економског раста путем механизма осигурања, у условима ограничених капиталних стокова, прекомерних дефицита текућих биланса и задужености према иностранству, за Србију али и земље региона постаје све значајнија. Свој економски раст Србија је у протеклом периоду, чак и током осамдесетих година, када самоуправни привредни систем није био способан да одржава какав такав економски раст³, финансирала на бази задуживања у иностранству, у виду позајмица од приватно-кредитних или међународних финансијских институција. Иако је током прве деценије новог миленијума економски раст финансиран и захваљујући значајном приливу страних директних инвестиција, према изјавама представника Светске банке и водећих домаћих политичара таква кретања нису реална очекивања у будућем периоду, периоду након светске економске кризе. Фокус мора бити усмерен ка унапређењу конкурентности домаће привреде, унапређењу извоза, реформи јавног сектора и подршци најпропулзивнијих сектора и компанија, а управо ту највећи допринос могу дати осигуравајућа друштва у улози институционалних инвеститора. Наиме, бројне емпиријске и теоријске студије⁴ наглашавајући значај осигурања у економији и друштву

1) Његомир, В.: "Управљање имовином и обавезама осигуравајућих друштава", Рачуноводство, Савез рачуновођа и ревизора Србије, Београд, бр. 5-6, 2006, стр. 94-103

2) Исто.

3) Радмиловић, С.: "Суморна фактографија економске стварности Србије", Рачуноводство, Београд, бр. 1-2, 2010, стр. 5-24

4) На пример, Davis, E.P. and Steil, B.: *Institutional Investors*, The MIT Press Cambridge, MA, 2001; Rejda, G. E.: *Principles of Risk Management and Insurance*, Pearson Education, Inc., Upper Saddle River, NJ, 2005; Skipper, H. D. and Kwon, W. J.: *Risk Management and Insurance: Perspectives in a Global Economy*, Oxford: Blackwell Publishing, Ltd, 2007; Dorfman, M. S.: *Introduction to Risk Management and Insurance*, Pearson Education, Inc., Upper Saddle River, NJ, 2008

између осталог указују да осигурање унапређује конкурентност и доприноси развоју трговине, предузетничких активности и најважније унапређује ефикасност алокације капитала.

У контексту подршке економском расту потребно је указати да осигурање остварује функцију унапређења животних услова. Она се остварује:

1. непосредно, путем животних осигурања, лица се осигуравају за случај смрти или доживљења, за случај болести или неспособности, што доприноси унапређењу услова за живот јер осигурање човеку обезбеђује лечење и допуњује му средства за живот и
2. посредно, путем имовинских осигурања и акумулативне функције осигурања, која доприноси и повећању производње и привредном расту, дакле развоју земље, а тиме и благостању живота људи⁵. Дакле, друштвене користи које осигурање има проистичу из економских ефеката.

1. Структура финансијског система и позиција осигуравајућих друштава

Да би се разумела позиција и значај осигуравајућих и реосигуравајућих друштава, потребно је пре свега детерминисати инвестиционо окружење односно основне поставке структуре финансијског система, чији део чине и осигуравајућа и реосигуравајућа друштва. Финансијска и сфера реалне економије међусобно су изузетно повезане те од нивоа развијености и успешности једне зависи она друга. У крајњем исходишту, основни је задатак финансијског система да обезбеди подршку сфери реалне економије ефикасном алокацијом капитала. Одлучујућу улогу у ефикасној алокацији капитала на свим нивоима има изградња софистицираног, отвореног и на тржишним принципима заснованог финансијског система земље. Модеран финансијски систем омогућава рационално и ефикасно коришћење ресурса и подстиче секторе са вишковима финансијске штедње (финансијски сектор и становништво) да пласирају свој новац, слободан капитал у секторе са мањком финансијске штедње, како би се се премостила секторска асиметрија финансијске штедње и стварало богатство.

За разумевање структуре и функционисања финансијског механизма потребно је разумевање

секторског распореда новчане акумулације и финансијске штедње. Новчана акумулација са макро становишта представља разлику између реализованих новчаних прихода и издатака за потрошњу док са микро становишта представља разлику између примитака за робу и услуге и издатака за расходе пословања, порезе и сл. Финансијска штедња представља разлику између новчане акумулације и издатака за инвестиције у основна и обртна средства те у зависности од ових односа може се говорити о вишку односно мањку финансијске штедње. Ако се укупна економија посматра са становишта поделе на финансијски и нефинансијски сектор, треба имати у виду да су склоности ка инвестирању различите. Асиметрија која се јавља између појединих сектора са мањком, односно вишком финансијске штедње превазилази се директним финансијским односима или посредним финансијским односима путем финансијског тржишта, каква је пракса развијених земаља тржишне привреде. Одлучујућу улогу у ефикасној алокацији капитала на свим нивоима има изградња софистицираног, отвореног и на тржишним принципима заснованог финансијског система земље. Модеран финансијски систем омогућава рационално и ефикасно коришћење ресурса и подстиче секторе са вишковима финансијске штедње (финансијски сектор и становништво) да пласирају свој новац како би се стварало богатство. Сврха је да се мобилише штедња милиона људи и посредством тржишног механизма пласира у унапређење привредних активности, а тиме омогући убрзани економски раст. Овај трансфер штедње од штедно позитивних ка штедно дефицитним субјектима и позиција осигуравајућих друштава у финансијском систему приказан је на слици 1.

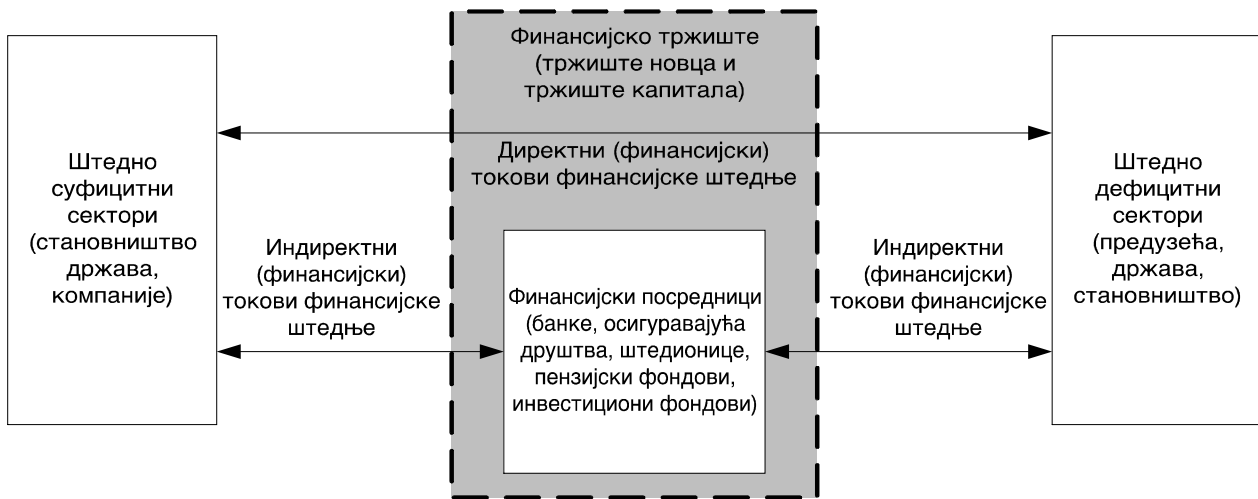
Приказ јасно показује елементе финансијског система:

- 1) финансијско тржиште,
- 2) финансијске инструменте,
- 3) финансијске токове и
- 4) финансијске институције.

Финансијско тржиште је изведено из тржишта производа и фактора производње и због тога осетљиво на колебања на овим (робним) тржиштима. За успешно пословање на финансијском тржишту потребно је познавати макроекономске и микроекономске индикаторе. Са друге стране, финансијско тржиште врши повратни утицај на тржиште производа и фактора производње. Дакле, на финансијском тржишту нуде се и траже фи-

5) Маровић, Б., Кузмановић, Б. и Његомир, В.: *Основи осигурања и реосигурања*, Princip Press, Београд, 2009, стр. 30

**Слика 1 - Структура финансијског система
и позиција осигуравајућих друштава**



Извор: ауторова модификација на основу Lloyd B. T.: Money, Banking and Financial Markets, McGraw-Hill, Boston, 1997, p. 45

нансијски супститути роба и услуга. Финансијско тржиште помаже току капитала од сектора са вишковима финансијске штедње ка секторима са мањком финансијске штедње, чиме оно омогућава алокацију штедње у циљу њене најефикасније употребе. Овај процес креира финансијске инструменте (као што су акције, обвезнице, финансијски деривати и сл.), односно потраживање власника вишкова и обавезу производног субјекта. Сектори са вишком финансијске штедње постају носиоци функције финансијског улагања, а сектори са мањковима финансијске штедње постају носиоци функције реалног улагања.

Финансијски токови, којима се трансферише финансијска штедња од штедно суфицитних ка штедно дефицитним економским субјектима, могу се поделити на: директне финансијске токове и индиректне финансијске токове. У случају директних финансијских токова, финансијска средства се путем финансијског тржишта крећу директно од поверилаца ка потражиоцима односно дужницима, дакле не постоје финансијски посредници. Индиректни финансијски токови јављају се као резултат посредовања финансијских институција које обављају функцију усмеравања финансијске штедње од сектора становништва ка сектору привреде.

Финансијски посредници на финансијском тржишту обављају претварање улога, односно активе инвеститора у своју пасиву, односно извор средстава за инвестиције. Дакле, финансијске институције прикупљају финансијска средства у

бескрајно малим износима, а затим акумулирана средства пласирају на финансијском тржишту. Финансијске институције могу се поделити у депозитне (универзалне, комерцијалне и инвестиционе банке, штедно-кредитна удружења, и кредитне синдикате) и недепозитне (осигуравајућа друштва (животног и неживотног осигурања), пензијске фондове (приватне, корпоративне и државне), инвестиционе фондове (отворене и затворене) и остале форме институционалних инвеститора - фондације, задужбине, приватна инвестициона партнерства и др. Финансијско тржиште показује дугорочни тренд структурних промена, у правцу већег учешћа тзв. нетрадиционалних финансијских посредника у дистрибуцији финансијске имовине у односу на традиционалне финансијске посреднике - банке. Осигуравајућа друштва као кључни елемент финансијског система својим пословањем, основном улогом заштите ризика, али и посебно финансијским посредовањем, утичу на финансијски развој, а с обзиром на то да финансијска сфера представља наличје економских односа у реалној економији, осигуравајућа друштва индиректно утичу на укупан привредни развој.

2. Институционализација финансијске штедње

Друга половина XX века довела је до значајних промена на светском финансијском тржишту. До тада доминантни финансијски посредници, попут комерцијалних и инвестицио-

Табела 1 - Структура власника акција у % у Великој Британији за период 1963-2004. год.

Сектор	1963.	1975.	1989.	1997.	2000.	2004.	2006.	2008.
Остатак света	7	5,6	12,8	24	32,4	32,6	40,0	41,5
Осигуравајуће компаније	10	15,9	18,6	23,5	21	17,2	14,7	13,4
Пензиони фондови	6,4	16,8	30,6	22,1	17,7	15,7	12,7	12,8
Инвеститори појединци	54	37,5	20,6	16,5	16	14,1	12,8	10,2
Инвестициони фондови отвореног типа	1,3	4,1	5,9	6,7	1,7	1,9	1,6	1,8
Инвестициони фондови затвореног типа	11,31	10,51	1,6	1,9	2,1	3,3	2,4	1,9
Остале финансијске институције			1,1	2	4,6	10,7	9,6	10,0
Добротворне организ., цркве и др.	2,1	2,3	2,3	1,9	1,4	1,1	0,9	0,8
Приватне не-финансијске компаније	5,1	3	3,8	1,2	1,5	0,6	1,8	3,0
Јавни сектор	1,5	3,6	2	0,1	–	0,1	0,1	1,1
Банке	1,3	0,7	0,7	0,1	1,4	2,7	3,4	3,5

Извор: Share ownership, A Report on Ownership of Shares as at 31st December 04, Office for National Statistics, 2005, p. 9 i Statistical Bulletin: Share Ownership Survey, Office for National Statistics, 27th January 2010, p. 1.

них банака, постепено губе такав положај на финансијском тржишту, у корист нетрадиционалних финансијских посредника – институционалних инвеститора. Институционални инвеститори могу бити дефинисани као специјализоване финансијске институције које управљају колективном штедњом у име малих инвеститора у правцу остварења специфичних циљева, у смислу прихватљивог ризика, максимизовања приноса и доспелости захтева⁶. Институционални инвеститори су финансијске институције којима се професионално, односно у оквиру којих се институционално усмеравају пласмани финансијских средстава и које обезбеђују укрупњавање ризика, односно обједињавање појединачних ризика малих инвеститора, обезбеђујући тиме бољи баланс ризика и приноса од оног који је генерално могућ преко директних улагања индивидуалних инвеститора. Институционални инвеститори имају велики број заједничких карактеристика, али то не значи да су хомогени. Институционални инвеститори се уопштено посматрано разликују по уговорним релацијама са власницима штедње, односно по правилима која одређују дистрибуцију ризика и приноса као и по начину дефинисања њихових обавеза. Најзначајнији институционални ин-

веститори јесу пензијски фондови, осигуравајућа друштва и инвестициони фондови.

Институционални инвеститори у новије време својим обимом пословања одлучујуће утичу на бржи развој тржишта капитала у развијеним тржишним економијама, нарочито у земљама енглеског говорног подручја, на образце креирања и трговања финансијским инструментима, те на развој целокупне привреде у овим земљама. Један од кључних индикатора све веће улоге институционалних инвеститора на финансијским тржиштима јесте структура власништва хартија од вредности која је снажно промењена у корист институционалних инвеститора, као што је у Табели 1 показано на примеру Велике Британије, где је учешће инвеститора појединача у периоду од 1963. до 2008. године опало са 54% на 10,2%.

Фактори који су допринели снажном расту капитала ових финансијских институција су⁷: промене преференција грађана када је у питању улагање њихове финансијске штедње, старење популације и пропадање *pay-as-you-go* финансирања, технолошки прогрес и примена информационалних и телекомуникационих технологија које су омогућиле руковање великим обимом инфор-

6) Davis, E.P. and Steil, B.: *Institutional Investors*, The MIT Press Cambridge, Massachusetts, 2001, p. xxiii

7) Blommestein, H.J. and Funke, N.: *Institutional Investors in the New Financial Landscape*, OECD, Paris, 1998, p. 15

мационих токова, унапређујући рад финансијског посредовања и управљања ризиком, дерегулација финансијских услуга што је допринело снажнијој конкуренцији између банака и других финансијских институција, укидање ограничења слободном кретању капитала, процес повлачења банака из сфере интермедијације услед смањене тражње за банкарским депозитима и традиционалним облицима штедње у корист инструмената финансијских тржишта, специјални порески третман пензионих фондова и осигурања живота, веће стопе приноса на производе штедње институционалних инвеститора, те законски прописи који у неким земљама експлицитно фаворизују одређене институционалне инвеститоре.

Растућа институционализација има значајан утицај на структуру и функционисање финансијског тржишта. Међутим, потребно је напоменути да без постојања финансијског тржишта, развијености финансијских инструмената и слободе кретања капитала нема институционалних инвеститора нити позитивних ефеката на економију који се јављају са њиховим постојањем. Карактеристичан пример је Русија, где недостатак институционалних инвеститора представља фундаментални проблем тржишта капитала⁸. Са друге стране, имајући у виду повезаност институционалних инвеститора и финансијског тржишта, институционални инвеститори својим деловањем доприносе развоју финансијског тржишта. Наиме, бројне су користи за финансијско тржиште које са собом носе институционални инвеститори. Земље са развијеним институционалним сектором имају развијена тржишта хартија од вредности, већа је понуда дугорочног капитала, развијенији су облици трговања на финансијском тржишту, долази до слободнијег кретања и веће расположивости капитала, али се намеће и потреба за снажнијом регулацијом делатности институционалних инвеститора, управо због њиховог растућег утицаја на финансијска тржишта, а тиме и на сектор реалне економије, корпоративног финансирања и сигурности прихода.

3. Значај осигуравајућих друштава као институционалних инвеститора

Економски системи који омогућавају већу, јефтинију и квалитетнију производњу материјалних добара и услуга ослањају се на слободно тржиште и приватну својину као две неодвојиве претпоставке ефикасног функционисања. Улога осигуравајућих друштава као институционалних инвеститора и унапређење ефикасности инвестиција осигуравајућих друштава у приватном власништву, на супрот инвестицијама државног власништва, често се наводе као кључни разлози егзистирања приватног власништва над осигуравајућим сектором.

Учешће сектора осигурања у укупној структури институционалних инвеститора варира од земље до земље. На пример⁹, у Немачкој је удео осигуравајућих друштава 51%, у Француској 52% у Јапану чак 64% - а од земаља у транзицији у погледу значаја осигуравајућих друштава као институционалних инвеститора истичу се Чешка у којој је удео осигуравајућих друштава 55% и Пољска где је удео осигуравајућих друштава 54%. Имајући у виду највећи степен институционализације финансијске штедње у англо-саксонским земљама, јасно је зашто осигуравајућа друштва имају посебно значајну позицију у финансијском систему ових земаља. О значају осигуравајућих друштава на финансијском тржишту указује и чињеница да су у САД по величини активе једино комерцијалне банке испред осигуравајућих друштава¹⁰. Осигуравајуће компаније у САД су највећи инвеститори у обвезнице и четврти по величини инвеститори у акције¹¹. Укупан обим инвестиција осигураваача животних осигурања у 2008. години био је 4,5 билиона долара, а неживотних осигураваача 1,29 билиона долара. У Великој Британији, сектор осигурања је у 2008. години инвестирао око 1,5 билиона фунти. Сектор осигурања у Великој Британији контролисао је око 13,4% од укупних инвестиција на Лондонском финансијском тржишту (види Табелу 1). Упркос чињеници да је у просеку у Европи¹² дошло до пада укупне вредности инвестиционог портфеља осигураваача, захваљујући остварењу финансијске кризе, са 7200 милијарди евра на 6900 милијарди евра,

8) Financial Times, *Special Report: Investing in Russia*, The Financial Times Limited, Number One Southwark, Bridge, London, England, October 11, 2005, p. 4

9) Institutional Investors - Statistical Yearbook, 1992-2001, OECD Publications, Paris, 2003

10) Кочовић, Ј. и Шулејић, П.: *Осигурање*, Економски факултет, Београд, 2002, стр. 198.

11) Hartwig, R.P.: What Insurers Can Expect from Their Investments Today - An Overview of the Global Investment Environment, презентација одржана у The Royal Institute of International Affairs, London, 2 February 2004

12) CEA Statistics No 37: European Insurance in Figures, Comité Européen des Assurances, October 2009, p. 20-22

Табела 2 - Кретање премија животних и неживотних осигурања у периоду 2004-2008. у Србији и земљама региона

		2004.	2005.	2006.	2007.	2008.
Србија	Раст премије животног осигурања (из године у годину)	82,98%	63,41%	24,32%	29,95%	14,88%
	Раст премије неживотног осигурања (из године у годину)	-5,11%	17,99%	18,14%	15,92%	2,90%
Словенија	Раст премије животних осигурања (из године у годину)	40,66%	8,35%	16,31%	12,69%	5,48%
	Раст премије неживотних осигурања (из године у годину)	5,96%	5,49%	9,25%	8,45%	7,13%
Хрватска	Раст премије животног осигурања (из године у годину)	17,32%	22,35%	15,41%	14,47%	4,15%
	Раст премије неживотног осигурања (из године у годину)	8,20%	9,24%	11,44%	9,23%	10,08%
Босна и Херцеговина	Раст премије животног осигурања (из године у годину)	83,64%	9,50%	25,03%	36,45%	20,98%
	Раст премије неживотног осигурања (из године у годину)	8,21%	12,66%	6,18%	8,43%	11,36%
Македонија	Раст премије животног осигурања (из године у годину)	0,38%	3,24%	5,85%	48,01%	55,76%
	Раст премије неживотног осигурања (из године у годину)	4,04%	3,19%	19,94%	10,35%	3,66%

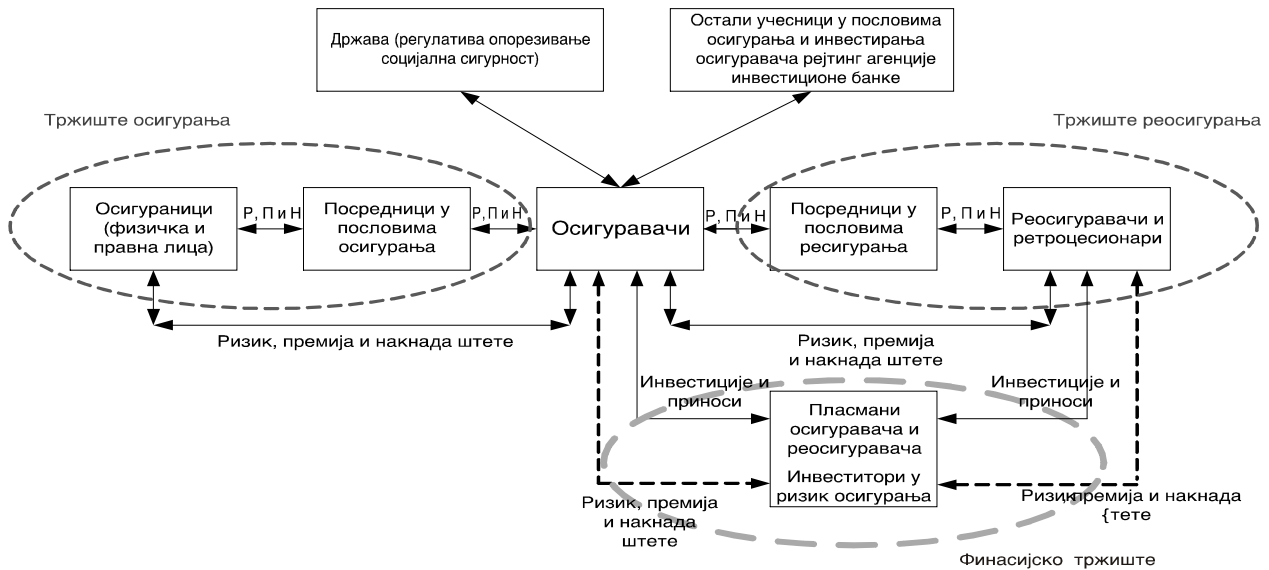
Извор: калкулације аутора, Агенција за заваровални надзор, Хрватска агенција за надзор финансијских услуга, Народна банка Србије, Агенција за осигурање у Босни и Херцеговини, Национално биро за осигуравање Македоније

осигуравајућа друштва имају значајно учешће на финансијском тржишту, имајући у виду да су њихове инвестиције током 2007. године чиниле 54% бруто домаћег производа. Око 65% укупних инвестиција осигуравајућих друштава у Европи биле су инвестиције осигуравача из Велике Британије, Немачке и Француске, а више од 80% укупних инвестиција биле су инвестиције животних осигуравача. Пратећи трендове институционализације финансијске штедње и у региону је последњих година дошло до раста значаја институционалних инвеститора. Апроксимација растућег значаја осигуравајућих друштава у региону приказана је у Табели 2 у оквиру које је представљено кретање премија животних и неживотних осигурања у периоду од 2004. до 2008. године. Осим премија неживотних осигурања у Србији које су током 2004. године забележиле пад, услед регулаторних промена, у

посматраном периоду у свим земљама испољен је континуирани раст премија, како животних тако и неживотних осигурања уз одређена успоравања уочљива у 2008. години захваљујући првим знацима испољавања светске финансијске кризе.

Основни посао осигуравајућих друштава је обезбеђење посредне економске заштите, односно обезбеђење појединаца, привредних субјеката и читаве економије од рушилачког дејства природних сила и човековог деловања. Међутим, осигуравајућа друштва поред прихвата ризика од осигураника и њиховог обештећења у случају настанка осигураног случаја обављају и друге пословне активности као што су трансфер ризика у реосигурање, пласман средстава на тржишту капитала, сарадња са државним институцијама и осталим учесницима у пословима осигурања и реосигурања као што је приказано на Слици 2.

Слика 2 - Повезаност пословања осигураваача и реосигураваача са бројним субјектима



Напомена: Р, П и Н скраћеница односи се на токове ризика, премија и накнада штета

Извор: модификовано према Његомир, В.: Традиционални и алтернативни трансфери ризика као облици управљања ризиком осигурања, Докторска дисертација, Факултет техничких наука, Нови Сад, 2009. (необјављено)

Из бројних пословних односа и активности осигуравајућих и реосигуравајућих друштава проистиче и бројност ризика којима су ова друштва изложена. Иако се, у литератури спомињу још и ризик ликвидности¹³ као посебан ризик, медијски ризик¹⁴, правни, рачуноводствени и порески ризик, ризик усаглашавања са регулативом и пословни ризик¹⁵, сматрамо да су кључни ризици осигураваача и реосигураваача ризици осигурања (ризици на страни пасиве), тржишни и кредитни (ризици на страни активе) и оперативни и ризик репутације. Дакле, осим ризика осигурања, осигуравајућа друштва морају управљати и ризицима финансијског тржишта, кредитним ризицима, оперативним ризицима као и ликвидношћу и репутацијом¹⁶. Сликаом 2 су представљене активности осигураваача, бројни односи са другим субјектима и учешћа осигураваача на три тржишта, тржишту осигурања, тржишту реосигурања и ретроцесија и финансијском тржишту. У разматрању улоге осигуравајућих друштава као институционалних инвеститора најзначајније је њихово учешће на финансијском тржишту због чега ћемо се у наредним излагањима ограничити

на тај сегмент пословања осигуравајућих друштава.

Вршењем својих основних функција осигурање је важан чинилац сигурности, стабилности и развоја привреде и друштва у целини. Осигурање има пет кључних функција у привреди и друштву, а то су¹⁷: чување (заштита) имовине, унапређење кредита, размене и трговине, мобилизација новчаних средстава (финансијска функција), ефикасна алокација капитала и побољшање животних услова (социјална функција). У контексту разматрања позиције осигуравајућих и реосигуравајућих друштава као институционалних инвеститора у финансијском систему значајна је финансијска функција која произилази из чињенице да се премије плаћају унапред, те пошто се накнада штета када наступе осигурани случајеви врши сукцесивно у току године(а) осигуравајућа и реосигуравајућа друштва су у позицији да та средства инвестирају. Функција мобилизације новчаних средстава у форми резерви осигуравајућих друштава, или како се још у литератури назива ова функција, финансијско-акумулаторска

- 13) Christoffersen, P. F.: *Elements of Financial Risk Management*, Academic Press, An imprint of Elsevier Science, San Diego, CA, 2003 i Gallati, R. R., *Risk Management and Capital Adequacy*, McGraw-Hill Professional, The McGraw-Hill Companies, Inc, New York, NY, 2003
- 14) Esch, L., et all: *Asset and Risk Management: Risk Oriented Finance*, John Wiley & Sons Ltd, West Sussex, England, 2005
- 15) Jorion, P.: *Financial Risk Manager Handbook*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, NJ, 2003
- 16) Његомир, В.: "Оперативни ризик осигуравајућих друштава", *Рачуноводство*, Савез рачуновођа и ревизора Србије, Београд, бр. 1-2, 2007, стр. 85-96
- 17) Маровић, Б., Кузмановић, Б. и Његомир, В.: *Основи осигурања и реосигурања*, Београд, Princip Press, 2009, стр. 27-30

функција¹⁸ или као извор инвестиционих фондова¹⁹, проистиче из чињенице да се премије осигурања плаћају унапред а да штете, односно исплата по основу насталих штета настаје sukcesивно у току године. Осигурањем фрагментирана новчана средства појединачних осигураника добијају вид крупних новчаних средстава расположивих за инвестирање²⁰. Дакле, прикупљањем премија осигурања, њиховим акумулирањем и пласирањем расположивих средстава осигуравајућа друштва врше функцију финансијског посредовања.

Финансијска средства акумулирана у осигуравајућим друштвима добијају карактеристике специфичног капитала, у зависности од врсте осигурања. Са друге стране, осигурање живота представља најсавременији вид штедне, реч је о дугоочно везаној штедни. Због тога, сектор осигурања представља важан извор средстава за капиталне инвестиције и акумулацију, а тиме представљају значајну могућност, посебно у земљама у развоју, реалног финансирања континуитета и увећања друштвене репродукције. Интерес је сваког друштва да средства прикупљена у резервама осигуравајућих компанија буду што већа.

Посебно је значајан допринос осигуравача као институционалних инвеститора у погледу унапређења ефикасности инвестиција. Мобилизацијом финансијске штедне осигуравајућа и реосигуравајућа друштва унапређују ефикасност финансијског система на три начина²¹:

1. Доприносе смањењу трансакционих трошкова повезивањем суфицитних и дефицитних сектора финансијске штедне,
2. Креирају ликвидност – осигураници имају тренутан приступ финансијским средствима по основу накнаде штета и штедне у случају настанка осигураног случаја а корисници финансијских средстава имају могућност да одложено враћају позајмљена средства чиме се елиминише неликвидност карактеристична за директне односе финансирања и
3. Обезбеђују економију обима у инвестирању јер су мобилисана огромна средства по основу акумулирања ситних износа премија појединачних осигураника, чиме се обезбеђује подршка за велике инвестиционе пројекте и подстиче економска ефикасност.

Осим мобилизације финансијске штедне значајна је улога осигуравајућих и реосигуравајућих друштава у погледу унапређења ефикасности алокације капитала. У циљу сопствене ефикасности осигуравајуће компаније прикупљају бројне информације о рејтингу фирми како би могли донети што рационалније, економски оправданије одлуке, да ли и по којој цени да инвестирају вишкове својих средстава у неку фирму, односно њене акције. Она скупљају огромне количине информација о компанијама, пројектима и менаџерима пре него што за њих обезбеде финансијска средства, а такође својим пласманима дају сигнал и другим инвеститорима, чиме се унапређује ефикасност алокације капитала, а тиме и снажнији економски раст и развој јер је омогућено усмеравање капитала у најпрофитабилније ангажмане. Функција ефикасне алокације прикупљених финансијских средстава доприноси да се капитал ефикасније алоцира, а проистиче из претходно наведених функција осигурања. Индивидуалне штедише и инвеститори често немају времена, ресурса, знања да обаве процес алокације капитала на ефикасан начин, због чега су за укупну привреду осигуравајуће компаније, као професионални инвеститори, од изузетног значаја за ефикасно алоцирање финансијских средстава и процени ризичних активности. Осигуравајуће компаније ће средства пласирати само најбољим компанијама, само на најбоље пројекте и само најбољим менаџерским тимовима. Осим тога, осигуравајуће компаније врше мониторинг пословања у коме имају улогу било као инвеститори било као осигуравачи и на тој основи усмеравају пословање компанија, усмеравају пројекте и менаџерске тимове да раде у интересу својих интересних група.

4. Карактеристике осигуравајућих и реосигуравајућих друштва као институционалних инвеститора на финансијском тржишту

Осигуравајућа и реосигуравајућа друштва својим учешћем на финансијском тржишту у улози институционалних инвеститора доприносе његовом унапређењу као и унапређењу укупног привредног развоја. Међутим, основни мотив инвестирања средстава осигуравајућих друштава

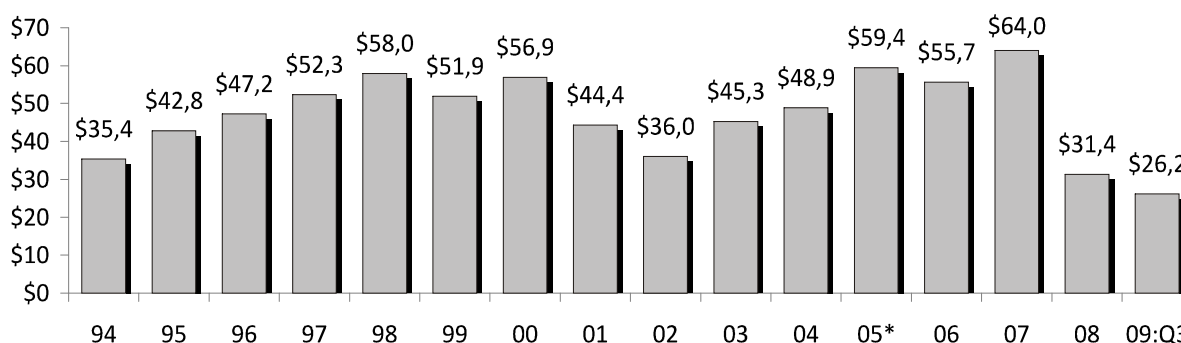
18) Кочовић, Ј. и Шулејић, П.: *Осигурање*, Економски факултет, Београд, 2002, стр. 36

19) Rejda, G.E.: *Risk Management And insurance*, Pearson Education, Inc., 2005, p. 30

20) Маровић, Б.; Кузмановић, Б. и Његомир, В.: *Основи осигурања и реосигурања*, Београд, Princip Press, 2009, стр. 29

21) Policy Issues in Insurance No. 3: *Insurance Regulation, Liberalisation and Financial Convergence*, OECD, Paris, 2001, p. 80

Графикон 1 - Нето инвестициона зарада осигуравајућих друштава у САД у периоду 1994-2009.године (у милијардама долара)



Извор: Hartwig, R. P.: "After the Crisis: Overview and Outlook for the P/C Insurance Industry", Insurance Information Institute, New York, NY, February 18, 2010.

јесте обезбеђење додатне ликвидности и профитабилности, што представља основ за повећање сигурности за осигуранике и приноса на ангажовани капитал за акционаре. За осигуравајућа друштва инвестициони пласмани су изузетно значајни јер утичу на њихову профитабилност, солвентност и кредитни рејтинг. На пример у САД, од 1978. године до 2004. године сектор осигурања није остварио позитивне финансијске резултате по основу основног посла, услуга осигурања, а при томе је укупна профитабилност сектора била доведена у питање само 2001. године. Управо су инвестициони резултати омогућили опстанак и профитабилност сектора осигурања у САД. Корист за осигуранике јесте у чињеници да се пласирањем средстава осигуравајућа друштва штите од инфлације, могућег смањивања висине премије, што се компензује оствареним инвестиционим приносима, а доприноси већој конкурентности у односу на друге тржишне учеснике, а у случају животних осигурања инвестирање осигуравајућих друштава доприноси остварењу већих профита осигураника, односно корисника осигурања. Корист за акционаре јесте у повећању њиховог приноса на ангажовани капитал у осигуравајућем односно реосигуравајућем друштву. Подаци у САД²² указују на то да 4% раста инвестиционог приноса резултира увећањем приноса на ангажовани капитал акционара за 12%. Кретања нето зарада од инвестиција у САД у периоду од 1994. до 2009. године приказана су на Графикону 1.

Као што се види на графикону, сектор осигурања је у читавом посматраном периоду остварио позитивне приходе од инвестиција. Позитивни инвестициони резултати остварени су чак и током избијања светске финансијске кризе и њеног преласка у економску рецесију током 2008. и 2009. године. Специфична ситуација настаје када се остваре значајнији губици по основу послова осигурања, а истовремено се остваре значајно мањи инвестициони приноси, као што показује ситуација након терористичких напада од 11. септембра 2001. године. Тада настају циклична кретања премија осигурања. Циклична кретања премија, техничких резултата, а тиме и профитабилности осигураваача и реосигураваача су карактеристична за неживотна осигурања и реосигурања²³. Кретања инвестиционих приноса осигуравајућих друштава у Србији и региону у периоду од 2004. до 2008. представљена су у Табели 3:

Табела 3 - Кретање приноса на инвестиције осигуравајућих друштава у Србији и земљама региона у периоду 2004-2008.

	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.
Србија	на.	5,06%	2,84%	3,20%	10,65%
Словенија	6,52%	4,72%	3,93%	5,81%	0,63%
Хрватска	4,90%	3,90%	4,50%	5,70%	1,88%
БиХ	8,50%	4,40%	1,90%	2,40%	0,60%
Македонија	6,91%	5,10%	1,20%	3,00%	-2,60%

Извор: калкулације аутора, Агенција за заваровални надзор, Хрватска агенција за надзор финансијских услуга, Народна банка Србије, Агенција за осигурање у Босни и Херцеговини, Национално биро за осигуравање Македоније

22) Hartwig, R. P.: What Insurers Can Expect from Their Investments Today - An Overview of the Global Investment Environment, презентација одржана у The Royal Institute of International Affairs, London, 2 February 2004

23) Његомир, В.: „Циклични карактер индустрије осигурања и реосигурања“, *Индустрија*, Економски институт, Београд, бр. 4, 2006, стр. 47-61

У табели се види да су осигуравајућа друштва током читавог посматраног периода остваривала позитивне инвестиционе приносе са тенденцијом њиховог смањења током 2008. године, уз изузетак Србије, где је остварен раст приноса на инвестиције. Изузетак представља и сектор осигурања Македоније, где је по први пут у посматраном периоду остварен негативан принос на инвестиције. Инвестициони резултати осигуравајућих друштава почињу да остварују значај и у Србији и земљама региона, али је тај значај још увек занемарљив, нарочито имајући у виду релативну неразвијеност домаћих финансијских тржишта, као и чињеницу да осигуравајућа друштва константно остварују позитивне резултате по основу основне делатности, пружања услуга осигуравајућег покрића.

Приликом пласмана средстава осигуравајућа друштва морају да мере очекивања тржишта и да на њих реагују на време. Такође, остваривање адекватне користи од инвестиција подразумева добро разумевање пасиве односно извора средстава, како би се могле доносити адекватне инвестиционе одлуке којима се може остварити циљ да резерве осигуравајућих друштава буду на задовољавајућем нивоу (имајући у виду ризик од неликвидности и инсолвентности и регулаторне и захтеве рејтинг агенција), уз истовремено остваривање што већих приноса на инвестиције средстава резерви. Остварење наведеног циља битно је због тога што осигуравајућа друштва морају у сваком тренутку да располажу средствима неопходним за правовремено испуњење доспелих обавеза према осигураницима, обавеза из њихове основне делатности, као и да остваре максималан профит на инвестиције.

Дакле, истовремено управљање имовином и обавезама намеће се као кључно како би се спречило неслагање у погледу доспећа, висине камата, девизних курсева између активе (инвестиционих пласмана) и пасиве (обавеза по основу осигурања односно реосигурања). Да би обезбедила усклађеност имовине са обавезама, осигуравајућа и реосигуравајућа друштва морају да ускладе изложеност инвестиционом ризику са финансијским ризиком инхерентним њиховим обавезама²⁴.

5. Структура инвестиционог портфеља

Структура улагања осигуравајућих друштава мора бити усклађена са регулаторним захтевима који је у највећој мери и одређују. У Табели 4 представљена су ограничења инвестирања осигуравајућих друштава у изабраним земљама. Види се да на пример у Великој Британији осигуравачи животних осигурања нису ограничени у погледу учешћа акција у укупном портфељу, а управо осигуравачи у Великој Британији имају највеће учешће акција, посебно у поређењу са осигуравачима осталих Европских земаља. Према подацима Европског комитета осигуравача²⁵ у периоду од 2000. до 2007. године највеће учешће у инвестицијама осигуравајућих друштава имале су хартије од вредности са фиксним приносом и акције и друге хартије од вредности са варијабилним приносом. На пример, током 2007. године учешће акција и других хартија од вредности са варијабилним приносом било је 34,3%, а хартија од вредности са фиксним приносом 33,8% док су од осталих инвестиционих облика зајмови учествовали са 15,4%, некретнине са 4,3%, инвестиције у повезана друштва са 4,7%, депозити код кредитних институција са 2,6% и остале инвестиције са 4,9%.

Табела 4 - Приказ ограничења инвестирања осигуравајућих друштава у репрезентативним државама

Држава	Осигуравајућа друштва (живота)	
	Акције	Инострана актива
Велика Британија	-	Мах. 20%
САД	Мах. 15%	Мах. 10%
Немачка	Мах. 30%	Мах. 20%
Јапан	Мах. 30%	Мах. 30%
Канада	Мах. 25%	Мах. 20%
Француска	Мах. 65%	Мах. 20%
Италија	Мах. 20%	Мах. 20%

Извор: Davis, E.P. and Steil, B.: Institutional Investors, The MIT Press Cambridge, Massachusetts, 2001, p. 54.

24) Grepin, L.M., Kessler, M. i Williams, Z.D.: Smarter investing for insurers, McKinsey on Finance, M cKinsey & Company, New York, Autumn 2003, p. 11

25) CEA Statistics No 37: *European Insurance in Figures*, Comité Européen des Assurances, October 2009, p. 20-21

На нивоу Европске уније Директивом 2002/83/ЕС²⁶, која се односи на животно осигурање, и Директивном 92/49/ЕЕС²⁷, која се односи на неживотна осигурања, регулисано је да осигуравајућа друштва не смеју пласирати техничких резерви више од:

- (a) 10% укупних техничких резерви у једну непокретност или више непокретности које су блиске једна другој како би се сматрале једном инвестицијом,
- (b) 5% укупних техничких резерви у акције и друге хартије од вредности као што су обвезнице, дужничке хартије од вредности и друге инструменте тржишта новца или тржишта капитала од истог лица или у зајмове дате истом кориснику с тим што овај лимит може бити повећан на 10% уколико се не инвестира више од 40% у зајмове и хартије од вредности од укупне техничке премије при чему у сваки појединачни облик инвестира више од 5%,
- (c) 5% укупних техничких резерви у необезбеђене зајмове (уз ограничење на 1% за сваки необезбеђени зајам искључујући при томе обезбеђене зајмове дате кредитним институцијама и друштвима за осигурање). Ови лимити могу бити повећани респективно на 8% односно 2% од случаја до случаја од стране законодавства државе чланице,
- (d) 3% укупних техничких резерви у готовини,
- (e) 10% укупних техничких резерви у акцијама, другим хартијама од вредности које се третирају као акције и као дужничке хартије од вредности којима се не тргује на регулисаним тржиштима.

У Србији је чланом 114 Закона о осигурању²⁸ одређено у које облике пласмана осигуравајућа друштва могу да депонују и улажу своја средства техничких резерви и гарантне резерве, а посебно Одлуком²⁹ Народне банке Србије детаљно су детерминисана ограничења појединих депоновања и улагања средстава. У облике пласмана у које осигуравајућа друштва животних осигурања у Србији могу да депонују и улажу своја средства спадају хартије од вредности издате или гаранто-

ване од стране државе, централне банке или међународних финансијских институција (укупно до 30% техничких резерви, односно до 5% по издаваоцу), акције које су на листингу А Београдске берзе (укупно до 35%, односно до 15% по издаваоцу), акције којима се тргује на организованом тржишту али које нису на листингу А као и акције правних лица са седиштем у земљи чланици ЕУ, односно ОЕСД (укупно до 15%, односно до 5% по издаваоцу), у обвезнице и друге дужничке хартије од вредности и у акције којима се не тргује на организованом тржишту (укупно до 5%, односно до 1% по издаваоцу), у депозите код банака у земљи (укупно до 35%, односно до 10% у једну банку), у непокретност и друга стварна права на непокретностима (укупно до 30%, односно до 10% у једну непокретности или друго стварно право) и у унапред исплаћени износ осигуране суме до висине откупне вредности утврђене уговором о животном осигурању (укупно до 10%). У облике пласмана у које осигуравајућа друштва неживотних осигурања у Србији могу да депонују и улажу своја средства спадају хартије од вредности издате или гарантоване од стране државе, централне банке или међународних финансијских институција (укупно до 20% техничких резерви, односно до 5% по издаваоцу), акције које су на листингу А Београдске берзе (укупно до 35%, односно до 10% по издаваоцу), акције којима се тргује на организованом тржишту али које нису на листингу А као и акције правних лица са седиштем у земљи чланици ЕУ, односно ОЕСД (укупно до 10%, односно до 5% по издаваоцу), у обвезнице и друге дужничке хартије од вредности и у акције којима се не тргује на организованом тржишту (укупно до 5%, односно до 1% по издаваоцу), у депозите код банака у земљи (укупно до 40%, односно до 10% у једну банку), и у непокретности и друга стварна права на непокретностима (укупно до 15%, односно до 10% у једну непокретност или друго стварно право).

Дакле, прикупљена средства осигуравајућа друштва могу улагати на финансијском тржишту, у ону врсту активе која највише одговара карактеру прикупљених средстава у њиховој пасиви, а у складу са датим регулаторним ограничењима. Улагања средстава акумулираних у виду резерви осигураваача и реосигураваача, по основу премије

26) Directive 2002/83/EC of the European Parliament and of the Council of 5 November 2002, Official Journal of the European Communities L 345/22, 19.12.2002, члан 24.

27) Council Directive 92/49/EEC of 18 June 1992 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to direct insurance other than life assurance and amending Directives 73/239/EEC and 88/357/EEC (third non-life insurance Directive), *Official Journal* L 228, 11/08/1992, члан 22.

28) Закон о осигурању, пречишћени текст сачињен на основу Закона о осигурању објављеног у "Службеном гласнику РС", бр. 55/04 и 70/04 – испр. и измена и допуна објављених у "Службеном гласнику РС", бр. 61/05, 61/05 – др. закон, 85/05 – др. закон и 101/07 - http://www.nbs.rs/export/internet/latinica/20/zakoni/osiguranje_200561.pdf

29) Одлука о ограничењима појединих облика депоновања и улагања средстава техничких резерви и о највишим износима појединих депоновања и улагања гарантне резерве друштва за осигурање, "Службени гласник РС", бр. 35/2008 и 111/2009.

наплаћене за преузети ризик, нису једнака код свих осигураваача, а зависе првенствено од структуре делатности али и од величине осигураваача, тако да се разликује инвестициони портфељ животних осигураваача и инвестициони портфељ неживотних осигураваача.

5.1 Карактеристике инвестиционог портфеља животних осигураваача

Осигуравајућа друштва животних осигурања расположива средства обезбеђују продајом полиса осигурања живота која по својим карактеристикама имају елемент осигурања и елемент штедње. Приликом настанка осигураног случаја, смрт или доживљење, осигуравајуће друштво има обавезу да осигураницима односно корисницима осигурања исплати осигурану суму која по правилу садржи елемент штедње. У развијеним економијама су осим класичних развијени и производи осигурања живота који повезују осигурање живота са улагањима. Осигуравајућа друштва животних осигурања у САД-у (али и на другим развијеним тржиштима осигуравајућих производа где се појављују варијабилни производи животних осигурања) деле своје билансе на главни рачун и издвојене рачуне. Издвојени рачуни постоје како би се издвојили резерве по основу обавеза за производе који укључују инвестициони ризик као што су варијабилни ануитетни производи, варијабилна животна осигурања и приватне пензије (код ових рачуна односно производа осигурања карактеристично је да инвестициони ризик сносе осигураници, а не осигуравајуће друштво). На главном рачуну се воде уговорне обавезе осигуравајућег друштва по основу производа осигурања са гарантованим фиксним исплатама као што су исплате по основу животног осигурања за случај смрти. Регулатива у погледу ограничења инвестиција усмерена је на главни рачун, а мања ограничења су у погледу издвојених рачуна, што условљава и другачију структуру инвестиционог портфеља који се формира на основу средстава по основу главног односно издвојених рачуна, при чему веће учешће ризичнијих хартија од вредности као што су акције представља карактеристику инвестирања средстава по основу издвојених рачуна.

Да би осигуравајуће друштво успешно послоvalo оно инвестира своја средства настојећи да оствари позитивну разлику између стопе приноса на инвестиције и стопе укамаћења која се плаћа власницима полиса. На тај начин, друштва животних осигурања могу да обезбеде оглашавање

боље полисе осигурања у односу на конкуренте, те на основу приноса обезбеде пружање нових и увећање обима постојећих услуга.

Најспецифичнија карактеристика животних осигурања јесте да су ова осигурања дугорочне природе. По основу закључених уговора о осигурању живота (који се ретко закључују на периоде краће од 10 година) формира се математичка резерва која представља извор дугорочних средстава за дугорочне инвестиције, јер временски период на који се средства инвестирају зависи од услуга које осигуравајуће друштво нуди и управо то представљају најквалитетнија средства сектора осигурања која опредељују, као извори средстава, структуру инвестиционих пласмана односно инвестиционог портфеља.

Осигуравајућа друштва животних осигурања имају стабилне приливе и предвидиво коришћење готовине те због тога имају велику слободу у погледу пласмана средстава (уз наравно регулаторна ограничења). Они највећи део свог портфеља држе у дугорочним хартијама од вредности, у кредитним вредносним папирима с фиксном каматном стопом, а мањи део у власничким вредносним папирима као што су акције. Тако највише пласирају своја новчана средства у корпорацијске и државне обвезнице и хипотеке односно некретнине, а мање у обичне акције (осим у случају Велике Британије где је карактеристично веће учешће пласмана у акције него у хартије од вредности са фиксним приносом). Највећи део имовине у оквиру биланса стања осигуравајућих друштава животних осигурања налази се у готовини и инвестицијама. Највећи део инвестиција³⁰ је у обвезнице (око 70%). Око 10% се инвестира у хипотекарне зајмове. Остатак је углавном подељен између обичних акција, некретнина, готовине и зајмова по основу полиса. Уобичајено су законски регулисани, у свим земљама, лимити изражени у процентима као и изложеност ризику, инвестиција осигуравајућих друштава у поједине облике финансијске имовине. На пример, према подацима Insurance Information Institute³¹ инвестиције у обвезнице учествовале су са 73,26% у 2007, односно 71,27% у 2008. години, инвестиције у хипотекарне зајмове са 10,67% у 2007. години, односно 10,87% у 2008. години, акције са 4,78% у 2007. години и 3,79% у 2008. години, готовина и готовински еквиваленти учествовали су са 2,68% у 2007. и 4,86% у 2008. години, а сви остали облици пласмана заједно са преосталих 8,61% у 2007. односно 9,21% у 2008. години. Недовољан степен транспарентности тржишта акција, мање или више изражене препреке у прено-

30) Holding Companies Handbook, Office of Thrift Supervision, U.S. Department of the Treasury, Washington, DC, January 2003, Appendix A, p. 1.

31) Insurance Information Institute - <http://www.iii.org/media/facts/statsbyissue/life>, March 2010.

су права из акција и недовољно искуство и знање у трговини власничким хартијама од вредности узрок су отпору акцијама³².

5.2 Карактеристике инвестиционог портфеља неживотних осигураваача

Неживотна осигурања се у литератури углавном налазе под заједничким називом имовинска и осигурања од одговорности. Ова осигурања представљају основни камен темељац пословања савремених привреда, а често се указује да од здравља сектора имовинских и осигурања одговорности зависи економско здравље сваке националне економије. Путем ових осигурања с једне стране је заштићена огромна имовина од опасности као што су пожари, поплаве, удари грома, олује, а с друге стране покривена је правна одговорност која може настати по основу оштећења имовине односно повреде физичког интегритета других особа.

Структура инвестиционог портфеља неживотних осигураваача разликује се од структуре портфеља животних осигураваача јер је карактер извора средстава ових осигураваача другачији. Наиме, док осигуравајућа друштва животних осигурања могу да предвиђају своје готовинске токове на основу таблица смртности, код неживотних осигураваача то није једноставан процес због неизвесности у погледу настанка догађаја као што су велике катастрофе или дугорочне парнице, што усмерава ова друштва у пласмана који имају већу ликвидност од пласмана животних осигураваача. Осим тога, кључна карактеристика извора средстава за инвестирање је њихова краткорочност јер се полисе неживотних осигурања закључују на краће временске периоде, најчешће на период од годину дана, али има примера у САД где се оне закључују (када је реч о ауто осигурању) и на период од 6 месеци.

Кључни фактор који утиче на друштва неживотних осигурања јесте њихова изложеност катастрофалним губицима. Катастрофе резултирају у осигураним губицима од 25 милиона долара или више³³, а јављају се као продукт једног јединог штетног догађаја. Изложеност катастрофалним губицима утиче на закључивање осигуравајућих уговора, одређивање премија, степен реосигурања и на одређивање инвестиционих циљева у управљању портфељом. Ова чињеница условљава осигуравајућа друштва неживотних осигурања да инвестирају у високо ликвидне хартије од вредности, како би у случају настанка значајнијих штета могле брзо да их продају и исплате суме осигурања.

Други значајан фактор јесте природа осигуравајућег посла у погледу испуњења одштетних захтева. Наиме одређени послови, код осигурања имовине, углавном су карактеристични по исплати одштетних захтева у кратком року. Са друге стране, када је реч о осигурању одговорности као што је професионална лекарска грешка, исплата одштетних захтева може трајати годинама. Овај временски размак од добијања захтева до исплате штете значајно утиче на инвестициону стратегију осигуравајућих друштава и у погледу ризика и у погледу трајања.

Слично као и код животних осигураваача, инвестиције су за неживотне осигуравааче изузетно битне јер им омогућавају понуду полиса осигурања под повољнијим условима, што им унапређује конкурентску предност. Осим тога, инвестиције су у новије време значајне због катастрофалних догађаја који су све чешћи, попут сезоне урагана у САД и терористичког напада 11. септембра 2001. године у Њујорку, који у великој мери угрожавају профитабилност ових друштава по основу послова осигурања.

Имајући у виду карактеристике извора средстава неживотних осигураваача, њихови инвестициони пласмани су усмерени највише на тржишту краткорочних вредносних папира. Они ретко улажу у хипотеке и некретнине, а у структури пласмана доминирају обвезнице. У САД је типично учешће обвезница са 65% и обичних акција које чине четвртину укупних инвестиција³⁴.

5.3 Карактеристике инвестиционог портфеља реосигураваача

Реосигурање представља осигурање за осигуравајућа друштва. Основни извори прихода реосигуравајућих друштава су послови реосигурања, провизије и инвестициони приходи. Када је реч о инвестиционим пласманима ових друштава, основна је карактеристика да су ова друштва мање регулисана него осигуравајућа друштва те због тога имају већу слободу у пословању, а тиме и инвестирању расположивих средстава. Међутим, упркос тој чињеници реосигуравајућа друштва имају конзервативне политике пласирања својих средстава, избегавајући високу изложеност инвестиционом ризику. То је последица њихове улоге у финансијском систему, али и тежње да се задовоље строги захтеви регулаторних органа и рејтинг агенција у погледу расположивости капитала (инвестициони пласмани који укључују виши ризик подразумевају и више капиталне захтеве што условљава више капиталне трошкове).

32) Кочовић, Ј. и Шуледић, П.: *Осигурање*, Економски факултет, Београд, 2002, стр. 201.

33) *Holding Companies Handbook*, Office of Thrift Supervision, U.S. Department of the Treasury, Washington, DC, January 2003, Appendix A, p. 3.

34) *Holding Companies Handbook*, Appendix A: Industry Background, Office of Thrift Supervision, U.S. Department of the Treasury, Washington, DC, January 2003, p. 930A.4.

Табела 5 - Структура инвестиционог портфеља сектора осигурања у Србији у периоду 2004-2008.

		2004.	2005.	2006.	2007.	2008.
Улагања имовине за покриће техничких резерви	Депозити банака	н.а.	13,00%	28,00%	27,00%	30,00%
	Готовина	н.а.	н.а.	н.а.	н.а.	20,00%
	Потраживања премија која нису доспела на наплату	н.а.	н.а.	н.а.	н.а.	12,00%
	Државне хартије од вредности	н.а.	н.а.	14,00%	10,00%	10,00%
	Акције	н.а.	н.а.	17,00%	20,00%	7,00%
	Некретнине	н.а.	30,00%	н.а.	н.а.	н.а.
	Остале инвестиције	н.а.	57,00%	41,00%	43,00%	21,00%
Улагања имовине за покриће математичке резерве	Депозити банака	н.а.	н.а.	16,00%	12,00%	19,00%
	Готовина	н.а.	н.а.	н.а.	н.а.	н.а.
	Потраживања	н.а.	н.а.	н.а.	н.а.	н.а.
	Државне хартије од вредности	н.а.	н.а.	н.а.	н.а.	71,00%
	Акције	н.а.	н.а.	н.а.	н.а.	н.а.
	Остале хартије од вредности	н.а.	33,00%	57,00%	69,00%	н.а.
	Обвезнице којима се тргује на берзи	н.а.	30,00%	н.а.	н.а.	н.а.
	Остале инвестиције	н.а.	37,00%	27,00%	19,00%	10,00%

Извор: Народна банка Србије

У пласирању расположивих финансијских средстава реосигуравајућа друштва настоје да ускладе своје обавезе по основу послова реосигурања са карактером инвестиција у погледу рачности, изложености ризику и сл. Осим тога, карактер инвестирања зависи од тога да ли су средства прикупљена по основу реосигурања животних или неживотних осигураваача. Ова конзервативност у погледу минимизовања инвестиционог ризика приликом пласирања расположивих средстава карактеристична за реосигуравааче јасно се може запазити на примеру водеће реосигуравајуће куће у свету – Swiss Re. Ово реосигуравајуће друштво је у 2005. години³⁵ 89% својих инвестиција имало у пласманима са фиксним приносом, док су акције учествовале са 7% а некретнине и остали пласмани са 4% у укупним инвестицијама.

5.4 Структура инвестиционих портфеља осигуравајућих друштава у Србији и региону

У складу са наведеним регулаторним ограничењима, као и карактеристикама пословања, односно специфичношћу извора средстава животних и неживотних осигурања, осигуравајућа друштва у Србији пласирају расположива сре-

дства резерви. Такође, пласмани осигуравајућих друштава и у Србији и у земљама региона ограничени су разноврсношћу финансијских инструмената расположивих на финансијском тржишту. Структура портфеља сектора осигурања у Србији приказана је у Табели 5.

Као што се види у табели, највеће учешће у инвестиционим портфељима осигуравајућих друштава неживотних осигурања депозити банака, готовина, потраживања по основу премија осигурања и државне хартије од вредности, док акције имају готово занемарљиво учешће у структури портфеља. У случају животних осигураваача доминирају државне хартије од вредности и депозити банака. Иако је расположивост података ограничена, јасно је да је структура портфеља осигуравајућих друштава у Србији неадекватна у погледу могућности генерисања приноса. Ова констатација важи нарочито ако се има у виду да највећи део дужничких хартија од вредности представљају обвезнице по основу старе девизне штедње. Уз даљи развој финансијског система, посебно финансијских инструмената, могуће је очекивати да ће структура инвестиционих портфеља домаћих осигуравајућих друштава бити више налик онима у развијеним земљама, чиме ће и домаћа

35) Annual Report 2005: *Business Report*, Swiss Reinsurance Company, Zurich, 2006, p. 22

Табела 6 - Структура инвестиционог портфела сектора осигурања у Хрватској у периоду 2004-2008.

		2004.	2005.	2006.	2007.	2008.
Улагања имовине за покриће математичке резерве	Хартије од вредности Републике Хрватске и Хрватске банке за обнову и развој	77,60%	75,00%	65,70%	65,50%	68,40%
	Депозити	10,20%	11,80%	15,60%	18,00%	20,20%
	Некретнине	6,20%	4,50%	5,10%	2,50%	2,00%
	Учешћа и деонице инвестиционих фондова	н.а.	н.а.	8,30%	8,90%	3,90%
	Остало	6,00%	8,70%	5,30%	5,10%	5,50%
Улагања имовине за покриће техничких резерви	Хартије од вредности	25,50%	26,50%	30,40%	34,60%	27,90%
	Депозити	14,80%	19,60%	16,60%	18,00%	20,90%
	Некретнине	30,30%	27,50%	20,50%	14,40%	16,40%
	Учешћа и деонице инвестиционих фондова	н.а.	н.а.	9,40%	11,20%	6,10%
	Зајмови	12,20%	9,50%	8,00%	7,80%	14,30%
	Остало	17,20%	16,90%	15,10%	14,00%	14,40%

Извор: Хрватска агенција за надзор финансијских услуга

осигуравајућа друштва бити у могућности да дају пун допринос економском развоју.

Слично као у Србији, у структури инвестиционог портфела осигуравајућих друштава животних осигурања доминирају државне хартије од вредности и депозити (видети Табелу 6). У структури портфела неживотних осигураваача доминирају хартије од вредности, а потом следе депозити, некретнине и зајмови.

Структура инвестиционог портфела осигуравајућих друштава у Словенији, као што се види у

Табели 7, разликује се у односу на ситуацију у Србији и Хрватској. Иако у структури портфела животних осигураваача као и у случају Србије и Хрватске доминирају државне хартије од вредности, њихово учешће бележи тенденцију пада, а постепено јача значај дужничких хартија од вредности, чији емитент није држава као и акција. У структури портфела неживотних осигураваача ситуација је слична, доминирају државне хартије од вредности праћене учешћем осталих дужничких хартија од вредности и акција.

Табела 7 - Структура инвестиционог портфела сектора осигурања у Словенији у периоду 2004-2008.

		2004.	2005.	2006.	2007.	2008.
Улагања имовине за покриће математичке резерве	Државне хартије од вредности	50,10%	46,10%	43,40%	34,30%	38,10%
	Некретнине	0,10%	0,20%	0,10%	0,10%	0,30%
	Зајмови	1,00%	0,80%	0,40%	0,30%	0,50%
	Дужничке хартије од вредности	26,40%	27,70%	28,30%	30,50%	32,30%
	Акције	12,50%	16,80%	22,50%	28,50%	21,30%
	Депозити банака	9,70%	35,20%	4,70%	5,60%	6,40%
	Остале инвестиције	0,30%	0,20%	0,60%	0,70%	1,10%
Улагања имовине за покриће техничких резерви	Државне хартије од вредности	30,60%	37,60%	38,70%	33,40%	26,10%
	Некретнине	3,70%	3,20%	1,50%	1,50%	2,60%
	Зајмови	2,60%	1,50%	1,40%	1,60%	1,40%
	Дужничке хартије од вредности	17,60%	17,50%	19,70%	24,10%	22,10%
	Акције	19,40%	16,50%	20,00%	20,60%	15,00%
	Депозити банака	15,20%	13,60%	9,70%	7,20%	8,10%
	Остале инвестиције	10,90%	10,20%	9,00%	11,60%	24,70%

Извор: Агенција за заваровални надзор

6. Утицај светске економске кризе на инвестиционе активности осигуравајућих друштава

Проблем светске финансијске кризе из 2008. и економске рецесије из 2009. године генезу има у засићењу тражње на стамбеном тржишту САД крајем 2005. године, које је довело до осетнијег пада цена станова крајем 2006. године, чиме су банке, подстакнуте лукративним могућностима, одобравале и *subprime* кредите са знатно вишим кредитним ризиком јер су одобравани без учешћа, без увида у кредитну способност клијента, чак и без икакве провере прихода, уз знатно више камате са спекулативним размишљањем о могућности продаје заложене непокретности у случају остварења кредитног ризика, доведене у позицију да не могу да надокнаде ни половину вредности дуга евентуалном продајом заложене непокретности. Криза ликвидности банкарског сектора трансферисала се у финансијску кризу, управо због чињенице да су ненаплативи кредити постали основа нових хартија од вредности. Уместо да се обезбеди дисперзија улагања, секјуритизација субприме хипотекарних кредита омогућила је да се криза банкарског сектора “прелије” на читав финансијски систем САД. Са друге стране, процес глобализације који се базира на идеји интеграције светских економских активности, у циљу глобалног просперитета, омогућио је трансферисање финансијске кризе из САД широм света. Коначно, захваљујући паду поверења у финансијски систем и редуковању кредитних активности банака, дошло је до опадања финалне али и инвестиционе потрошње, чиме је контракција на стамбеном тржишту у САД прерасла у рецесију. Тиме је још једном указано на кључну идеју Кејнза, творца идеје државног капитализма, да ефективна тржишна тражња представља централни проблем савременог капитализма³⁶.

Глобални кредитни слом узроковао је панику на светским финансијским тржиштима, током 2008. године, дошло је до пада цена акција као и значајне контракције на кредитним тржиштима, чиме је, услед повећане цене капитала и умањене тражње, умањен и привредни раст. Такође, током 2008. године долазило је до драматичних падова берзанских индекса свих светских берзи. На пример, само у трећој недељи септембра, Лондонски FTSE 100 пао је за 3,7%, француски SAS за 3,3%, немачки DAX за 2,5%, а Dow Jones за 504 базних поена. Слична ситуација забележена је и у Србији и земљама региона. На пример, у периоду од 01.01.2008. до 01.01.2009. индекс најликвиднијих акција Београдске берзе - *Velex 15* забележио је

пад у вредности око 78%, индекс Загребачке берзе – CROBEX забележио је пад вредности за око 67% а Словеначки берзански индекс, односно општи показатељ перформанси на Љубљанској берзи – SBI 20 забележио је пад вредности за око 70%. Оваква дешавања утицала су на остварење инвестиционих приноса осигуравајућих друштава. Историјски посматрано, инвестициони резултати осигуравајућих и реосигуравајућих друштава били су позитивни и опредељујуће су утицали на остварење позитивних укупних резултата, имајући у виду чињеницу да су осигуравачи и реосигуравачи по основу послова осигурања остваривали негативне резултате. Међутим, захваљујући кредитној кризи и последичној финансијској кризи ситуација се током 2008. године драстично променила. Наиме, остварење светске финансијске кризе узроковало је велике турбуленције на тржиштима капитала, а последична рецесија која узрокује умањено поверење и масовну ликвидацију тржишних позиција узрокује значајно умањење инвестиционих приноса по основу улагања у акције. Са друге стране, у циљу изласка из рецесије и подстицања кредитних активности, централне банке су смањиле каматне стопе, што се одражава на умањење будућих инвестиционих приноса. Турбуленције у висини каматних стопа утичу на осигураваче и реосигураваче чији инвестициони портфељи у великом проценту садрже улагања у дужничке хартије од вредности. Ако се има у виду чињеница да дисбаланси форсирани паралелним негативним утицајем и на активу и на пасиву биланса стања осигуравајућих друштава узрокују редукацију расположивог капитала³⁷, јасно је зашто је остварење финансијске кризе имало снажног утицаја на пословање осигуравајућих друштава.

Када је реч о угрожености инвестиционих портфеља, на основу кретања берзанских показатеља могао би се извести закључак да је највећа изложеност инвестиционом ризику везана за пласмане у акције. Међутим, упркос таквим кретањима цена акција, финансијска позиција осигуравача и реосигуравача није значајније угрожена. Кључни утицај финансијске кризе на инвестиционе резултате осигуравача и реосигуравача чине отписи “лоших” инвестиција, односно инвестиција повезаних са *subprime* хипотекарним кредитима, а финансијска позиција оних осигуравача и реосигуравача који су улагали у деривате повезане са *subprime* хипотекарним тржиштем или кредитним дериватима јесте значајно угрожена. Утицај светске финансијске кризе на инвестиционе активности осигуравајућих и реосигуравајућих друштава разликује се у зависности од врста осигурања, као и појединих осигуравача и реосигуравача. Уопштено посматрано, инвестициони ре-

36) Кејнз, Ј.М.: *Опита теорија запослености, камате и новца*, „Култура“, Београд, 1956.

37) Његомир, В.: “Економски капитал у осигуравајућим друштвима”, Рачуноводство, Савез рачуновођа и ревизора Србије, Београд, бр. 11-12, 2007, стр. 115-131.

зултати осигураваача животних осигурања су под снажнијим утицајем светске финансијске кризе од инвестиционих резултата осигураваача неживотних осигурања. Наиме, средства по основу премија неживотних осигурања уобичајено се инвестирају у државне или корпоративне обвезнице вишег кредитног рејтинга, док се средства по основу животних осигурања, у настојању осигураваача да буду конкурентнији на тржишту, пласирају у ризичније пласмане са циљем максимизације инвестиционих приноса. Осигуравајућа друштва животних осигурања имају стабилне приливе и предвидљиво коришћење готовине те због тога имају велику слободу у вези са пласманом средстава. Ова слобода је утицала на већу изложеност животних осигураваача утицају финансијске кризе, с обзиром на настојања осигуравајућих друштава животних осигурања да нетрадиционалним инвестиционим пласманима, прихватајући знатно увећан ризик у односу на изложеност ризику традиционалних портфела са већим учешћем државних обвезница, генеришу што веће инвестиционе приходе како би осигураницима постали привлачнији. Такође, значај инвестиционих приноса је посебно наглашен код животних осигурања повезаних са улагањима у инвестиционе фондове, као и животних осигурања са гаранцијама минималних приноса. Пад инвестиционих приноса по правилу узрокује преурањено раскидање уговора животних осигурања повезаних са улагањима у фондове, с обзиром на то да је кључни мотив куповине ове врсте животних осигурања остварење профита.

Остварење инвестиционих губитака карактеристично је за осигуравааче и реосигуравааче који су експериментисали са пласманима високог ризика, нетипичним за сектор осигурања и реосигурања, као што су инвестиције у секјуритизоване хартије од вредности, акције које нису котиране на берзи и хец фондове. Утицај кризе на инвестиционе активности није био значајан у смислу губитка солвентности ни код најпознатијег случаја, осигуравајућег друштва *American International Group*, што је у складу са дугорочним трендом за период од 1969. до 2008. године, у коме су инвестиције биле узрок несолвентности осигураваача само у 7% случајева³⁸. Разлози несолвентности ове групације као и Swiss Re-а били су њихова учешћа у пословима гарантовања у иновативним финансијским аранжманима. Међутим, ниске каматне стопе и настала аверзија према ризику инхерентном инвестицијама у акције креирају дугорочно окружење нижих инвестиционих приноса у односу на оне које су осигураваачи историјски посматрано навикли да остварују.

Закључак

Сектор осигурања као мобилизатор штедње у виду институционалног инвестирања чини интегрални део сектора финансијских услуга једне националне економије и снажно утиче на развој финансијског тржишта и перформансе укупне економије. Са друге стране, развијеност економије и финансијског тржишта имају снажног утицаја на развијеност сектора осигурања. Овај сектор представљају осигуравајућа и реосигуравајућа друштва која располажу великом концентрацијом новца, прикупљеног у виду ситних улога, појединачних премија од осигураника и улога акционара и који се пласира у различите облике, најчешће, финансијске, али и реалне имовине. Мобилизацијом и пласманом расположивих и фрагментираних новчаних средстава сектор осигурања потпомаже привредни развој и креирање друштвеног благостања, али и остварење примарног циља, максимизације профита уз одређену толеранцију ризика, што је у интересу не само осигуравајућих и реосигуравајућих друштава, већ и осигураника, акционара, привреде и друштва у целини. То је посебно значајно у мање развијеним земљама у којима постоји перманентна "глад" за капиталом.

Литература

1. Annual Report 2005: *Business Report*, Swiss Reinsurance Company, Zurich, 2006.
2. Blommestein, H.J. and Funke, N.: *Institutional Investors in the New Financial Landscape*, OECD, Paris, 1998.
3. CEA Statistics No 37: European Insurance in Figures, Comité Européen des Assurances, October 2009.
4. Christoffersen, P. F.: *Elements of Financial Risk Management*, Academic Press, An imprint of Elsevier Science, San Diego, CA, 2003.
5. Council Directive 92/49/EEC of 18 June 1992 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to direct insurance other than life assurance and amending Directives 73/239/EEC and 88/357/EEC (third non-life insurance Directive), Official Journal L 228, 11/08/1992.
6. Davis, E.P. and Steil, B.: *Institutional Investors*, The MIT Press Cambridge, MA, 2001.
7. Directive 2002/83/EC of the European Parliament and of the Council of 5 November 2002, *Official Journal of the European Communities* L 345/22, 19.12.2002.

38) Hartwig, R. P.: "After the Crisis: Overview and Outlook for the P/C Insurance Industry", Insurance Information Institute, New York, NY, February 18, 2010.

8. Dorfman, M. S.: *Introduction to Risk Management and Insurance*, Pearson Education, Inc., Upper Saddle River, NJ, 2008.
9. Esch, L., et all: *Asset and Risk Management: Risk Oriented Finance*, John Wiley & Sons Ltd, West Sussex, England, 2005.
10. Financial Times, *Special Report: Investing in Russia*, The Financial Times Limited, Number One Southwark, Bridge, London, England, October 11, 2005.
11. Gallati, R. R., *Risk Management and Capital Adequacy*, McGraw-Hill Professional, The McGraw-Hill Companies, Inc, New York, NY, 2003.
12. Grepin, L.M., Kessler, M. i Williams, Z.D.: *Smarter investing for insurers*, McKinsey on Finance, McKinsey & Company, New York, Autumn 2003.
13. Hartwig, R. P.: "After the Crisis: Overview and Outlook for the P/C Insurance Industry", Insurance Information Institute, New York, NY, February 18, 2010.
14. Hartwig, R.P.:
15. *Holding Companies Handbook*, Office of Thrift Supervision, U.S. Department of the Treasury, Washington, DC, January 2003.
16. *Institutional Investors - Statistical Yearbook, 1992-2001*, OECD Publications, Paris, 2003.
17. Insurance Information Institute - <http://www.iii.org/media/facts/statsbyissue/life>, March 2010.
18. Jorion, P.: *Financial Risk Manager Handbook*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, NJ, 2003.
19. Kejnz, J.M.: *Општа теорија запослености, камате и новца*, „Кулура“, Београд, 1956.
20. Кочовић, Ј. и Шулејић, П.: *Осигурање*, Економски факултет, Београд, 2002.
21. Lloyd V. T.: *Money, Banking and Financial Markets*, McGraw-Hill, Boston, 1997.
22. Маровић, Б., Кузмановић, Б. и Његомир, В.: *Основи осигурања и реосигурања*, Princip Press, Београд, 2009.
23. Његомир, В.: "Економски капитал у осигуравајућим друштвима", *Рачуноводство*, Савез рачуновођа и ревизора Србије, Београд, бр. 11-12, 2007., стр. 115-131.
24. Његомир, В.: "Оперативни ризик осигуравајућих друштава", *Рачуноводство*, Савез рачуновођа и ревизора Србије, Београд, бр. 1-2, 2007., стр. 85-96.
25. Његомир, В.: "Управљање имовином и обавезама осигуравајућих друштава", *Рачуноводство*, Савез рачуновођа и ревизора Србије, Београд, бр. 5-6, 2006., стр. 94-103.
26. Његомир, В.: „Циклични карактер индустрије осигурања и реосигурања“, *Индустрија*, Економски институт, Београд, бр. 4, 2006., стр. 47-61.
27. Његомир, В.: „Традиционални и алтернативни трансфери ризика као облици управљања ризиком осигурања“, Докторска дисертација, Факултет техничких наука, Нови Сад, 2009. (необјављено)
28. Одлука о ограничењима појединих облика депоновања и улагања средстава техничких резерви и о највишим износима појединих депоновања и улагања гарантне резерве друштва за осигурање, "Службени гласник РС", бр. 35/2008. и 111/2009.
29. Policy Issues in Insurance No. 3: *Insurance Regulation, Liberalisation and Financial Convergence*, OECD, Paris, 2001.
30. Радмиловић, С.: "Суморна фактографија економске стварности Србије", *Рачуноводство*, Београд, бр. 1-2, 2010., стр. 5-24.
31. Rejda, G. E.: *Principles of Risk Management and Insurance*, Pearson Education, Inc., Upper Saddle River, NJ, 2005.
32. *Share Ownership*, A report on ownership of shares as at 31st December 2004, Office for National Statistics, 2005.
33. Skipper, H. D. and Kwon, W. J.: *Risk Management and Insurance: Perspectives in a Global Economy*, Oxford: Blackwell Publishing, Ltd, 2007.
34. *Statistical Bulletin: Share Ownership Survey*, Office for National Statistics, 27th January 2010.
35. *What Insurers Can Expect from Their Investments Today - An Overview of the Global Investment Environment*, презентација одржана у The Royal Institute of International Affairs, London, 2 February 2004.
36. Закон о осигурању, пречишћени текст сачињен на основу Закона о осигурању објављеног у "Службеном гласнику РС", бр. 55/04 и 70/04 – испр. и измена и допуна објављених у "Службеном гласнику РС", бр. 61/05, 61/05 – др. закон, 85/05 – др. закон и 101/07 - http://www.nbs.rs/export/internet/latinica/20/zakon/osiguranje_200561.pdf

др Сања
ВУЧКОВИЋ*

Управљање портфолиом хартија од вредности у пракси

Резиме

Инвестирање у хартије од вредности се само делимично одвија према принципима савремене портфолио теорије. Инвеститори при формирању портфолија примењују различите стратегије, а при анализи хартија од вредности спроводе, тј. ослањају се на различите концепте и користе разне технике. У раду разматрамо стратегије инвестирања, начине анализе хартија од вредности, могућности за вредновања рада портфолио менаџера и психолошке замке којима они могу да подлегну приликом инвестирања. У закључку указујемо на могућности да се унапреди портфолио управљање у пракси.

Кључне речи: портфолио, портфолио анализа, хартије од вредности, инвестирање, хипотеза о ефикасности тржишта, бихевиористичке финансије

Увод

Савремена портфолио теорија настаје педесетих година 20. века. Иако се у акције инвестира већ неколико стотина година, до пре педесетак година није било научно утемељених метода за оптимизацију портфолија. Тек 1952. године Хери Марковиц (*Harry Markowitz*) у чувеном раду „Портфолио селекција” (*Portfolio Selection*) утврђује основе за аналитички приступ проблематици управљања портфолиом хартија од вредности. Марковиц је за допринос теорији портфолија награђен Нобеловом наградом за економске науке, 1990. године.¹

Модерна портфолио анализа је у основи нормативног карактера. То значи да се заснива на

одређеним претпоставкама о људском понашању и резултира прецизним правилима којих се треба придржавати да би се максимизирала циљна функција. Ризик портфолија се не добија као проста сума ризика саставних хартија, већ зависи и од слагања (корелације) тих хартија. Тако, портфолио састављен од две хартије које су појединачно више ризичне може бити мање ризичан од портфолија састављеног од хартија које су појединачно мање ризичне. Због тога је битно диверсификовати портфолио – инвестирати у више хартија од вредности. Диверсификацијом се добија исти принос уз нижи ризик или виши принос уз непромењени ризик улагања. Сагледавањем приноса и ризика сваке (потенцијалне) хартије од вредности, може се доћи до оптималног финан-

*) Доцент на Факултету за пословне студије Мегатренд универзитета у Београду

1) Заједно са Мертоном Милером (*Merton Miller*) и Вилеомом Шарпом (*William Sharpe*), који су допринели постављању темеља савремене портфолио анализе.

сијског портфолија. Он ће бити препоручен инвеститору као најбољи могући – ниједан други не може имати повољнији однос приноса и ризика. При томе, да би се формирао теоријски модел неопходно је да се занемаре многи аспекти инвестирања који су присутни у пракси: временски хоризонт улагања, преференције инвеститора, законска и практична ограничења инвестирању и слично.

Присутне су велике промене у пракси портфолио инвестирања. Оне су, делом, инициране напретком у економској науци, али имају и аутономни и често непредвидиви ток. Као што је то готово увек случај, пракса инвестирања је разноврснија и богатија од теорије. У раду сагледавамо специфичне практичне аспекте портфолио инвестирања. Након разматрања стратегија управљања портфолиом, биће речи о различитим врстама анализе хартија од вредности, начинима мерења успешности финансијских менаџера у креирању портфолија и, на крају, о утицају психологије на понашање инвеститора.

1. Стратегије управљања портфолиом

Различити фактори из окружења и карактеристике инвеститора обликују савремено портфолио инвестирање.² Прво, временски хоризонт улагања је важан фактор инвеститоровог одлучивања. Уколико је он спреман да се одрекне новца на дужи рок (неколико година), онда ће одлука о хартијама у портфолију бити сасвим различита у поређењу са избором на кратак рок. Некада није могуће држати хартије у портфолију предуго, као што је случај у пракси инвестиционих фондова. Они морају, наиме, стално да се доказују, како би привлачили нове клијенте и не могу пасивно да исказују губитак исувише дуго, већ морају активним портфолио менаџментом да траже другу структуру портфолија. Са друге стране, уколико је новац уложен са циљем да се оплоди у следећих двадесетак година (када долази време пензије или деца стасавају за скупо факултетско образовање), онда ће се инвеститори мање оптерећивати краткорочним резултатима и могу да инвестирају у складу са фундаменталним, дугорочнијим факторима инвестирања.

Друго, има више типова инвеститора, који имају различите преференције, могућности, потенцијале и законске обавезе. Индивидуални инвеститори немају времена, новца, знања да проуче детаљно све расположиве хартије на тржишту. И поред тога што можда знају да је диверсификација добро решење за успешан портфолио,

неће имати могућности да, због трошкова посредништва и неких скувих акција, укључе у портфолио неколико десетина хартија. Институционални инвеститори се не суочавају са претходним ограничењима, али имају друге проблеме. Као што је већ речено, стално су под притиском добрих резултата, могу да имају законска ограничења у вези са улагањем (забрану прекомерног улагања у хартије једног емитента, забрану улагања у иностране хартије и сл.), па ће према теорији оптималан портфолио у пракси бити тешко остварив.

Формирање портфолија у савременим условима јесте осмишљен процес. Обично укључује неколико фаза. У првој се утврђују циљеви портфолија. Пошто сваки инвеститор има различито виђење очекиваног резултата (приноса), став према ризику, временски хоризонт у коме очекује ефекте, онда се и стратегија формирања портфолија прилагођава наведеним елементима. У другој фази се формулише инвестициона политика, што значи одређивање типа активе које ће портфолио менаџери анализирати: акције, обвезнице и други дужнички инструменти, изведене хартије од вредности, иностране хартије од вредности, некретнине и сл. Следи примена портфолио стратегије, која у начелу може бити пасивна и активна. Четврта фаза подразумева анализу и одабир хартија од вредности, у зависности од формулисаних циљева, политике и стратегије. Да би се исправно одлучило потребно је познавати стање у привреди, различитим секторима и, коначно, у пословању емитената хартија од вредности. С обзиром на велики број разноврсних задатака, потребно је да портфолио менаџери сарађују и размењују информације са свим релевантним структурама у предузећу.

У пракси су уочене различите стратегије одабира хартија од вредности и формирања портфолија. Једна од основних линија разграничавања инвестиционих стратегија јесте подела на активно и пасивно управљање портфолиом. Пасивно управљање портфолиом подразумева дугорочно инвестирање, што значи да се хартије од вредности купују и држе у дужем периоду. Типична пасивна инвестиција јесте индексирање – стратегија одабира хартија од вредности са циљем праћења (репликације) одређеног референтног индекса. Активни портфолио менаџмент подразумева континуирано мењање портфолија са циљем да се остваре бољи резултати од просечних приноса (тј. већи принос од тржишног индекса) или од референтног портфолија (који одражава циљне вредности приноса и ризика).

2) Christine Brentani, *Portfolio Management in Practice*, 2004, Elsevier Butterworth-Heinemann, pp. 2-3.

Суштина пасивних портфолио стратегија је, како је речено, верна репликација тржишног индекса. Инвестициони фондови могу да у перспективу као стратегију наведу управо репликацију тржишта, па би онда и успех њиховог портфолија био мерен степеном подударања резултата фонда и тржишног индекса. Управљање индексираним фондовима није у потпуности пасивно, пошто је неопходно да се повремено реинвестирају приходване дивиденде или да се портфолио прекомпоује након банкротства или спајања/преузимања предузећа (када одређене акције више нису део инвестиционог потенцијала). Ипак, индексирани фондови се труде да мало тргују, како би смањили трансакционе трошкове и тиме своје клијенте оптеретили што нижим провизијама.

Постоје три основна начина за конструисање пасивних портфолија:³ потпуна репликација, узорковање и квадратна оптимизација (или програмирање). Код потпуне репликације, портфолио менаџер се труди да купује акције у мери у којој оне учествују у циљаном индексу. Оваква стратегија за циљ има постизање резултата који су блиски просечним на тржишту, али има одређене недостатке: потребно је инвестирати у много акција, па ће трансакциони трошкови бити високи. Зато се код узорковања бира ограничена група акција за куповину, при чему се води рачуна да такав узорак верно одражава перформансе читавог тржишта. Умешност финансијског менаџера се огледа у одабиру одговарајућих хартија за узорак, пошто се може испоставити да се перформансе уске групе хартија не подударају са перформансама тржишта. Трећа техника – квадратно програмирање – тежи да одабир хартија за реплицирајућу групу учини што је могуће објективнијим. На основу историјских података о ценама и корелацијама акција са тржиштем, препушта се рачунарском програму да идентификује портфолио који ће минимизирати грешку репликације.

За пасивну стратегију управљања портфолиом могу се одлучити и мали инвеститори. Примереније, међутим, може бити да се индексирање постигне посредно, улагањем у индексирани фондове. Индексирани фондови могу бити отворени и затворени. Нарочиту популарност доживљавају индексирани инвестициони фондови, популарни ETF (од exchange-traded funds). Инвестирањем у акције ETF мали акционари стичу право на део приноса који фонд остварује. Најпознатији овакав фонд је амерички Standard & Poors 500 Depositary Receipts (SPDR или spider), који реплицира берзански индекс S&P 500. Дакле, купо-

вином инвестиционе јединице ETF и мали акционари могу да посредно стекну портфолио који је састављен од свих акција на тржишту.

2. Фундаменталне, техничке и специјалне анализе

Импликације за портфолио инвестирање зависе од тога да ли је финансијско тржиште ефикасно и да ли је хипотеза о ефикасности тржишта потврђена у пракси. Хипотеза о ефикасности тржишта (Efficient Market Hypothesis – ЕМН) односи се на информативну ефикасност финансијског тржишта. Хипотеза је резултат трагања за одговором на питање да ли цене у потпуности и одмах одражавају све релевантне информације. Према ЕМН, цене финансијских инструмената ће врло брзо одразити сваку нову релевантну информацију о привреди, дешавањима на финансијском тржишту и компанији чије су акције и обвезнице предмет купопродаје.⁴

У зависности од тога које информације се узимају у обзир при тестирању хипотезе, развиле су се три форме ефикасности тржишта:

- слаба форма ефикасности, при којој цене финансијских инструмената реагују само на информације о протеклим догађајима;
- полујака форма ефикасности, где текуће цене представљају одраз свих јавно објављених информација;
- јака форма ефикасности, која представља стање тржишта при коме цене одражавају све информације, биле оне јавно објављене или не.

На тржишту на коме је присутна слаба форма ефикасности, инвеститори познају процесе из прошлости који утичу на формирање цена, али не и могуће будуће кретање цена (услед израженог проблема насумичног хода). Дакле, ниједан инвеститор није у повлашћеном положају (у смислу да располаже неком информацијом коју други не знају) и нема могућност да оствари зараду од купопродаје хартија од вредности. Пошто прошли догађаји не утичу на будуће цене (зато што текућа цена већ рефлектује све из прошлости), често се каже да „тржиште нема памћење“ (market has no memory).

Полујака форма ефикасности тржишта претпоставља да инвеститори, осим протеклих релевантних догађаја, познају и остале јавно објављене информације о компанији чије хартије узимају у обзир: извештаје о резултатима пословања, об-

3) Frank Reilly and Keith Brown, *Investment Analysis and Portfolio Management*, Investment Analysis and Portfolio Management, 2003, South-Western Publishing, p. 653.

4) Hendrik Houthakker and Peter Williamson, *The Economics of Financial Market*, Oxford University Press, 1996, p. 130.

јављивање износа прихода, профита и дивиденди, развојне стратегије и планове, информације о мерџерима и аквизицијама, здравствено стање оснивача или менаџера и слично. Све ове информације су, међутим, већ укључене у текуће цене, па инвеститор не може да их искористи у циљу присвајања профита.

Ако цене формиране на тржишту укључују све расположиве информације, без обзира да ли су оне објављене или не, онда је присутна јака форма ефикасности. Чак и поверљиве информације о компанији, које би требало да зна мали број људи, не пружају могућност инвеститорима који су до њих дошли да остваре профит. И оне брзо „процуре“ из компаније.

Емпиријски налази у раној фази истраживања, током шездесетих и седамдесетих година 20. века, углавном су потврђивали хипотезу о ефикасности финансијског тржишта. У прегледу великог броја емпиријских истраживања, ватрени заговорник ефикасности тржишта Јудин Фама (*Eugene Fama*) прво наводи да не постоје уверљиви докази да су технике предвиђања берзанских кретања, засноване на историјским серијама, успешне. Према томе, тржиште јесте ефикасно у слабој форми.⁵ Када су у питању испитивања полујаке форме ефикасности, као стандард у истраживањима усвојене су студије случајева, где се проверава степен и брзина утицаја објаве битних новости о компанији (профит и дивиденде, емитање акција, компензације менаџера и слично). Прво је истражено више случајева дељења акција⁶ компанија, а утврђено је да тржиште позитивно реагује и да се већ у првом месецу исцрпљују сви ефекти ове технике.⁷ И у другим случајевима се показало да се, како теорија предвиђа, цене акција у врло кратком року прилагођавају битним догађајима и вестима, па је закључено да је остварена и полујака форма ефикасности.⁸ Коначно, неуспех стручних и добро обавештених инвестиционих фондова да предвиде кретање цена акција може се схватити као потврда ефикасности тржишта и у јакој форми.⁹

Уколико је ЕМН тачна, онда инвеститори (појединци или институционални инвеститори) не могу да „победу тржиште“, тј. да предвиде крета-

ње цена и на основу тога купе јефтино а продају скупо. Једини начин да на ефикасном тржишту инвеститор оствари натпросечан профит¹⁰ јесте случајност (на пример, инвеститор поседује акције нафтне компаније у тренутку када је откривен нови нафтни извор).

Ипак, насупрот неким теоретичарима и појединим емпиријским истраживањима, на финансијском тржишту и у финансијском пословању предузећа могу се уочити бројна одступања од импликација претпостављене ефикасности тржишта. С обзиром на то да су ове неправилности (аномалије, како су назване) биле основни подстицај за критику финансијске теорије из седамдесетих година, треба сагледати различите особине финансијског тржишта које излазе ван оквира хипотезе о ефикасности тржишта. Из уочених неправилности инвеститори могу извући веома корисне закључке за финансијско одлучивање.

Да би се остварио циљ активне портфолио стратегије – већи принос од оног који остварује референтни портфолио – инвеститор мора да формира портфолио од бираних хартија, хартија које ће му омогућити жељене перформансе портфолија. У зависности од начина одабира хартија, постоје три групе активних стратегија: фундаменталне, техничке и специфичне. Фундаменталним стратегијама се служе портфолио менаџери који покушавају да сагледају стање укупне привреде, појединих сектора и конкретних хартија од вредности. У зависности од тога да ли ће користити „птичју“ или „жабљу“ перспективу, разликоваће се приступи „од врха ка дну“ (top-down) или „од дна ка врху“ (bottom-up). Код првог приступа реч је о томе да се до композиције портфолија долази истраживањем, прво, макроекономских информација на различитим тржиштима, па даље ужих, секторских перформанси и, на крају, резултата самих емитената хартија од вредности. Код другог приступа, аналитичар се бави самим хартијама, независно од државе или сектора порекла емитента.

Фундаментални фактори који се разматрају су: релативна промена бруто домаћег производа (његов раст или пад) у прошлој и текућој години, као и прогнозе за следеће године, стопе инфлације,

5) Eugene Fama, "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, Vol. 25, 1970, p. 396.

6) Дељење акција (stock split) – замена старих акција новим акцијама, при чему за сваку стару акцију акционари добијају већи број нових акција мање вредности.

7) Наведено према: Richard Ball, R. "The Theory of Stock Market Efficiency: Accomplishments and Limitations", у *The New Corporate Finance: Where Theory Meets Practice*, Donald Chew (ed.), McGraw-Hill, 2001, pp. 20-33.

8) Eugene Fama, *ibid*, p. 409.

9) Eugene Fama, *ibid*, p. 413.

10) Натпросечан профит подразумева профит који је већи од профита за инвестирање у неризичну хартију, након одбитка ризика купљене хартије и трансакционих трошкова.

каматне стопе, платни биланс, стање у фискалном сектору (буџетски дефицит/суфицит), девизни курс (прецењеност/потцењеност валуте, стабилност/нестабилност курса), стопа незапослености, индустријска производња, актуелна и планирана економска политика, кредитни рејтинг земље, политичка ситуација и политички циклуси. Колико су битни подаци о макроекономским перформансама у протеклом периоду, толико је важно какве су перспективе привреде у будућем периоду. Уколико се, на пример, очекује јачање валуте одређене земље, онда инвеститори могу бити више заинтересовани за улагање, пошто ће поред очекиваног капиталног добитка по основу пораста цене акција у локалној валути остварити и добит по основу јачања валуте земље у којој су инвестирали (добит у инвеститоровој валути ће бити још већи захваљујући повољној промени девизног курса). На секторском нивоу, дугорочна апресијација угрожава извозне гране, па инвеститори, свесни ове чињенице, могу да оклевају при улагању у извозно оријентисана предузећа.

У процени секторских перформанси, инвеститори при одабиру сектора у које ће улагати воде рачуна о фази животног циклуса у којој се привредне гране налазе (индустрије на заласку могу убрзо да постану незанимљиве за улагање, па да цене њихових акција опадну), фази привредног циклуса (да ли се сектор налази у експанзији или рецесији), демографском фактору (старосна структура становништва има импликације на потрошњу и производњу), конкуренцији.

Када се одабере сектор, преостаје да се идентификују одговарајућа предузећа (или финансијске институције) чије хартије инвеститор укључује у портфолио. На нивоу емитената, фундаментална анализа треба да одговори на питање да ли је хартија од вредност која се разматра за куповину или продају прецењена или потцењена. Другим речима, потребно је да се утврди да ли је цена хартије од вредности нижа или виша од њене реалне, фундаменталне вредности. Ако је нижа, онда је акција потцењена, а ако је виша, онда је акција прецењена. Да би се ово утврдило постоје две групе метода. У првој групи се користе методе утврђивања фундаменталне вредности хартије од вредности. Може се користити метод дисконтовања очекиваних будућих токова готовине. Према овом методу, текућа цена акције једнака је дисконтованим будућим токовима готовине. Метод претпоставља поуздану процену будућих токова готовине по основу поседовања акције, тј. процену дивиденди. При томе, може се претпоставити константан принос (дивиденде), а може се претпоставити да ће дивиденде константно или

варијабилно да расту. Друга група метода подразумева подробну анализу финансијских извештаја (пре свих, биланса стања и биланса успеха). Инвеститори морају добро да се упознају са перформансама предузећа или банке у које улажу. Финансијски извештаји могу да послуже за поређење посматраног емитента са другим сличним предузећима, из истог сектора пословања. У анализи биланса незаобилазна је анализа различитих ратио бројева: ликвидности, профитабилности, финансијске структуре.

Када је техничка анализа у питању, и поред постојања великог броја техничких метода, заједничко за све јесте то што се не истражују фундаментални узрочници промена цена финансијских инструмената (ни на макро ни на микро нивоу), већ се помно прати формирање цена и уочавају се неки карактеристични обрасци у тим путањама. Технички аналитичари сматрају да се цене мењају под утицајем промена на самом тржишту, а да се историја понавља. Идентификовањем образаца инвеститори се труде да проникну у будуће промене и да на основу овог сазнања у портфолио укључе хартије чија ће цена да расте. У основи, прво се процењује да ли ће успостављени тренд да се настави или да се преокрене. Затим се на учртаној линији тренда уочавају карактеристичне осцилације, на пример, фигура „главе и рамена” (три врха, од којих је средњи највиши, након којих следи преокрет и тренд опадања цена), а инвеститори заузимају позиције пре следеће (наслућене) промене. Очигледно је, дакле, да техничари нису оптерећени узроцима промена цена на финансијском тржишту и да само желе да добро упознају смерове трендова и краткорочних осцилација, при чему је графичка анализа пресудна.

Специфичне стратегије инвестирања су засноване на неким посебним карактеристикама хартија и емитената које инвеститори уочавају.¹¹ Најпознатија је одабир хартија на основу Р/Е ратија (однос цене и зараде по акцији) – уколико је ратио низак (у односу на сличне компаније на тржишту), онда би цене акција требало да расту, па ће их инвеститори укључивати у портфолио. Даље, познато је и разликовање инвестиција на вредносно инвестирање (value investing) и растом оријентисано инвестирање (growth investing). Инвеститори који су окренути ка расту анализирају текуће и будуће пословање предузећа-емитента (испитују фундаменте пословања предузећа), а инвеститори оријентисани ка вредности више се баве актуелном ценом акције (траже потцењене акције). На примеру Р/Е ратија се добро може видети разлика између растом и вредношћу вођених инвеститора: први ће преферирати предузећа са високим

11) Преглед специфичних стратегија у: Jeremy Siegel, *Stocks for the Long Run*, McGraw-Hill, 2002.

P/E рацијом, пошто сматрају да је висока цена одраз добрих развојних могућности предузећа; други ће трагати за ниским P/E рацијом, пошто траже потцењене акције којима цена тек треба да порасте.

Инвеститори могу да искористе и „ефекат малих фирми”. Наиме, хартије од вредности малих предузећа, нарочито акције, у дугом временском периоду успевају да остваре веће приносе од приноса великих предузећа и од просечног тржишног приноса. Постоје инвеститори који купују акције управо малих фирми, са надом да ће искористити ову тржишну аномалију и остварити натпросечни принос.

У специфичне стратегије се могу сврстати и инвестиције вођене тзв. календарским аномалијама. Уочено је, наиме, да се у одређено доба године, месеца, недеље, па и дана, цене хартија од вредности крећу предвидивим путањама. Познати су „ефекат јануара”, када цене малих предузећа натпросечно расту, „ефекат септембра”, када су цене на најнижем нивоу током године, „ефекат петка”, када су цене на највишем нивоу током радне недеље, „ефекат празника”, пошто цене расту у претпразничној еуфорији, „ефекат ручка”, пошто цене расту у току дана након паузе за ручак.

На крају прегледа стратегија управљања портфолиом хартија од вредности, треба указати на нека одступања понашања инвеститора од принципа који се у литератури заговарају. У великој мери ове аномалије указују на немогућност нормативне теорије да објасни функционисање финансијских тржишта у пракси. Поред националне пристрасности, занимљиво је да је пристрасност у географској диверсификацији портфолија присутна и у границама једне земље. Уочено је, наиме, да инвеститори преферирају акције предузећа која су им географски близу и нису много удаљена од седишта компаније или места у коме се налази финансијски менаџер.¹²

Инвеститори често сматрају да нису компетентни да улажу на међународном тржишту, јер домаће берзе познају боље од страних. И у оквирима националног тржишта комотније се осећају са папирима локалних предузећа. Познате акције су зато атрактивније и људи више улажу у њих, а, као последица, портфолији ће бити недовољно диверсификовани у односу на предвиђања нормативне теорије.

У литератури се нарочита пажња поклања информационој асиметрији као основном узроку наведених аномалија. Инвеститори могу имати више јавних и поверљивих информација о локалним предузећима, трошкови прибављања информација су нижи и могуће је остварити блиске везе са руководиоцима предузећа.

Још једна уочена аномалија у формирању портфолија хартија од вредности названа је наивна диверсификација. Примећено је да, суочени са избором од n понуђених хартија, људи често инвестирају по принципу $1/n$, што значи да, без пуно размишљања, алоцирају једнаке делове средстава на све опције. Ово је нарочито заступљено у пензионим фондовима, када запослени подједнако улажу у различите понуђене планове, односно инвестиционе фондове. Овакво понашање је карактеристично за инвеститоре који познају предности диверсификације, али истовремено не познају карактеристике различитих хартија, што може створити пасивно понашање, тј. $1/n$ диверсификацију. Да овоме нису подложни само слаби познаваоци финансијске теорије и праксе, већ и прави стручњаци из ове области, потврђује и изјава Херија Марковица, који је рекао да и он, у жељи да избегне грешке, дели своје пензионе доприносе „наивно” и без пуно размишљања – по принципу 50% на акције, 50% на обвезнице.

3. Мерење успеха портфолио менаџмента

Важна фаза портфолио менаџмента јесте евалуација раније формираног портфолија. Ова оцена портфолио менаџера може да послужи као основа за корекцију управљања портфолиом у будућности, а индивидуалним инвеститорима омогућава да сагледају у којој мери су портфолио менаџери, који су управљали њиховим новцем, били успешни.

Први корак у оцени портфолија јесте поређење његовог приноса са перформансама тржишног индекса. Иако изгледа једноставно „победити” тржиште (пошто индекс представља само просечни резултат свих хартија), у пракси је права реткост да се активном стратегијом оствари натпросечан профит. Ова чињеница потврђује колико је тешко, и поред напретка у портфолио теорији и пракси, одабрати оптималну групу хартија од вредности. С тога не треба да чуди растућа популарност индексних фондова.

12) Ова локална пристрасност (home bias at home) је присутна, на пример, у Финској, где инвеститори тргују превасходно акцијама предузећа која се налазе у њиховом окружењу, која користе матерњи језик у извештајима и чији се руководиоци уклапају у локални миље. У САД улагање у телефонију се ограничава на државу резидената, иако су за инвестирање доступне и акције исте компаније у другим федералним државама. Видети: Mark Grinblatt and Matii Keloharju, “How Distance, Language, and Culture Influence Stockholdings and Trades”, *Journal of Finance*, Vol. 56, 2001. Gur Huberman, “Familiarity Breeds Investment”, *Review of Financial Studies*, Vol. 14, 2001.

У оцени портфолио менаџмента остварени принос увек треба упоредити са преузетим ризиком. Ако се оцењују инвестициони фондови, онда се могу упоредити резултати истих или сличних фондова на тржишту (пореде се фондови који имају упоредиве стратегије инвестирања). Постоје, ипак, и егзактније методе оцене портфолио менаџмента. Оне се заснивају на везама између приноса и ризика, које су анализиране у портфолио теорији и формализоване у моделу вредновања капитала (CAPM).¹³ У литератури су се искристалисала три индекса за праћење перформанси портфолија: Шарпов, Трејноров и Џенсенов.¹⁴

Шарпов индекс има следећи облик:

$$SI = \frac{R_{port} - R_0}{\sigma_{port}}$$

где су R_{port} реализовани принос портфолија, R_0 неризични принос (принос државне хартије од вредности), σ_{port} реализована стандардна девијација портфолија (варијабилитет портфолија као мера његовог ризика).

Шарпов индекс мери натпросечни принос у односу на ризик портфолија. Наиме, у бројиоцу разломка је дата разлика између оствареног приноса портфолија и неризичне каматне стопе, тј. принос изнад оног који се остварује инвестирањем у неризичну (државну) хартију. У имениоцу разломка је дата стандардна девијација реализованих приноса, тј. ризик портфолија. Што је већа вредност Шарповог индекса, то је портфолио успешнији. Вредност индекса расте захваљујући расту натпросечног приноса (пораств бројиоца) и/или умањењу ризика портфолија (пад имениоца).

Трејноров индекс има сличан облик Шарповом:

$$TI = \frac{R_{port} - R_0}{\beta}$$

где β представља меру систематског ризика, тј. ризика који се не може умањити диверсификацијом портфолија.

Уочава се да је једина разлика између два претходна индекса у имениоцу. Уместо укупног ризика портфолија (у Шарповом индексу), Трејнор посматра само систематски ризик, тј. ризик неотклонив диверсификацијом (коэффицијент бета). Трејноров индекс погодује инвеститорима који имају јако диверсификован портфолио, па их интересује награда (натпросечни принос) само за

део ризика својствен свим хартијама, тј. ризик који се не може отклонити диверсификацијом.

Џенсен користи другачији приступ за евалуацију портфолија. Он посматра разлику између реализованог приноса и приноса који је предвиђен моделом вредновања капитала (R_{CAPM}). Представља се на следећи начин:

$$\alpha = R_{port} - R_{CAPM}$$

Џенсенов индекс се назива и Џенсенова алфа. Коэффицијент алфа представља разлику између реализованог приноса конкретног портфолија и очекиваног приноса из CAPM модела. Логика која се налази у основи Џенсеновог индекса је следећа: модел одређивања цене капитала повећује приносе са ризиком, па, уколико постоји разлика између приноса таквог портфолија и портфолија који је менаџер формирао (позитивна вредност коэффицијента алфа), то значи да је менаџер „победио” тржиште. Другим речима, Џенсенов индекс мери да ли је портфолио обезбедио већи принос од оног који је био очекиван на основу ризика портфолија. Што је већа вредност коэффицијента алфа, портфолио је успешнији.

Сва три индекса имају одређене недостатке, па се препоручује коришћење више показатеља у циљу објективне евалуације формираног финансијског портфолија.

4. Утицај психологије на портфолио одлучивање

У последњих неколико година развија се бихевиористичка теорија портфолија. У њој се тврди да инвеститори граде портфолије као пирамиду хартија са слојевима повезаним специфичним циљевима и ставовима према ризику.¹⁵ При томе, везу између различитих слојева, односно корелацију између хартија од вредности које припадају различитим групама, инвеститори превиђају. Као што људи истовремено купују осигурање, са једне, и тикете за игру на срећу, са друге стране, тако и инвеститори исказују различите преференције на финансијском тржишту и улажу и у неризичне хартије (у циљу остваривања ниског али сигурног приноса) и у ризичне папире (желе висок принос бар на део инвестиције).

Према нормативној теорији, све расположиве хартије на домаћем и страном тржишту се једнако анализирају у оквиру принос-ризик, а битне су

13) О CAPM моделу видети више у: Владан Павловић и Саша Муминовић, „Изазови CAPM модела”, Финансије, вол. 60, бр. 1, стр. 126-144, 2005.

14) Према ауторима индекса: Sharpe, Treynor и Jensen. Преглед индекса у књизи Zvi Bodie, Alex Kane and Alan Marcus, *Investments*, McGraw-Hill. pp. 812-813.

15) Meir Statman, „Foreign Stocks in Behavioral Portfolios”, *Financial Analysts Journal*, Vol. 55, 1999.

једино крајње перформансе укупног портфолија. У бихевиористичкој теорији портфолија, посматра се сваки слој посебно. Сваки слој има посебан циљ и хартије се одабирају према потребним карактеристикама за сваки сегмент. У доњем слоју су хартије које обезбеђују сигуран принос уз мали ризик. Горњи слој треба да обезбеди висок профит, макар и по цену високог ризика. Коваријанса између слојева и хартија није битна. Бихевиористичка теорија недовољну диверсификацију портфеља објашњава чињеницом да инвеститори стране и непознате акције смештају у горњи слој пирамиде, јер их увиђају као ризичније.

У финансијском одлучивању се често одступа од потпуно рационалног и објективног одлучивања. Инвеститори су подложни различитим психолошким утицајима и не понашају се према закључцима традиционалне теорије. У последњих неколико година динамично се развија правац у финансијама који проучава управо значај психологије, а најновија истраживања су усмерена на сагледавање њеног утицаја на портфолио инвестирање. Анализираћемо различите обрасце понашања инвеститора при формирању финансијског портфолија.¹⁶

Бројна истраживања су показала да су инвеститори подложни претераном самопоуздању, пошто често сматрају да више знају и да имају више информација него што је то објективно случај. Они прецењују своју способност при вредновању емитента хартија од вредности, избегавајући чак да прихвате било какву негативну информацију која представља упозоравајући сигнал и која би могла да промени формирану одлуку. Самоуверени инвеститори претерано тргују (брзо затварају позиције), што је резултат уверења да имају привилеговано знање или информације. У пракси се, међутим, показало да је прекомерна трговина повезана са исподпросечним приносима. Такође, самоуверени инвеститори не прихватају податке из прошлости – при оцени ризика потцењују могућност већег пада цена. Коначно, портфолио самоуверених инвеститора је недовољно диверсификован и, према томе, исувише ризичан.

Да би се ублажио ефекат прекомерне самоуверености, потребно је да инвеститори хладне главе преиспитају своје раније инвестиције и да се увере да ли су били успешни као што им се чини. Да би се смањило претерано трговање и излагање непотребним трошковима у вези с тим, неопходно је сагледати перформансе хартија пре и након продаје/куповине. Познато је, на пример, да се прерано продају хартије чија цена има тренд рас-

та и прекасно продају хартије чија цена бележи дугорочан опадајући тренд. Статистика треба више да се користи, јер указује на чињеницу која се лако пренебрегне – тржишта су нестабилна и цене хартија од вредности осцилирају.

Следећи утицај психологије при одлучивању назива се ефекат репрезентативности. Испољава се у ситуацији када се инвеститори сусретну са новом могућношћу за инвестирање, па новог емитента или хартију вреднују према карактеристикама постојећих, сличних примера са тржишта (ослањају се на стереотипе) или када о вероватноћи одређеног догађаја суде према малом броју доступних података (верују у закон малих бројева). Тако, мали инвеститори, који поверавају свој новац професионалним улагачима, често посматрају резултате у само неколико претходних квартала и цене успешност фондова и берзанских аналитичара на основу малог броја података.

Када се схвати ефекат репрезентативности, није тешко указати на начине за његово кориговање. То су објективно сагледавање статистичких показатеља у дужем временском периоду, избегавање предрасуда и стереотипа – то што су се у пракси, у кратком временском периоду, испољиле одређене правилности, не значи да ће и будућност бити истоветна.

Ефекат усидрења одражава склоност људи да очекивања групишу око иницијалног заузетог става. Другим речима, нису спремни да у већој мери одступе од првобитног мишљења. Проблем је што се то мишљење ствара произвољно, на основу осећаја и интуиције, па је самим тим често погрешно и удаљено од објективне вредности. Као резултат, коначни став ће бити близак (погрешном) првобитном, а понашање у пракси далеко од оптималног. На пример, приликом одлуке да ли да инвестирају у неку хартију од вредности инвеститори ће се водити формираним ставом о хартији и нову информацију ће третирати субјективно – ако она потврђује мишљење, онда ће јој дати већи значај од објективног; ако је у супротности са заузетим ставом, лако ће је отписати. Ако је вредност портфолија у одређеној години опала за 10%, онда ће се при прогнозирању кретања вредности портфолија у следећој години поћи од ове вредности и мало ће се одступити – инвеститор ће пре прогнозирати нулти раст него повећање вредности од, рецимо, 15%.

Инвеститори морају да буду свесни ефекта усидрења и да воде рачуна о формирању иницијалне позиције. Склони су да се вежу за првобитни став и отуд је важно да он буде заузет што је

16) Свеобухватан преглед утицаја психологије на портфолио одлучивање сачинио је Michael Pompian у књизи *Behavioral Finance and Wealth Management*, John Wiley and Sons, 2006.

могуће објективније, рационалније. Одлука о портфолију стога не би требало да буде донесена брзоплето, на основу осећаја и са мишљу да ће се временом он знатније прилагодити. Потребно је од почетка разматрати доприносе сваке хартије ризику и приносу портфолија.

Тешко прихватање чињенице да је учињена грешка представља суштину когнитивне дисонанце. Не желећи једноставно да признају да су погрешно одлучили, захваљујући вероватно ирационалном понашању и потпадању под неку од психолошких замки, инвеститори наводе друге разлоге за неуспешан портфолио. Тиме желе да избегну душевну бол због раније погрешне одлуке. Последица је та да у портфолију предуго држе лоше хартије, а, у жељи да се докажу да су били у праву, често и додатно купују хартије којима цена опада. Себе убеђују да су наступила друга времена и да се неће десити да прецењене хартије, па и тржиште у целини, изгубе вредност, као што је раније био случај.

Когнитивна дисонанца се спречава признањем да су уверења инвеститора погрешна и да морају да се промене. Суочавање са истином спречиће гомилање губитака у портфолију. Много је боље да се призна да је одлука била погрешна и да се на време коригује, него да се трпи нарушавање основног циља пословања – приноса портфолија – зарад привидног психолошког мира и осећаја задовољства.

Ефекат расположивости указује на чињеницу да инвеститори процењују вероватноћу одређеног исхода на основу тога у којој мери се он често испољава у њиховом животу. Другим речима, инвеститори су склони да, уместо да посматрају објективну вероватноћу, која не зависи од њих, догађај сматрају вероватним у мери у којој могу да замисле његове последице. Често се суд о некој инвестицији формира на основу мисли која прва падне на памет инвеститору. Тако, ако нека хартија подсети инвеститора на претходно успешну инвестицију, пре ће инвестирати у њу него у неку другу која га подсећа на неуспешну инвестицију, иако обе разматране хартије имају исте карактеристике и разликују се, на пример, само по називу емитента. Ефекат расположивости показује и то да инвеститори бирају хартије на основу информација које су им на дохват руке и да рекламе, савети пријатеља и слично имају већи утицај од објективне анализе. Утицај имају и друге животне околности, на пример, области у којој је инвеститор запослен – ако ради у технолошком сектору, инвестираће пре у технолошки сектор, а ако је запослен у прехранбеној индустрији биће склон емитентима из ове индустријске гране.

Имајући у виду да ефекат расположивости има за последицу сужавање скупа расположивих

инструмената за инвестирање, јасно је да инвеститори треба да превазиђу ментална ограничења и да пажљиво истраже већи број понуђених хартија од вредности. Није добро брзоплето одлучивати, на основу асоцијација, првих утисака, скорашњих догађаја или маркетинга који прати поједине хартије од вредности.

Инвеститори су склони да својим индивидуалним карактеристикама (таленту, интелигенцији, образовању, информисаности) приписују успех инвестиције, док неуспех објашњавају утицајима изван свог домаћаја, као што је лоша срећа или нерегуларне активности на берзи. Истичу, дакле, своје врлине при успеху, а сакривају (од себе и других) мане при неуспеху. Ова појава се назива ефектом самохвале. Инвеститори који не желе да снесу одговорност за неуспешан портфолио не могу да уче из грешака, па су склони да понове сличне грешке у будућности. Инвеститори који су склони да се хвале, врло лако потпадну под ефекат претераног самопоуздања. Такође, постају неопрезни, склони су да превише ризикују, претерано тргују, занемарују информације које не потврђују њихово мишљење, уверени да ће и у будућности остварити изузетне резултате. Као резултат, портфолио остаје недиверсификован. Овом ефекту су нарочито склони неискусни инвеститори, који у почетку имају успеха у инвестирању. Самохвала не чини инвеститоре богатијим, а богатији инвеститори су склони самохвали.

Да би се умањио ефекат самохвале, инвеститори првенствено треба да схвате да је у узлазној фази финансијског тржишта вредност портфолија често повећана захваљујући општем порасту цена, а не њиховом знању или вештинама. Пожељно је објективно сагледавање различитих фактора који су резултирали успехом, а сопствене способности су само један од њих. Одговорност треба да преузму управо у периоду када то избегавају – у силазној фази тржишта. Само уколико објективно и рационално сагледају разлоге успешне и неуспешне инвестиције моћи ће да у будућности понове добре и избегну лоше потезе.

Слично претходном ефекту, инвеститори су подложни илузији да контролишу исходе инвестиције, тј. вредности портфолија. Овај ефекат води инвеститоре већим трговинама. Утврђено је, на пример, да увођење електронске трговине код инвеститора ствара утисак непосредног учешћа у берзанским токовима, тренутне укључености у трговање и моћ контролисања токова и цена на тржишту. Једна од последица је и недовољна диверсификација портфолија, пошто инвеститори сматрају да у случају опасности могу брзо и лако да прекомпонују портфолио. И овај ефекат повећава могућност претераног оптимизма инвеститора.

Учесници на финансијском тржишту треба да знају да су тржишта, нарочито развијена, комплексна и да не могу да контролишу токове, нити

цене хартија од вредности. Треба да се запитају да ли заиста познају ситуацију на тржишту, који су ризици улагања и да ли могу да спрече неповољни развој догађаја. Пожељно је да воде евиденцију улагања и своја очекивања и надања у тренутку инвестирања – тако ће моћи накнадно да провере да ли се тржиште понашало у складу са очекивањима.

Супротно ефекту репрезентативности, може да се испољи склоност ка конзервативизму. То ће бити случај када инвеститори не желе да ревидирају ранија гледишта или прогнозе и поред пристизања нових информација. Док код ефекта репрезентативности инвеститори исувише реагују на једну информацију, конзервативизам значи да занемарују сигнале и нове информације. У ствари, на инвеститоре могу да утичу оба ефекта: ако новопристигле информације потврђују раније мишљење, даје им се исувише велики значај (испољава се репрезентативност); ако су нове информације у супротности са заузетим ставом, онда ће се занемарити (доминираће конзервативизам). Оба ефекта се могу објаснити жељом да се избегну отпори при менталној обради информација које одударују од формираног мишљења. Ово је у супротности са претпоставком рационалног инвеститора и нормативне анализе, пошто би, према овим концептима, инвеститор свим информацијама требало да пружи једнак значај. Насупрот очекивањима, инвеститори више вреднују раније савете инвестиционих консултаната него пристигле фундаменталне макро и микро информације. То је доказ да се у пракси ретко примењују модели процене вредности хартија од вредности, па и портфолио теорија. Ефекат конзервативизма се појачава када инвеститори немају знања или времена да обраде сложене фундаменталне информације. На пример, уколико се инвеститор определио за акције компаније која је објавила амбициозне развојне планове, он може да игнорише касније сложене рачуноводствене извештаје и да задржи акције у портфолију и без комплексније анализе која би требало да уследи.

Умањивање конзервативизма инвеститора може се постићи мањим ослањањем на информације које се могу чути у јавности и већим удубљивањем у традиционалне, фундаменталне везе између догађаја и цена финансијских инструмената. Уколико није у стању да разуме и обради различите битне информације, потребно је да унапреди своје знање или да затражи услуге стручњака (рецимо, при анализи рачуноводствених извештаја емитената). Потребно је, дакле, да инвеститори остану отворени за нове информације, али и да умеју да одвоје битне од небитних вести.

Примећено је да инвеститори осећају одбојност према неизвесности. Неизвесност не треба

мешати са ризиком, пошто се ризик дефинише као могућност одређеног исхода са познатом вероватноћом; код неизвесности није познато колика је вероватноћа одигравања одређеног исхода. Неизвесност се испољава када инвеститор не зна који су могући распони осцилација цене неког финансијског инструмента. Неизвесност може да објасни и недовољну међународну диверсификацију портфолија, пошто инвеститори сматрају да боље познају домаће тржиште. Начин за превазилажење ефекта одбојности према неизвесности јесте образовање и информисање. Када се различити финансијски инструменти приближе инвеститорима, онда ће они лакше сагледавати њихове објективне перформансе.

Ефекат поклона показује да инвеститори више цене хартије од вредности од тренутка када стекну посед над њима. Као да се емотивно вежу за њих и због тога им приписују већу вредност. Пошто због оваквих ирационалних подстицаја може да буде нарушена оптимална структура портфолија, инвеститори треба непристрасно и рационално да анализирају све расположиве инвестиционе могућности, без обзира да ли се хартије налазе у њиховом поседу или не.

Позната психолошка замка при одлучивању назива се ментално рачуноводство. Указује на чињеницу да поред објективног, финансијског рачуноводства, у главама инвеститора постоји посебан, субјективан обрачун инвестиција, који може, у крајњој линији, да доведе до ирационалних одлука. Један исти износ или вредност инвестиције могу различито да третирају, у зависности од тога како им је ситуација представљена или како су је доживели. Често, на пример, имају различите предвиђене рачуне за поједине сегменте улагања – спремнији су на ризична улагања за одређени износ новца и за потпуно конзервативан приступ за други одвојени износ. Као да се у једној личности јављају два инвеститора. Последица овог менталног рачуноводства је у томе што се занемарују везе (корелације) које постоје између два подрачуна, тј. између два портфолија, што може да води до субоптималних перформанси портфолија.

Најбољи начин да се инвеститорима укаже на последице менталног рачуноводства је да се анализирају пропусти који постоје услед несагледавања корелација између различитих портфолија. Примарни циљ инвестирања јесте укупни принос на инвестирана средства, а не максимизирање парцијалних приноса.

Инвеститори често тврде да су знали шта ће да се догоди након што се неки догађај одигра (ефекат касног увиђања). Исход који се одиграо био је само један од могућих, али инвеститори мисле да

су управо њега предвидели, а заборављају предвиђања која се нису одиграла, тј. занемарују грешке. Инвеститори, дакле, прецењују прецизност својих прогноза и то им даје осећај сигурности. Особа која подлеже овом ефекту погрешно верује да ће будуће прогнозе бити прецизне и не успева да учи на грешкама. Упушта се у превелики ризик и не управља портфолиом на оптималан начин.

Најважнији корак у решавању ефекта касног увиђања јесте сучељавање инвеститора са погрешним предвиђањима и одлукама и његово прихватање чињенице да није био у праву. Пажљива рекапитулација догађаја би у овом процесу преиспитивања требало да буде од помоћи.

Одбојност према губитку одражава чињеницу да инвеститори осећају јачу потребу да избегну губитак него да остваре добит. Губитке и добитке не вреднују на исти начин – губици се субјективно доживљавају већим од добитака исте величине. Многобројне студије су показале да је вероватноћа губитка двоструко јачи покретач од вероватноће једнаког добитка. Другим речима, инвеститор у просеку захтева два динара зараде за један инвестирани динар. То што губитак емотивно двоструко више значи од добитка, доводи до тога да инвеститори држе у портфолију дуже хартије чија цена опада од хартија чија цена расте. Тешко им је, наиме, да признају да су одабрали хартију која бележи губитак. Слично, прерано се продају хартије чија цена расте, пошто постоји страх да ће се добит изгубити, ако се предуго чека и цена хартије опадне. Аверзија према губитку, имајући у виду описане механизме, доводи на крају до резултата потпуно супротног жељеном: већег ризика недиверсификованог портфолија уз мањи принос.

Минимизирање губитака по основу држања хартија којима цена опада могу да омогуће стоп налазима (који се активирају када цена дотакне одређени ниво). Они спречавају инвеститора да у дужем року посматра пад цене, не желећи да призна промашај. Такође, требало би одредити по којој минималној цени ће се продати хартија чија цена расте, да се не би десило да се, услед страха од топљења добитка, она прода пребрзо и са минималним приносом.

Ефекат одбојности према кајању показује да су одлуке инвеститора често одређене подстицајем да се избегне кајање услед лоше одлуке и да нису вођене било каквим принципима и правилима оптимизације. И овај ефекат може да објасни зашто се оклева са продајом хартија са губитком, а жури са продајом просперитетних хартија. Страх од кајања може да помути објективно расуђивање инвеститора и да га примора да буде

конзервативан, тј. да преферира дужничке хартије са фиксним приносом.

Ефекат кајања инвеститори ће превазићи уколико се подсети основа портфолио теорије, према којој преузимање већег ризика прати већи принос. Треба им указати на ефикасну границу и однос између ризика и приноса портфолија. Одбијањем да се упусти у ризик пропушта могућност остваривања већег приноса.

Уоквиравање указује на значај начина представљања инвестиционих могућности за одабир хартија од вредности у портфолију. На рационалне инвеститоре не би требало да утичу начин на који је проблем „уоквирен“, пошто субјективни доживљај у вези са презентацијом проблема нема никакав објективни значај. Инвеститори, ипак, приликом избора два идентична портфолија радије бирају онај чији је исход афирмативно саопштен, а одбијају други који указује на лошу страну избора (бира се портфолио А који ће са 70% вероватноће донети очекивани принос, а одбија се, иначе идентични, портфолио Б који са 30% вероватноће не доноси очекивани принос). Начин саопштавања и субјективног доживљаја инвестиционе алтернативе има пресудан значај за формирање портфолија.

Инвеститори могу да заобиђу ефекат уоквиравања само ако из различитих углова размотре расположиве хартије за улагање. Пожељно је да се ослоне на статистичке перформансе хартија од вредности, одолевајући начину на који су различити исходи представљени.

Закључак

Инвеститори у хартије од вредности треба да дефинишу временски хоризонт улагања: дужи период омогућава лакше прихватање краткорочних берзанских осцилација, мању трговину (и мање трансакционе трошкове), ширу диверсификацију и фокусирање на дугорочне перформансе. Пасивна диверсификација може да делује неатрактивно, пошто се у портфолио не укључују хартије које су актуелне и тражене у одређеном тренутку, али на дужи рок ова стратегија може дати боље резултате од честог прекомпоновања портфолија.

И поред тога што хипотеза о ефикасности тржишта има своје присталице и делује уверљиво, постоје начини да се унапреде перформансе портфолија и да се искористе одређене аномалије на финансијском тржишту. То ће бити нарочито примамљиво у случају да се инвеститори одлуче за активну диверсификацију портфолија. Инвеститори су често склони да се одлуче за једну врсту анализе хартија од вредности, али ће се потпуније информације добити ако се користе ре-

зултати и фундаменталне и техничке и специфичне анализе. Фундаментална анализа даје преглед општег стања привреде, сектора привреде и суштинске вредности анализирани хартије од вредности. Да инвеститори не би били изненађени, па да и поред добре фундаменталне анализе доживе губитак, потребно је сагледати кретања на тржишту, у чему помажу техничка и специфична анализа. Понекад је добро одустати од уверења и приклонити се тржишним трендовима и осцилацијама. То ће бити случај када се, на пример, улаже у хартију од вредности за коју не постоје поуздани, фундаментални разлози за куповину, већ је јасно да је то акција гламура која је тражена на тржишту из неких других разлога. Важно је, ипак, да се избегне да се целокупна стратегија инвестирања сведе на праћење ставова тржишта, јер кад-тад фундаментални фактори формирања цена избију у први план.

Да би се избегло субјективно оцењивање успеха у инвестирању, чему су инвеститори иначе веома склони, потребно је да се периодично вреднују перформансе портфолија, и то у односу на зацртани циљ инвестирања и у односу на тржишни просек.

Посебну пажњу треба поклонити психолошким утицајима на инвестирање и то из два разлога. Први је да се избегну грешке при инвестирању, а други је да се искористе пропусти других инвеститора (и јефтино купи или скупо прода). Због тога треба водити рачуна о претераној самоуверености и конзервативизму, о ефектима репрезентативности, расположивости и усидрења, когнитивној дисонанци и другим психолошким замкама у одлучивању. Инвеститор је често ирационалан и, ма колико познавао теорију и принципе успешног улагања, склон је грешкама.

Литература

1. Ball, R. "The Theory of Stock Market Efficiency: Accomplishments and Limitations", у *The New Corporate Finance: Where Theory Meets Practice*, Donald Chew (ed.), McGraw-Hill, 2001.
2. Bodie, Z, Kane, A. and Marcus, A. *Investments*, McGraw-Hill, 2003.
3. Brentani, C. *Portfolio Management in Practice*, Elsevier Butterworth-Heinemann, 2004.
4. Fama, E. "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, Vol. 25, 1970.
5. Grinblatt, M. and Keloharju, M. "How Distance, Language, and Culture Influence Stockholdings and Trades", *Journal of Finance*, Vol. 56, 2001.
6. Houthakker, H. and Williamson, P. *The Economics of Financial Market*, Oxford University Press, 1996.
7. Huberman, G. "Familiarity Breeds Investment", *Review of Financial Studies*, Vol. 14, 2001.
8. Pompian, M. *Behavioral Finance and Wealth Management*, John Wiley and Sons, 2006.
9. Павловић, В. и Муминовић, С. "Изазови САМ модела", Финансије, вол. 60, бр. 1, 2005.
10. Reilly, F. and Brown, K. *Investment Analysis and Portfolio Management, Investment Analysis and Portfolio Management*, South-Western Publishing, 2003.
11. Siegel, J. *Stocks for the Long Run*, McGraw-Hill, 2002.
12. Statman, M. "Foreign Stocks in Behavioral Portfolios", *Financial Analysts Journal*, Vol. 55, 1999.

мр Јелена
ЕРИЋ*
мр Јелена
НИКОЛИЋ**

Изазови вредновања нових пословних подухвата у области високих технологија

Резиме

Темпо научних и технолошких открића у последње две деценије довео је до експанзије нових пословних подухвата са потенцијалом рапидног раста, углавном у областима тзв. високих технологија, од којих су многе у фази повоја и одликује их веома висок степен ризика. Један од најважнијих извора финансирања за овакве подухвате представља *venture* капитал, који инвеститори преко инвестиционих фондова улажу да би потпомогли њихов развој до тренутка продаје власничког удела или изласка на берзу.

Велики ризик и неизвесност у погледу тржишног потенцијала и зарађивачке способности подухвата са једне, али и потенцијал остварења вишеструких приноса на уложени капитал са друге стране, доводи инвеститоре у дилему како проценити вредност новог пословног подухвата. Предузетници који оснивају подухват такође се суочавају са овом дилемом када схвате да морају да се одрекну дела власништва како би могли да приступе овом извору финансирања.

Циљ овог рада је да прикаже и анализира различите методе вредновања пословних подухвата са аспекта инвеститора и предузетника, као и да осветли улогу инвестиционих преференција и ризика као фактора који детерминишу одлуку о улагању. На крају рада дат је критички осврт на предности и недостатке приказаних модела, али и сугерисани могући даљи правци истраживања.

Кључне речи: нови подухвати, високе технологије, *venture* капитал, вредност, ризик.

Увод

Предузетништво је процес започињања пословног подухвата на основу тржишне шансе коју је предузетник идентификовао и тежи да је преведе у реалност. Да би идеја заживела, често је

неопходно обезбедити додатне изворе финансирања намењених расту и превођењу подухвата у више фазе развоја. Природа делатности у којима се нови подухват започиње диктира износ додатног капитала који ће бити неопходан. У областима тзв. високих технологија он је често

* Асистент на Економском факултету Универзитета у Крагујевцу

** Асистент на Економском факултету Универзитета у Крагујевцу

значајан и углавном је потребно неколико година непрекидног инвестирања да би се креирао производ спреман за лансирање на тржиште. Уколико се у нови подухват улаже у раним фазама оснивања, инвеститор ће захтевати све веће учешће у власништву, јер је најризичније улагати у идеје које још нису доказале тржишни потенцијал. У раду се анализирају инвестиционе преференције и начини на које се вреднују нови подухвати у условима када су улагачи институционални инвеститори, а не индивидуални акционари. Инвеститори су у прављењу одабира веома ригорозни, тако да су ригорозне критеријуме финансирања у могућности да испуне скоро искључиво компаније које послују у делатностима са рапидном експанзијом.

1. Појам високотехнолошких подухвата

Предузетнички подухват креира нову вредност стварајући нешто ново, било да је то производ, услуга, тржиште, нови начин производње, дистрибуције или стратегије пословања. Темпо научних и технолошких открића је тако интензиван да се нове пословне шансе појављују буквално сваког дана¹. Нови подухвати се значајно разликују према потенцијалу раста. Они са највишим потенцијалом раста налазе се у високотехнолошким делатностима и инвеститорима доносе вишеструке приносе на уложени капитал било продајом подухвата или његовим изласком на берзу. Најуспешнији примери нових подухвата су из области високих технологија (*Microsoft, Yahoo, eBay, Cisco, Google, Apple, Oracle, Genetech* и *Chiron*). Зато оне представљају магнет за предузетнике, али и инвеститоре, посебно последњих десет година.

Нове високотехнолошке пословне подухвате одликују три кључне карактеристике²:

- висока иновативност,
- оријентисаност на раст и
- креирање нове вредности.

Venture капитал је један од најважнијих, али недовољно анализираних извора финансирања за

подухвате у области високих технологија. Скраћеница *venture* је изведена од енглеске речи *adventure* – авантура, ризични подухват³. У наставку разматрања ће бити коришћен оригинални термин, *venture* капитал, као извор финансирања који потиче од институционалних инвеститора, спремних на високо ризична улагања.

Они су заинтересовани за улагање куповином акција или конвертибилних обвезница у оснивање високотехнолошких нових подухвата са значајним потенцијалом раста, при чему им превасходни циљ није остваривање права на дивиденду, већ омогућавање раста и развоја подухвата са циљем да му се повећа вредност и самим тим вредност њихове инвестиције⁴.

Финансијско тржиште *venture* капитала је формално креирано после Другог светског рата⁵. Од тада до данас настало је више различитих типова компанија које улажу *venture* капитал, од оних које су почетком 60-их улагале само у развој малих предузећа, преко приватних компанија и оних које су основане као дивизиони великих корпорација са циљем да улажу у нове технологије или тржишта, па све до јавних и компанија које су основали познати универзитети (*Columbia, Stanford*). Компанија која улаже *venture* капитал у нове подухвате, представља заправо инвестициони фонд, који настаје заједничким улагањем више партнера, са циљем да заједно потпомогну оснивање и развој нових перспективних подухвата.

У технолошком смислу нови пословни подухвати брже се прилагођавају технолошким дисконтинуитетима и наглим експанзијама, брзо освајају производе у процесу сукцесивног смањења масовне производње, у њима се врши тестирање нове технологије и остварују технолошке иновације⁶. Пословне функције које не треба препустити другим предузећима су истраживање и развој, јер представљају окосницу раста и развоја.

1) Longenecker, J.G., Moore, C.W. & Petty, J.W., [2003], *Small Business Management: An Entrepreneurial Emphasis*, South-Western, Thomson Learning, Mason, p.14.
 2) Allen, K.A., [2009], *Launching New Ventures*, Houghton Mifflin Company, Boston, USA, pp. 9-12.
 3) Термин *venture capital* је у раду остављен у оригиналу зато што од могућих превода на српски језик (на пример, сме ли, пројектни, ризични капитал) ниједан у потпуности не одражава суштину појма
 4) Kaliski, B.U., [2007], *Encyclopedia of business and finance*, Second edition, Thomson Gale, Thomson Corporation, Detroit, p. 75.
 5) Anson, Mark J.P., [2002], *The Handbook of Alternative Assets*, John Wiley & Sons, Inc., Canada, pp. 262-266.
 6) Ђорђевић, Д., & Бешић, Ц., [2009], „Сврст на управљачку структуру малих и средњих предузећа“, *Рачуноводство*, Vol. 53, бр.1-2, стр. 8,9.

2. Инвестиционе преференције улагача

Потенцијалног инвеститора приликом разматрања инвестиционих алтернатива највише интересује зарађивачка способност подухвата, тржишни потенцијал, менаџмент тим и производ. Улагач очекује да подухват задовољи основне критеријуме⁷:

- први и најважнији критеријум је капацитет подухвата за остваривање веома високог приноса на уложени капитал. Жељена стопа приноса варира у зависности од многих фактора, али у просеку инвеститори очекују да се она креће у распону 40%-60% на годишњем нивоу;
- друго, *тржишни потенцијал* је важан јер је велико тржиште у растућој индустрији оно што ће омогућити да подухват за три до пет година ступи на берзу, што је углавном крајњи циљ инвеститора. Величина тржишта је релативан појам, али критеријум који руководи инвеститора је да оно мора да расте годишње по стопи не мањој од 25%, као и да нема доминантног лидера на њему;
- треће, подухват мора имати *јак менаџмент тим*, посвећен, стручан, енергичан, упоран, са значајним искуством и изразито флексибилан⁸. Инвеститор ће радије да инвестира у лошију идеју коју имплементира првокласни менаџмент тим, него обратно. Инвеститор често увиђа да менаџмент тиму недостају одређене компетенције и пружа помоћ у њеном превазилажењу⁹;
- четврто, производ/услуга морају бити јединствени, да их одликује *диферентна конкурентска предност*. Инвеститори анализирају производ, у којој мери је јединствен, тежак за имитирање, да ли је заштићен правима интелектуалне својине, патентом или пословном тајном, као и да ли има потенцијал да креира високу улазну баријеру на тржиште.

Приликом оснивања компаније која ће улагати venture капитал неопходно је да менаџмент дефинише инвестициону визију. Одлуке које треба донети тичу се композиције портфо-

лија улагања, укључујући број инвестиција у подухвате који се оснивају, развијају или налазе у каснијим фазама животног циклуса, одредити се за делатност у коју ће се инвестирати, тип производа, регион и ниво специјализације по сваком од ових питања.

Постоје три главне фазе развоја новог подухвата у којима се могу ангажовати различити извори додатног капитала. Прва, фаза развоја концепта, је најризицијна јер је неизвесност у погледу њеног тржишног потенцијала највиша, тако да инвеститори venture капитала, за разлику од приватних инвеститора, углавном нису заинтересовани за финансирање подухвата у овој фази. То је некада грешка, јер је потенцијални принос, уколико се испостави да тржиште одмах прихвата производ/услугу, у овој фази највиши. Ипак, вероватноћа да се ово деси је мала, тако да се инвеститори радије усмеравају на наредне фазе развоја подухвата. Уколико се у фази експанзије испостави да подухват има изузетно велики тржишни потенцијал и могућност раста, осим приватних улагача и улагачи venture капитала ће му постати доступни. Највећи број инвеститора venture капитала се оријентише на наредну етапу, фазу експанзије, када се увере да подухват већ има тржишну верификацију, квалитетан менаџмент тим и да се може очекивати да ће се узлазни тренд наставити у будућности. У овој фази додатни капитал је потребан за повећање обима производње, инфраструктурне инвестиције, истраживачко-развојне активности, лансирање нових производа, припрему за излазак на берзу итд.

Инвестиционе преференције улагача venture капитала су релативно уске. Оне су углавном усмерене на телекомуникације, софтвер, кабловску и сателитску телевизију, умрежавање, полупроводнике, медицинску опрему, забаву и биотехнологију, као што је приказано на Слици бр. 1. Што се сектора улагања тиче, постоје неслагања око тога да ли инвестициони фонд треба да се фокусира на једну делатност, или напротив, на неколико¹⁰. Много је лакше специјализовати се за једну област, али чак и оне имају специфичне цикличне осцилације и не гарантују жељену стопу приноса. Географски, улагачи преферирају да им подухвати у које инвестирају буду

7) Hisrich, R., Peters, M., & Dean, S., Op. cit., pp. 389-390.

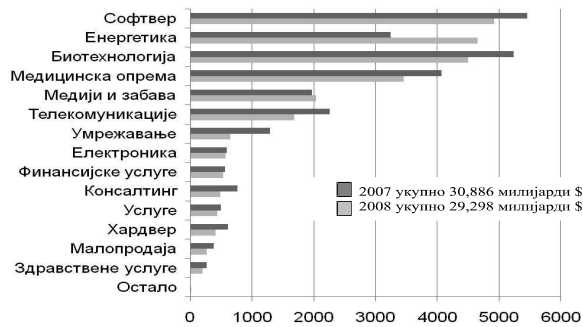
8) McAleese, T., [2004], *Get Rich Slow – Build a Firm Financial Foundation*, The Career Press, NJ 07417, pp. 182-183.

9) Gladstone, D., & Gladstone, L., [2002], *Venture Capital Investing*, Pearson Education, Inc., Prentice Hall, Upper Saddle River, New Jersey, p. 54-55.

10) Anson, Mark J.P., Op.cit., p. 277-281.

релативно близу, иако то у условима глобализације није увек могуће.

Слика бр. 1: Инвестиције venture капитала према делатностима (у 2007. и 2008. години) и вредности инвестиција



Извор: Pricewaterhouse/Thomson Venture Economics/National Venture Capital Association Money Tree™ Survey 2008

Договор о инвестирању између инвеститора и предузетника мора да садржи неколико елемената: износ капитала који ће бити инвестиран, динамику инвестирања, очекивану стопу повраћаја инвестиције и ниво очекиваног ризика¹¹. Начин на који су дефинисана ова четири аспекта утиче на стратегију раста подухвата, као и на будућу излазну стратегију улагача. Инвеститор најчешће свој капитал улаже комбиновано, у виду акција (углавном преференцијалних) и обвезница, зато што му акције дају право да кроз учешће у власништву контролише пословање, а обвезнице право приоритетне наплате. Уколико оцени да се ради о подухвату, чија иновација има потенцијал да изврши креативну деструкцију на тржишту, он може додатно подићи свој принос, тако што ће купити опције на акције садашњих конкурената¹², пре него што иновација постигне успех на тржишту.

Један од могућих додатних захтева које поставља инвеститор је *форфетинг провизија*, пенал који предузетник плаћа уколико његов подухват не оствари жељене резултате. Тада он бива принуђен да се одрекне дела акција у корист инвеститора, а некада чак бива принуђен да у складу са жељама инвеститора промени менаџмент подухвата. Предузетник треба добро да раз-

мотри да ли да прихвати ову одредбу уговора. Један од начина да се заштити је да за узврат од инвеститора захтева бонус у акцијама, ако подухват надмаши зацртане пословне циљеве и пројекције. Да би предузетник могао да одлучи који је најадекватнији извор финансирања, потребно је да анализира које су преференције инвеститора приликом улагања, јер само тако може да стекне бољу представу о сопственим шансама да приступи овом типу капитала и у којој мери се очекивања поклапају са његовим.

3. Улога ризика у вредновању новог подухвата

Један од најважнијих критеријума који детерминишу одлуку о инвестирању је ризик. Доносиоци одлука преферирају инвестиционе алтернативе које нуде већу очекивану добит, под претпоставком да је ниво очекиваног ризика константан. Када се анализира атрактивност инвестиционе алтернативе очекивана добит побуђује позитивне, а ризик негативне асоцијације. У теорији одлучивања, ризик се третира као повратно одступање у дистрибуцији могућих исхода, њихових вероватноћа и појединачних вредности. Он има два основна аспекта, потенцијални нежељени губитак и неизвесност у одигравању последица. Ризик је објективна категорија иманентна сваком конкретном улагању, која се тешко може смањити или чак неутралисати у апсолутном смислу¹³. Укупан ризик се може разложити на две компоненте:

- систематски и
- несистематски.

Систематски ризик последица је карактеристика окружења и није га могуће смањити нити отклонити диверсификацијом улагања. Несистематски ризик може да се редукује или потпуно отклони ефикасном диверсификацијом улагања, јер настаје као последица активности у које је улагање извршено.

Оснивање подухвата је ризична активност. Неизвесност је велика, не само у погледу потенцијала његовог раста и развоја, већ и трендова на тржишту и у индустрији. Код нових подухвата неизвесност треба посматрати као

11) Allen, K.A., Op.cit., p. 372-373.

12) Baden-Fuller, C., Dean, A., McNamara, P., Hilliard, B., [2006], „Raising the Returns to Venture Finance“, *Journal of Business Venturing*, 21, p. 265-285.

13) Станчић, П., [2003], ‘Ризик и очекивана стопа приноса на улагања’, *Управљање кључним аспектима трансформације предузећа*, Економски факултет, Крагујевац, стр.201-210.

скуп свих потенцијалних коначних исхода подухвата¹⁴. Што је ризик већи, дисперзија потенцијалних коначних резултата је шира. Пажљива анализа предузетничког подухвата може указати на кључне елементе управљања ризиком, који обухватају идентификовање свих могућих исхода, од оптимистичних до најнепожељнијих, као и одређивање одговарајуће вероватноће сваког од њих. Релативно је лако идентификовати могуће исходе до којих одређени ниво ризика може да доведе, али је много теже квантификовати њихове импликације. Иако многа истраживања указују да се људи увек понашају рационално и доносе оптималне одлуке, са становишта њихових уверења о будућим исходима, све је већи број оних која указују да појединци одлучују на основу субјективног тумачења расположивих информација.

Ризик утиче не само на спремност инвеститора да улаже капитал, већ и начин на који предузетник управља подухватом. Инвеститори често имају резерве према високо ризичним инвестицијама. Овакво понашање, познато као аверзија према ризику, не значи избегавање ризика по сваку цену, већ подразумева неспремност да се прихвати додатни ризик уколико није компензован додатним очекиваним приносима.

Искуснији инвеститори venture капитала су склонији томе да примењују различите стратегије којима се минимизује ризик улагања. Они ће бити спремнији да преузму ризик када располажу квалитетнијим информацијама. Парадокс лежи у чињеници да, иако инвеститор прикупља информације са циљем да обори ризик улагања, оне га чине спремнијим да преузме додатни ризик¹⁵. Истраживања су показала да постоји негативна корелација између нивоа ризика и спремности да се он преузме код ригиднијих бирократских организационих структура, док се код предузетничких подухвата инвеститори фокусирају на атрактивност шансе, а не примарно на ниво ризика и зато су спремни да улажу.

Предузетник у недостатку адекватних информација мора бити спремнији да ризикује¹⁶.

Ризик донекле може редуковати његово претходно искуство, ако га има, са другим предузетничким подухватима. Када је реч о искуству инвеститора, постоје ставови који доводе у питање његову корисност, зато што доводи до креирања когнитивних шаблона на бази малог узорка искустава, што у одлучивању може довести до грешака. Ови аутори заговарају став да постоји криволинијски однос између искуства и ефективности одлучивања¹⁷ и да крива изгледа у облику обрнутог слова U. То значи да до одређене тачке искуство позитивно утиче на процес одлучивања, а након тога се та тенденција мења.

Што је подухват ближи фази оснивања, степен његове иновативности је израженији, а искуство којим располаже предузетник и његов тим за управљање подухватом мање, интензивнија ће бити њихова интеракција са инвеститором. Уколико постоје значајнија неслагања око стратешких циљева подухвата неопходно је појачати комуникацију између инвеститора и предузетника¹⁸.

Ризик за инвеститора се огледа не само у опасности да изгуби уложени капитал, већ и да стопа приноса на инвестицију буде разочаравајућа или да амплитуде у флукуацији приноса буду високе у дужем временском периоду. Када се нови подухват започиње у оквиру постојеће компаније постоје и додатне опасности, на пример, да он закупи непропорционалну пажњу менаџера који занемарују друге активности, да угрози постојеће производе или да доведе у питање репутацију целе компаније у случају неуспеха.

Многи предузетници су уверени да ће њихов подухват успети, упркос пројекцијама које некада нису оптимистичне. Они доносе исхитрене одлуке о проширењу капацитета или додатном улагању у развој технологије, тако да њихово претерано ризично понашање може да одврати инвеститора или да доведе до конфликата око стратешког правца подухвата. Превелика аверзија предузетника према ризику такође представља отежавајућу околност у

-
- 14) Gompers, P.A. & Lerner, G., [2006], *The Money of Invention: How Venture Capital Creates New Wealth*, Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts, p. 23-29.
- 15) Parhankangas, A. & Hellstrom, T., [2007], 'How Experience and Perceptions Shape Risky Behaviour: Evidence from the Venture Capital Industry', *Venture Capital*, Vol.9, Бр. 3, pp. 183-205.
- 16) Janney, J. J. & Dess, G. G., [2006], 'The Risk Concept for Entrepreneurs Reconsidered: New Challenges to Conventional Wisdom', *Journal of Business Venturing*, Бр. 21, pp. 385-400.
- 17) Sheperd, D. A., Zacharakis, A. & Baron, R. A., [2003], 'VC's Decision Processes: Evidence suggesting more experience may not always be better', *Journal of Business Venturing*, Vol. 18, pp. 381-401.
- 18) Sapienza, H. J. & Gupta, A. K., [1994], 'Impact of Agency Risks and the Task Uncertainty on Venture Capitalist-CEO Interaction', *Academy of Management Journal*, Vol. 37(6), pp. 1618-1632.

привлачењу инвеститора и може да их одврати од инвестиције. Он избегава доношење критичних одлука у страху да ће прокоцкати остварене резултате и стечене позиције. Ово је посебно карактеристично када је у подухват уложио значајан износ сопственог капитала, који не жели да ризикује и зато доноси врло конзервативне одлуке.

Постоји одређена дискрепанца између очекивања која има предузетник од улагања *venture* капитала и крајњих ефеката¹⁹. Често су очекивања везана за помоћ и подршку од стране инвеститора незадовољена. Разлози могу бити различити, али су најчешћи високо оцењен потенцијал предузетничког тима и његова способност да самостално делује, или преокупираност инвеститора обимом свог портфолија улагања, који га онемогућава да сваком подухвату посвети већу пажњу. Са опадањем подршке од стране инвеститора, предузетник почиње да захтева све већи удео у приносу, што инвеститора доводи у ситуацију да стратегија ширења портфолија постаје све мање исплатива²⁰. То значи да је неопходно не само за предузетника, већ и за инвеститора да пажљиво структурира свој портфолио улагања.

4. Вредност новог подухвата

Основни циљ финансијског управљања је максимизирање нове вредности, схваћене као вишак ефеката у односу на инпуте у процесу активности предузећа. Кључна компонента у дефинисању стратегије финансирања подухвата је одређивање вредности подухвата. Процена вредности подухвата који се налазе у раним фазама настанка је у високом степену субјективан процес, јер мора да предвиди перспективу подухвата у изузетно нестабилном окружењу. Ситуацију додатно компликује чињеница да је највреднија имовина којом подухват располаже по правилу нематеријална, неопипљива и могу је чинити трговачка марка, техничко-технолошка документација везана за технологију, заштитни знак, софтвери везани за обраду података,

индустријски дизајн, шеме, планови, уговори о франшизи, лиценци, права везана за локацију у виду концесија²¹ итд.

Осим тога, процена вредности је још компликованија јер не постоји сагласност око дефиниције вредности²². Да ли је то:

- *објективна тржишна вредност* – чији израз представља цена по којој је купац спреман на тржишту да купи подухват, односно предузетник да га прода;
- *суштинска (intrinsic) вредност* – процењена вредност до које се долази кроз интерпретирање финансијских извештаја, рачно анализу, дисконтовање пројектованих токова новца и процену ликвидационе вредности имовине;
- *going-concern вредност* – тренутна финансијска позиција измерена помоћу финансијских извештаја, нивоа задужености и детерминисана факторима окружења;
- *ликвидациона вредност* – она вредност која може бити повраћена ликвидацијом или распродајом укупне имовине подухвата;
- *књиговодствена вредност* – подразумева вредност по којој је нека ствар унета у предузеће и води се у пословним књигама.

Питање вредновања новог подухвата постаје централно када предузетник одлучи да приступи изворима додатног капитала. Тада он мора да одлучи који део у власништву треба препустити инвеститору, у замену за финансирање подухвата.

Истраживања су показала да стратешки фокусирани инвеститори више доприносе повећању вредности новог подухвата од оних којима су приоритетни финансијски циљеви²³. Успех подухвата зависи не само од финансијских, већ и нефинансијских доприноса инвеститора. Не постоји јединствена категоризација нефинансијских доприноса инвеститора, али на основу

19) Berg-Utby, T., Sorheim, R. & Widding, L. O., [2007], 'Venture Capital Funds: Do They Meet the Expectations of the Portfolio Firms?', *Venture Capital*, Vol. 9, Бр. 1, pp. 347-356.

20) Kanninen, V. & Keuschnigg, [2003], 'The Optimal Portfolio of Start-Up Firms in Venture Capital Finance', *Journal of Corporate Finance*, Бр. 9, pp. 521-534.

21) Фигар, Н., [2005], „Модел и методе вредновања нематеријалне имовине предузећа“, *Рачуноводство*, бр.3-4., стр. 54.

22) Allen, K.A., Op.cit., pp. 389-390.

23) Dushnitsky, G. & Lenoks, M. J., [2006], 'When does Corporate Venture Capital Investment Create Firm Value', *Journal of Business Venturing*, Vol. 21, pp. 753-772.

досадашњих истраживања посебан акценат може се ставити на²⁴:

- регрутовање – саветовање о кадровској структури, давање препорука, селекција, процена, ротирање запослених;
- стратешке доприносе – развијање главне и пословних стратегија, планирање, дугорочно одржање стратешке оријентације;
- менторство – саветодавна улога, мотивисање, морална подршка, подстицање предузетничке оријентације;
- консултовање – обезбеђење експертске помоћи, вештина и знања, формалнијег карактера него код менторства;
- мониторинг – контрола, компензације, подстицаји, текуће оперативне активности, управљање кризом.

У дванаест од двадесет студија спроведених између 1986-2005. посвећених мерењу резултата нефинансијских доприноса инвеститора повећању вредности²⁵ аутори су указали да не постоје прецизни показатељи, док су у осталих осам коришћена различита мерила као што су стопа приноса на капитал, перцепције инвеститора и предузетника о успешности инвестиције, вредност подухвата после изласка на берзу итд.

Постоји неколико фактора²⁶ који се морају узети у разматрање приликом процене новог подухвата:

- *досадашње перформансе подухвата*. Природа делатности, фаза животног циклуса у којој се налази, карактеристике подухвата су фундаменталне информације за евалуацију. Код нових подухвата ова димензија се не може разматрати, што додатно компликује њихово вредновање;
- процес евалуације мора имати у хоризонту и *шири економски контекст* у којем подухват тражи своје место, а не само конкретну индустрију. То значи да је финансијске показатеље потребно упоредити са другим компанијама у индустрији, као и капацитет менаџмента да се избори са тржишним изазовима;
- трећи фактор је *књиговодствена вредност подухвата* и његов укупан *финансијски положај*. Књиговодствена вредност обично није поуздан индикатор тржишне вредности, јер се имовина у билансу стања исказује према њеној набавној цени. Тако је вредност

опреме, постројења, земљишта у финансијским извештајима често потцењена у односу на њихову тржишну вредност. За потребе евалуације подухвата књиговодствена вредност је неподесна и мора се вршити реалнија процена;

- *будућа зарађивачка способност компаније* је следећи фактор. Приходи од продаје остварени претходних година (месеци) се не сабирају аутоматски, већ се пондеришу тако да они који су остварени најскорије имају највећи релативни пондер;
- следећи фактор је *потенцијал подухвата за генерисање нето добити*. Пошто се нови подухвати углавном налазе у ситуацији да им је тренутни ниво дивиденди мали или равн нули, процењује се његов потенцијал. Овај фактор је један од кључних у спровођењу процене;
- процена *нематеријалне имовине* је такође битан фактор. Углавном се нематеријална имовина процењује повезано са материјалном, јер их је тешко у потпуности разграничити и одвојити;
- још један битан фактор је *берзанска вредност акција предузећа која се налазе у истој делатности* као и подухват. Овде највећи проблем представља могућност поређења новог подухвата са компанијом која је већ изашла на берзу.

Калкулације рација могу бити важне као контролни механизам за оцену финансијског положаја подухвата у раним фазама. Аналитички интересантних односа има много, али су најважнији показатељи активности и рентабилности и начин њихове интерпретације и међусобних односа. Не постоје стандардизоване вредности које они треба да имају, али постоје тзв. *индустријски стандарди* који се узимају као база за поређење.

5. Методи вредновања новог подухвата

Високо процењена вредност подухвата је у извесној мери психолошка категорија, проузрокована ентузијазмом предузетника, али и страхом инвеститора да ће пропустити потенцијално уносну инвестицију. Међутим, вредновање подухвата је много више од осећаја. Постоји неколико метода процене вредности новог подухвата, од којих сваки има предности и

24) Large, D. & Muegge, S., [2008], 'Venture Capitalists Non-Financial Value-Added: an Evaluation of the Evidence and Implications for Research', *Venture Capital*, Vol. 10, Бр: 1, pp. 21-53.

25) Исто, pp. 21-53.

26) Hisrich, R.D., Peters, M.P. & Shepherd, D.A., Op.cit., pp. 389-390.

недостатке. Резултат процеса вредновања ће бити распон вредности до којих се дошло комбиновањем различитих метода.

5.1 Методи вредновања са аспекта инвеститора

Пажња инвеститора је усмерена на будуће токове готовине. Процена висине, временског распореда и извесности остваривања будућег приноса се исказује висином цене коју су потенцијални улагачи вољни да плате. Могућа одступања тржишне цене, као појавног облика суштинске вредности и њене књиговодствене вредности показује да улагачи вредност не утврђују у складу са логиком књиговодства²⁷.

Метод дисконтованог новчаног тока (ДНТ) представља процес квантификовања суштинске вредности подухвата путем дисконтовања очекиваних будућих токова готовине по стопи капитализације. Стопа капитализације зависи од стопе безризичног приноса и вероватноће остварења очекиваних будућих примања (премије за ризик, коју инвеститор захтева као надокнаду да би се уопште одлучио да инвестира). Дакле, општи модел утврђивања економске вредности подухвата претпоставља утврђивање садашње вредности очекиваног готовинског тока који се може са прихватљивом поузданошћу очекивати у будућности.

Приликом оснивања новог подухвата дилема у ком износу пословна активност ствара нову вредност и тако доприноси повећању вредности целог подухвата решава се квантифицирањем садашње вредности будућих новчаних токова који се могу очекивати од експлоатације средстава предузећа. Пројекција очекиваног новчаног тока је услов примене модела ДНТ одређивања вредности. Поштовање принципа *going concern*, који се односи на неограничено временско трајање предузећа, би подразумевало пројекцију очекиваног новчаног тока за све будуће године пословања, што није реално. Овај проблем се превазилази тако што се у пракси плански период дели на два дела:

- први обухвата плански период 5 - 10 година за који је могуће направити релативно прецизне пројекције очекиваног новчаног тока, и

- други, *резидуални период* који се односи на следећи период у коме се пројекције заснивају на претпоставкама о кретању пословања у даљој будућности.

У складу са наведеним, вредност подухвата би се могла изразити једначином:

$$\text{вредност подухвата} = \frac{\text{садашња вредност новчаних токова током планског периода}}{\text{садашња вредност новчаних токова после планског периода}}$$

У пројекцијама будућих токова готовине за петогодишњи плански период нису релевантни износи нето добитка, који се утврђују из биланса успеха за поједине године планског периода. Акценат се ставља на вишак примања у односу на издавања новца (*cash flow*), зато што само расположива готовина може бити употребљена за финансирање и инвестирање. Због тога је учињен напор да се на бази података садржаних у про форма билансу стања и успеха утврди тзв. слободни *cash flow*²⁸. Слободни *cash flow* се дефинише као износ готовине расположив за власнике предузећа после неопходних улагања у фиксна и обртна средства ради одржавања текућег обима активности. Квантификовање његове висине полази од пословног *cash flow* који се утврђује тако што се нето пословни добитак увећава за износ амортизације. Затим се он редукује за износ повећања нето улагања у пословна средства у истом периоду, која се утврђују као разлика пословних средстава на крају и на почетку обрачунског периода. На бази слободног *cash flow*-а се утврђује економска вредност подухвата тако што се дисконтује пројектовани *cash flow* за плански период.

Преостали део вредности подухвата заснован је на новчаним токовима у годинама које долазе након планског периода и представља тзв. *резидуалну вредност*. Иако је због концепта временске вредности новца тешко проценити новчани ток који ће подухват генерисати након пет година пословања, резидуална вредност се ипак не може занемарити. У неким случајевима она може бити значајна компонента укупне вредности подухвата. Најчешће коришћени метод за израчунавање ове вредности подразумева стављање у однос пројектованог нето добитка и пондерисане просечне цене капитала. Овако добијена резидуална вредност односи се на

27) Станчић, П., *Op.cit.*, стр: 79.

28) Станчић, П., [2005], Креирање нове вредности предузећа – императив савременог финанс ијског менаџмента, *Зборник радова са 36. Симпозијума СРР Србије*, Београд, стр: 6-7

тренутак на крају планског периода и мора се дисконтовањем свести на садашњу вредност пре него што се дода дисконтованом пројектованом слободном cash flow-у за плански период.

Математички би се модел за утврђивање тржишне вредности подухвата могао изразити

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+k)^i} + \frac{V_n}{(1+k)^n}$$

где су: $CF_1 \dots CF_n$ – слободан новчани ток по годинама планског периода; V_n – новчани ток у резидуалу, k – пондерисана просечна цена капитала, t – плански период.

Висина очекиваног тока готовине, као централне тачке новокреиране вредности подухвата зависи од неколико фактора: износа капитала уложеног у процес активности, односа стварне и жељене стопе приноса на улагања, као и временског периода. Разлика између стварне и жељене стопе приноса на улагања исказује *распон перформанси* и указује на способност подухвата да креира нову вредност. Позитиван распон перформанси значи креирање нове вредности подухвата чија висина се може утврдити као производ износа ангажованог капитала и висине позитивне разлике. Негативни распон перформанси значи да подухват није успео да из оствареног приноса покрије опортунитетни принос који су жртвовали власници капитала, што за резултат има деструкцију вредности подухвата.

Инвеститори venture капитала често разматрају да ли да улажу у подухвате који у садашњости имају негативан ток новца и не налазе се у завидној финансијској ситуацији, али имају велики потенцијал раста у будућности. Они морају утврдити стопу приноса на инвестицију која их чини спремним да чекају док не стигну бољи дани за подухват. За тај прорачун се користи *модел venture капитала*²⁹ који гласи:

$$\text{процењена резидуална вредност подухвата} = \text{добитак после опорезивања} \times \text{P/E рацио}$$

П/Е рацио (*price/earning ratio*), као један од најважнијих финансијских показатеља, представља однос текуће тржишне цене и добити по акцији и назива се још “*мултипликатор добити*”³⁰. Код нових подухвата, који се не котирају на берзи, мултипликатор се одређује на основу стандарда који важе у конкретној индустрији, као и инвестиционог ризика. Он одражава очекивања

инвеститора у погледу потенцијала раста и развоја компаније, као и његову спремност да плати одређену цену за јединицу добити.

У примени П/Е рација треба бити обазрив. Његова подесност за нове подухвате је под знаком питања, јер се користи под претпоставком да ће подухват за три до пет година изаћи на берзу³¹. Опасно је користити искључиво овај показатељ приликом поређења сличних предузећа, јер је он само један од елемената анализе. Ослањањем на њега могу се занемарити многе суштинске разлике које постоје између предузећа. Мултипликатор добитка делатности може бити подешен навише или наниже уколико подухват одступа од просека гране са аспекта очекиваног раста или ризика. Виши мултипликатор се користи ако је подухват у ризичнијим делатностима и обрнуто. Али, неки инвеститори избегавају улагања у подухвате са високим мултипликатором сматрајући да су сувише скупа, преферирајући улагања у подухвате са нижим мултипликатором и степеном ризика.

Резидуална вредност мора дисконтовањем бити сведена на садашњу вредност:

$$\text{дисконтована резидуална вредност} = \frac{\text{процењена резидуална вредност}}{(1 + \text{захтевана стопа повраћаја})^n}$$

n – број година инвестиције

Затим се проценат захтеваног инвеститоровог учешћа у власништву рачуна коришћењем формуле:

$$\text{захтевано релативно учешће у власништву} = \frac{\text{износ инвестираног капитала}}{\text{дисконтована резидуална вредност}}$$

Претпоставимо ситуацију у којој је за развој новог подухвата предузетнику потребно укупно 5 милиона евра venture капитала током периода од три године. Потенцијални инвеститор пре свега разматра ниво ризика и фазу развоја у којој се подухват налази. Ако закључи да ће његова захтевана стопа повраћаја бити на пример, 50%, да ће добитак после опорезивања за три године бити 10 милиона, а рацио П/Е на бази индустријских стандарда постави на 8, на основу прорачуна би могао да очекује да оствари право на 21% учешћа у власничкој структури подухвата.

29) Allen, K.A., Op.cit., p. 386.

30) Ерић, Д., [2003], *Финансијска тржишта и инструменти*, Чигоја штампа, Београд, стр.368.

31) Brealey, Meyers, [2004], *Principles of Corporate Finance*, Seventh Edition, McGraw-Hill, p. 829.

Постоји још неколико приступа³² које потенцијални инвеститор може применити приликом вредновања новог подухвата:

1. *Компаративни метод* базира се на томе да се од постојећих конкурената који послују у конкретној делатности, а чије акције се котирају на берзи, анализом пронађе један који је најсличнији подухвату, у погледу тржишног учешћа, ризика, структуре капитала, величине, нивоа дивиденди и потенцијала раста. Онда се на основу процене најсличнијег конкурента креира оквирна и груба процена вредности новог подухвата. Процену обавезно треба кориговати нефинансијским показатељима, на пример бројем патената који подухвату стоје на располагању у односу на конкурента. Поређење са конкурентом не може се вршити некритички и зато што су његове акције које се котирају на берзи много ликвидније од акција подухвата. Овај метод је препоручљив само као допунски, да подржи закључке до којих се дошло применом прецизнијих и поузданијих метода вредновања подухвата.
2. Још један начин процене који се спроводи само под одређеним околностима је тзв. *репродукциона вредност*, која показује колико би купца коштало да откупи (замени) целокупну имовину којом подухват располаже. Овај метод се примењује само када постоји неки део имовине подухвата, материјалне или нематеријалне, коју купац жели и спреман је за њу да плати.
3. Модификована *књиговодствена вредност* је метод заснован на коришћењу финансијских извештаја са циљем да утврди вредност имовине подухвата. Прилагођавања се врше узимајући у обзир депресијацију (или апресијацију) опреме, постројења, земљишта, као и процену вредности залиха у зависности од примењене рачуноводствене методологије. Овај метод процене вредности подухвата је заснован на релативно једноставном прорачуну и користи се углавном за релативно нове подухвате,

који имају једног власника и нестабилне приходе од продаје.

4. Метод вредновања којим се долази до најниже вредности је *ликвидациона вредност подухвата*. Некада је тешко проценити ову вредност, посебно када се узму у обзир трошкови везани за продају залиха, отпуштање радника, наплату потраживања, продају имовине и спровођење других активности везаних за гашење подухвата. Ипак, за инвеститора је добро да приликом процене подухвата зна шта ће се десити у најгорем случају и чему може тада да се нада.

Вредновање подухвата је итеративни поступак базиран на прављењу мозаика од низа сукцесивних информација о подухвату и његовим процењеним перформансама.

5.2 Методи вредновања са аспекта предузетника

Реална вредност подухвата је она око које у датом тренутку предузетник и инвеститор постигну сагласност. Предузетнику је важно да сам изврши процену вредности свог подухвата, да би знао који део учешћа у власништву над подухватом ће инвеститор захтевати да би предузео захтевани обим инвестиције.

Постоји тзв. *општи модел* који се користи за процену вредности подухвата:

$$\begin{aligned} \text{захтевано релативно учешће у власништву} = \\ \text{износ инвестиције } x \\ \text{захтевани мултипликатор на улагање /} \\ \text{пројектовани профит} \\ \text{у петој години подухвата } x P/E \end{aligned}$$

Ако је хипотетички предузетнику за подухват потребно пола милиона евра venture капитала, при чему пројектовани износ профита у петој, завршној години инвестиције износи 650.000 евра, а инвеститор постави захтев да инвестициони мултипликатор буде 15, а имајући у виду да је П/Е рацио 12, онда се према формули долази до процене да ће инвеститор захтевати 32% учешћа у власништву над подухватом да би инвестирао захтевани износ капитала.

Постоји и прецизнији метод утврђивања овог процента, који се састоји из неколико корака и предност му се огледа у томе што узима у обзир концепт временске вредности новца приликом детерминисања релативног удела инвеститора у

32) Hisrich, R.D., Peters, M.P. & Shepherd, D.A., Op.cit., pp. 393-396.

власништву над подухватом. Ти кораци су следећи:

1. Проценити добитак после опорезивања у петој години инвестиције,
2. Одредити мултипликатор приноса на бази тренутних прихода које остварују слични конкуренти,
3. Одредити захтевану стопу повраћаја,
4. Дефинисати захтевани износ инвестиције,
5. Извршити прорачун, применом следеће формуле:

процењена резидуална вредност подухвата = добитак после опорезивања x P/E рацио

$$\text{садашња вредност подухвата} = \frac{\text{процењена резидуална вредност}}{(1 + \text{захтевана стопа повраћаја})^n}$$

n- број година инвестиције

захтевано релативно учешће у власништву = износ инвестиције / садашња вредност подухвата

Предузетник процењује да ће подухват после пет година остварити добитак после опорезивања од 1 милиона евра на достигнути ниво продаје од 10 милиона евра и за достизање тог циља потребно му је 800.000 евра. Ако слични конкуренти у грани имају мултипликатор приноса 15, а инвеститор захтева 50% годишњу стопу повраћаја инвестиције, онда ће предузетник морати да се одрекне 41% власништва над подухватом у његову корист.

Осим процене вредности подухвата, као и дела власништва којег предузетник мора да се одрекне да би привукао инвеститора, потребно је утврдити и структуру уговора, односно услове трансакције између предузетника и инвеститора. Са циљем привлачења потенцијалних инвеститора и у тежњи да свој подухват учини што атрактивнијим за њих, предузетник мора да разуме мотивацију и интересе којима се они руководе. Они укључују не само захтевану стопу повраћаја, већ и динамику и дефинисање конкретне форме, ниво захтеване управљачке контроле, као и ниво ризика повезан са инвестицијом. Неки инвеститори су спремни да прихвате виши степен ризика да би остварили вишу стопу повраћаја инвестиције, док други нису. Генерално, једном када започну инвестирање, фокус интересовања им се усмерава на ниво утицаја и контроле који могу остварити над пословањем подухвата.

Закључак

Вредновање новокреираних подухвата представља изазов, зато што постоји много непознатих и променљивих варијабли које детерминишу коначни исход, било успех или неуспех подухвата. Због ове чињенице, применљивост објашњених модела процене вредности налази се под знаком питања, а још увек нису дефинисани нови модели који би могли надоместити њихове несавршености. Захтев за вредновање подухвата у оснивању, иако веома комплексан, представља критични фактор чијем решавању се мора посветити пажња. Неопходно је дефинисати нове теоријске моделе, имајући у виду улогу менталних и когнитивних перцепција инвеститора приликом улагања.

Када анализирамо традиционалне, до сада познате моделе процене подухвата, можемо закључити да они имају своју оправданост када се ради о предузећима која већ послују на тржишту. Она већ имају креиране токове готовине, познају конкуренцију, карактеристике тржишта и даље правце развоја. У таквој ситуацији предузетник са потенцијалним инвеститором преговара на основу опипљивих података који пружају основ за даље пројекције и у том простору они покушавају да нађу заједнички интерес.

Међутим, када се ради о новим подухватима, често информације нису расположиве, тако да примена ових метода може деловати помало наивно и навести на криву процену. Има много непознатих варијабли чије варијације могу бити екстремно велике, како повољне, тако и неповољне. Предузетник не зна да ли уопште постоји тржиште за његов производ, не зна колики је његов евентуални потенцијал, ако и постоји, да ли подухват располаже потребним капацитетом за креирање лидерске позиције итд. Подухват може бити тако успешан да у одређеном року успе да креира монополску позицију, на пример на бази заштите интелектуалне својине. Ако још успе и да се позиционира као компанија која диктира технолошке стандарде у делатности, ефекти пословних активности могу бити енормни.

Постоји опасност за инвеститора да ће преценити подухват или да неће адекватно измерити степен ризика који је толико екстреман да га ДНТ метод не може у потпуности приказати. Осим тога, нови подухвати у првим годинама пословања не остварују профит, чиме се код модела venture капитала обесмишљава примена П/Е рација, тако да се из тог разлога у калкулацијама користе пројектоване вредности.

Процене нових високотехнолошких подухвата некада делују претерано високе, имајући у виду да у првим фазама оснивања немају никакву зарађивачку способност, а често имају и губитке. Поставља се питање како објаснити ову необичну околност и зато су нови високотехнолошки под-

ухвати тако атрактивни за улагање. Постоји неколико разлога:

- потенцијал раста – уколико предузетник располаже интелектуалном имовином, технологијом или неком другом стратешком предношћу која је значајна и не може се копирати у кратком року, а релевантна је за задовољење потребе која није раније уочена и задовољена, потенцијал за раст је огроман, чак и на глобалном плану;
- висок профитни потенцијал - по дефиницији, највећи број високотехнолошких делатности данас има веома високу профитну маргину;
- иако су иницијална улагања велика, потреба за капиталом је много мања у поређењу са радно интензивним делатностима - у каснијим фазама развоја неупоредиво су већи ефекти пословне активности него капитал потребан за њихово одржање и даљи развој.

Дакле, јасне су две чињенице, да постојећи модели вредновања нису потпуно погодни и да инвеститор има јак мотив да улаже у нове високотехнолошке подухвате, упркос томе што је ризик веома висок. Питање које се намеће само је, *да ли је могуће дефинисати нови или бар иновирани модел који би могао да допринесе квалитетнијем решењу овог проблема.*

Када разматра одређену инвестициону алтернативу, просечан инвеститор се пита пре свега колико пута ће му се повратити уложени износ капитала, односно колики ће бити мултипликатор добити. Већ је наглашено да очекивања инвеститора варирају у зависности од фазе развоја подухвата у којој се врши улагање. Што је фаза улагања ближа почетку, ризик је већи, што драматично поскупљује капитал. У зависности од извора финансирања за улагања у подухвате у оснивачкој фази инвеститори очекују да им се уложени износ врати просечно 10-15 пута, за оне који постоје годину дана, стопа повраћаја је 6-10 пута, а за петогодишње подухвате 3-5 пута у року од пет година. Дакле, инвеститор мора да циља подухвате са веома високим потенцијалом раста и профитним потенцијалом. Али, питање је како да процени који су то подухвати. Инвеститори који улажу venture капитал често слично процењују вредност нових подухвата, претежно на бази искуства и одвијања менталних процеса који нису довољно артикулисани. У покушају да се на научној основи методолошки уобличи тај процес, потребно је уважити интерес и инвеститора и предузетника.

Инвеститор не жели да прецени подухват, али жели да сазна која је његова *максимална вредност коју може достићи у будућности.* Он такође

не жели да превише потцени вредност подухвата, јер зна да предузетник процењује понуде и алтернативних инвеститора. Зато он балансира тежећи да *минимизује процену садашње вредности подухвата* онолико колико ће то бити прихватљиво за предузетника и неће га окренути ка другим инвеститорима.

Како проценити максималну вредност подухвата у будућности? Подухват се најпре може поредити са сличним компанијама које се котирају на берзи. Чак и ако не постоје друге компаније која се баве истом делатношћу, сигурно постоје оне које су у сродним делатностима, са којима се може вршити смислено поређење. Ако и та могућност пропадне, могуће је проценити потенцијал тржишта и вероватно тржишно учешће. Важан фактор у овој процени игра и претходно искуство предузетника односно његовог тима, као и очекивања инвеститора у вези са нивоом консултантске помоћи која се од њега очекује. Немогуће је направити процену која ће бити савршено прецизна, али је могуће грубо проценити будућу перспективу подухвата.

Како да инвеститор минимизује садашњу вредност подухвата? И код овог проблема може се узети у обзир конкуренција, овај пут представљена бројем других заинтересованих инвеститора. Циљ инвеститора је да садашња вредност подухвата буде процењена на што нижем нивоу. Предузетник тежи да убеди инвеститора да ће подухват достићи пуни потенцијал и максималну вредност, те да се према њој одређује његова садашња вредност. Јасно је да предузетник неће бити у истој позицији ако преговара са једним или више инвеститора. Чак и када је њихов број веома ограничен, у његовом најбољем интересу је да са њима преговара одвојено или бар да створи утисак код инвеститора да није једини заинтересован за улагање.

Имајући у виду да се venture капитал улаже фазно, могуће је размишљати у правцу прављења пројекција вредности подухвата у појединим фазама развоја. Много је реалније вршити процену вредности подухвата у ближој него у даљој будућности, тако да има смисла пратити тренд кретања његове вредности до максимално процењене вредности у будућности.

Инвеститор одлуку о улагању која ће донети ефекте у даљој будућности доноси у садашњости, што значи да се мора уважавати концепт временске вредности новца. Ако је, на пример, процењена максимална вредност подухвата милион евра, а капитал се улаже у почетној фази оснивања, то значи да би се, имајући у виду захтев да се уложени износ врати просечно 10-15 пута за пет година, садашња процењена вредност подухвата дељењем ових двају бројева могла проценити на између 60 -100 хиљада евра. У поређењу са потенцијалном, садашња процењена вредност делује скромно, али одражава веома висок ризик ко-

јем је изложен улагач. У каснијим фазама улагања процена вредности би постепено расла, а мултипликатор добити би се подешавао у складу са очекиваним ризиком.

Предност оваквог приступа огледа се у једноставности примене и могућности да пружи оријентациону процену вредности новог подухвата, уважавајући кључне елементе вредности, износ капитала, ризик, очекивану стопу приноса и временски рок. Предложени модел ипак има мањкавост која се односи на високу субјективност на којој је заснован. Осим тога, прилично је груб и базиран на сличној логици као и ДНТ модел. Могло би се рећи да постоји извесна сличност између резидуалне и процењене максималне вредности подухвата, као и у начину инкорпорирања фактора ризика у процену код оба модела.

Може се закључити да сви описани модели иако нису идеални, ипак представљају корак напред у решавању проблема вредновања и не треба их схватити као готова решења, већ као путоказ за даља истраживања.

Литература

- Allen, K.A., [2009], *Launching New Ventures*, Houghton Mifflin Company, Boston, USA.
- Anson, Mark J.P., [2002], *The Handbook of Alternative Assets*, John Wiley & Sons, Inc., Canada.
- Baden-Fuller, C., Dean, A., McNamara, P., Hilliard, B., [2006], 'Raising the Returns to Venture Finance', *Journal of Business Venturing*, 21.
- Berg-Utby, T., Sorheim, R. & Widding, L. O., [2007], 'Venture Capital Funds: Do They Meet the Expectations of the Portfolio Firms?', *Venture Capital*, Vol. 9, Бр. 1.
- Brealey, Meyers, [2004], *Principles of Corporate Finance*, Seventh Edition, McGraw-Hill.
- Dushnitsky, G. & Lenoks, M. J., [2006], 'When does Corporate Venture Capital Investment Create Firm Value', *Journal of Business Venturing*, Vol. 21.
- Ђорђевић, Д., & Бешић, Ц., [2009], Осврт на управљачку структуру малих и средњих предузећа, *Рачуноводство*, Vol. 53, бр.1-2.
- Фигар, Н., [2005], Модели и методе вредновања нематеријалне имовине предузећа, *Рачуноводство*, бр.3-4.
- Gladstone, D., & Gladstone, L., [2002], *Venture Capital Investing*, Pearson Education, Inc., Prentice Hall, Upper Saddle River, New Jersey.
- Gompers, P.A. & Lerner, G., [2006], *The Money of Invention: How Venture Capital Creates New Wealth*, Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts.
- Hisrich, R.D., Peters, M.P. & Shepherd, D.A., [2008], *Entrepreneurship*, McGraw-Hill, Singapore.
- Janney, J. J. & Dess. G. G., [2006], 'The Risk Concept for Entrepreneurs Reconsidered: New Challenges to Conventional Wisdom', *Journal of Business Venturing*, Бр. 21.
- Kanniainen, V. & Keuschnigg, [2003], 'The Optimal Portfolio of Start-Up Firms in Venture Capital Finance', *Journal of Corporate Finance*, Бр. 9.
- Large, D. & Muegge, S., [2008], 'Venture Capitalists Non-Financial Value-Added: an Evaluation of the Evidence and Implications for Research', *Venture Capital*, Vol. 10, Бр: 1.
- McAleese, T., [2004], *Get Rich Slow – Build a Firm Financial Foundation*, The Career Press, NJ 07417.
- Parhankangas, A. & Hellstrom, T., [2007], How Experience and Perceptions Shape Risky Behaviour: Evidence from the Venture Capital Industry', *Venture Capital*, Vol.9, Бр. 3.
- Sapienza, H. J. & Gupta, A. K., [1994], 'Impact of Agency Risks and the Task Uncertainty on Venture Capitalist-CEO Interaction', *Academy of Management Journal*, Vol. 37(6).
- Sheperd, D. A., Zacharakis, A. & Baron, R. A., [2003], 'VC's Decision Processes: Evidence suggesting more experience may not always be better', *Journal of Business Venturing*, Vol. 18.
- Ерић, Д., [2003], *Финансијска тржишта и инструменти*, Чигоја штампа, Београд.
- Станчић, П., [2003], 'Ризик и очекивана стопа приноса на улагања', *Управљање кључним аспектима трансформације предузећа*, Економски факултет, Крагујевац.
- Станчић, П., [2005], Креирање нове вредности предузећа – императив савременог финансијског менаџмента, *Зборник радова са 36. Симпозијума СРР Србије*, Београд.
- Станчић, П., [2006], *Савремено управљање финансијама предузећа*, Економски факултет Универзитета у Крагујевцу, Крагујевац.
- Станчић, П., [2007], Финансијски аспекти стварања и мерења вредности предузећа, *Зборник радова са 11. Конгреса ССР Републике Српске*, Бања Лука.

др Вељко
ВУКОЈЕ*
др Гордана
ВУКЕЛИЋ**

Финансијско пропадање пољопривредних предузећа Војводине

Резиме

У раду је извршена компаративна анализа основних показатеља финансијског резултата и финансијског положаја пољопривредних предузећа и задруга Војводине. У фокусу је четворогодишњи период (2005-2008), а за потребе истраживања користе се и дуже серије података. У циљу поузданије оцене посматраних параметара врши се поређење са прехрамбеном индустријом и потврђује стање и тенденције у пољопривреди Војводине у посматраном периоду. Анализом и праћењем прикупљених података констатовано је да и поред повећања броја предузећа са 1.526 (2005) на 1.698 (2008), број запослених је опао са 35.224 на 26.579 радника, или за 25%.

Пољопривредна предузећа и задруге забележила су нето губитак у две од четири године анализираног периода. Посебно забрињава податак да је резултат из редовног пословања био негативан у свим годинама, а тиме је угрожена рентабилност предузећа. Финансијска структура је изразито поремећена, услед чега се јављају проблеми са одржавањем ликвидности и појачава финансијска нестабилност пољопривредних предузећа. Истовремено, предузећима недостаје око 31,3 милијарди динара дугорочно расположивих извора само за успостављање финансијске равнотеже, а реална вредност сопственог капитала пољопривредних предузећа умањена је за 23,7 индексних поена.

Кључне речи: пољопривреда, анализа биланса, резултат, финансијски положај.

Увод

Пословање привредних субјеката уопште, а посебно у области пољопривреде у пољопривредним предузећима, чија делатност је праћена у периоду од 2005. до 2008. године је у неповољном привредном амбијенту, то је период стално при-

сутне домаће и ескалиране светске економске кризе, а посебно финансијске. Значајно је навести да су се посебно пољопривредна предузећа суочавала са низом озбиљних проблема, као што су: сужено домаће тржиште продаје и споро освајање нових тржишта, недовољна заштита од прекомерног увоза, монопол откупљивача и

* Доцент на Пољопривредном факултету, Универзитета у Новом Саду

** Редовни професор на Београдској банкарској академији, Факултет за банкарство, осигурање и финансије, Београд, Змај Јовина 12

трговаца, неповољни паритети цена, техничко-технолошко заостајање, релативно висока инфлација, недостатак сопствене акумулације, неликвидност, скупо позајмљивање капитала, неповољни климатски услови у појединим годинама итд. Мере економске политике, које се последњих година предузимају у циљу побољшања положаја овог сектора привреде, дају извесне позитивне ефекте, али још увек недовољне.

Посматрани период се углавном подудара са завршном фазом процеса власничке трансформације пољопривредних предузећа. То се јасно огледа у смањењу учешћа друштвеног у основном капиталу, са 33,3% (2005) на 12,8% (2008). Резултати овог процеса, генерално, нису у складу са очекивањима. Позитивни ефекти приватизације видљиви су у значајном броју предузећа, али превлађују неуспешни примери, са озбиљним проблемима (недовољна улагања, нестабилна производња, незадовољства радника, стечајеви, афере и сл.).

У истраживању кренуло се од логичне контроле расположивих и обелодањених података, потом приступило се избору адекватне аналитичке апаратуре за поступке анализе. У раду су, на основу примењених метода, извршених анализа, добијених резултата дате оцене неких од најважнијих параметара успеха пољопривредних предузећа, односно приносне снаге и потом указано на основне правце деловања, у циљу њиховог побољшања.

1. Материјални приступ и примењена финансијска анализа

У фокусу анализе се, превасходно, налазе пољопривредна предузећа и задруге са подручја АП Војводина (*област 01 - Пољопривреда, лов и услуге*). Коришћени су подаци из завршних рачуна, односно збирних биланса, за четворогодишњи период од 2005. до 2008. године, које прикупља и обрађује НБ Србије – Центар за бонитет. Обухваћени су, дакле, само привредни субјекти са својством правног лица (предузећа и задруге, у даљем тексту: предузећа), али не и индивидуална пољопривредна газдинства и предузетници.

Подаци за пољопривредне организације, пољопривредна предузећа и задруге, прикупљају се редовним годишњим извештајима за које се подаци узимају из књиговодства и других евиденција. За приватна пољопривредна газдинства подаци за површине су процене засноване на подацима свеобухватног катастра. Према статистичким подацима предузећа и задруге које се баве пољопривред-

ном производњом су извештајне јединице које достављају и извештаје приватних газдинстава, која су у кооперацији са пољопривредним предузећима и задругама.

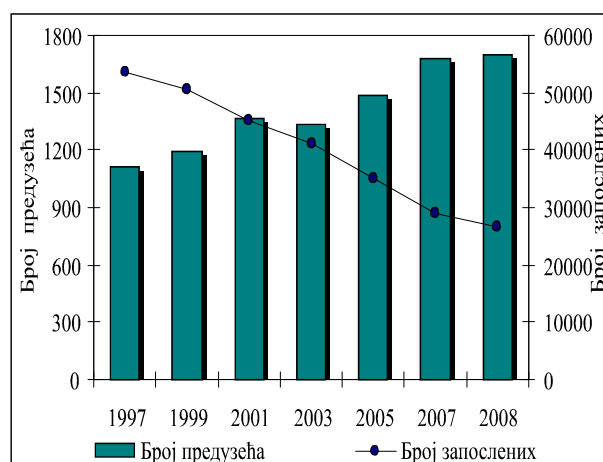
Четворогодишњи период омогућава сагледавање основних тенденција кретања најважнијих индикатора приносног и финансијског положаја пољопривредних предузећа, при чему се, по потреби, користе и дуже серије података. Поред временског, врши се и просторно поређење са предузећима из области прехранбене индустрије (*област 15 - Производња прехранбених производа и нића*).

2. Резултати и дискусија

2.1. Општи подаци

У Војводини је у посматраном периоду привређивало укупно између 17.767 (2005) и 22.538 (2008) предузећа и задруга (*сектори од А до Ј*). Пољопривредном производњом се бавило између 1.526 (2005) и 1.698 (2008) предузећа (*граф. 1*), што представља повећање за 14,1%. Од укупног боја пољопривредних предузећа мала чине 87,8%, средња 10,7%, а велика само 1,5% (2008).

Истовремено је број предузећа у прехранбеној индустрији порастао са 774 на 930, или за 20,2%. Од тога, мала предузећа чине 82,8%, средња 11,2%, а велика 6,0% (2008). У односу на 1997. годину, пољопривреда бележи знатно већи пораст броја предузећа (за 53%), него прехранбена индустрија (за 26,8). Предузећа из обеју посматраних грана заједно чине 11,7% (2008) укупног броја предузећа у Војводини.



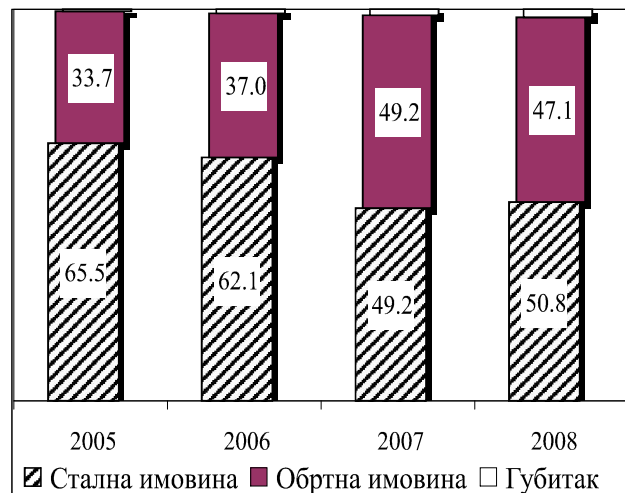
Граф. 1 - Број предузећа и запослених у пољопривреди Војводине

Привреда Војводине је у 2005. години запошљавала 267.126 радника, да би у 2008. години тај број опао на 263.728 радника, или за 1,3%. Пољопривреда бележи много већи пад броја запослених, са 35.224 (2005) на 26.579 (2008), или за 24,5%. У истом периоду, број запослених у прехранбеној индустрији смањен је за 16,3% (са 38.276 на 30.026 радника). У односу на 1997. годину, број радника у пољопривреди је смањен за 50,5%, знатно више него у прехранбеној индустрији (19,6%).

Запослени у пољопривреди и прехранбеној индустрији чине око 22,2% укупног броја запослених у привреди Војводине. Повећање броја предузећа уз истовремено смањење броја запослених може се објаснити оснивањем већег броја малих и средњих предузећа, која не могу да надоместе смањење броја радника у великим предузећима. Тенденција супротног кретања броја предузећа и броја запослених знатно је израженија у пољопривреди него у прехранбеној индустрији.

Пољопривредна предузећа, услед специфичности саме производње и потребе за основним средствима као условом¹ и средством за производњу располажу значајном **имовином**. Органски састав средстава је висок, што је нормалан однос за пољопривреду у односу на друге области привреде. Управо та вредност имовине је око 240 милијарди динара или прерачунато у евре 2.7 милијарди евра (2008). Заједно са прехранбеном индустријом (3.141 мил. евра), то чини око 27% укупне имовине привреде Војводине. Пад удела сталне имовине у активи пољопривредних предузећа са 65,5% (2005) на 50,8% (2008), указује на повећање обима пословне активности, услед чега се повећава улагање у обртна средства (*граф. 2*). У овом случају је то, ипак, добрим делом условљено искњижавањем државног земљишта у процесу приватизације, односно проценом вредности предузећа. Прехранбена индустрија бележи знатно мањи пад релативног учешћа сталне имовине (са 48,5% на 45,5%). То је, поред осталог, последица повећаног улагања у замену дотрајалих капацитета у овој грани.

Обе привредне гране у активи исказују и позицију „губитак изнад висине капитала“ (у 2008. години: пољопривреда 5.040 милиона динара или 2,1%; прехранбена индустрија 8.287 мил. дин. или 2,9%). Ради се о збирним билансима, који обухватају сва предузећа са



Граф. 2 - Структура aktive пољопривредних предузећа (у %)

територије Војводине, а међу њима очигледно има и оних која су изгубила не само сав сопствени капитал, већ и део позајмљеног капитала.

2.2. Приносни положај

У структури **укупног прихода** пољопривредних предузећа (*таб. 1*) доминантно место заузимају, логично, пословни приходи (преко 90%). Релативно ниско учешће финансијских прихода у свим годинама посматраног периода (0,93-2,11%) може се сматрати очекиваним, с обзиром на то да предузећа скоро и немају слободних финансијских средстава за дугорочно и краткорочно пласирање. Висок удео ванредних прихода (који треба да буду мањи од 1%) резултат је нерегулисаних транзицијских услова пословања, у којима често долази до продаје основних средстава, отписа дугова услед немогућности плаћања, наплате раније отписаних потраживања и сл.

Пољопривредна предузећа су на покриће пословних расхода трошила између 89,9% и 94,4% укупног прихода, приближно као и прехранбена индустрија (87,46-90,3%). Удео финансијских расхода у расподели укупног прихода достигао је критичну границу за пољопривредна предузећа од 5,01% (прехранбена индустрија 7,55%). Уочљив је перманентан раст удела финансијских расхода.

На покриће осталих и ванредних расхода одлази врло значајан део укупног прихода, нарочито код прехранбене индустрије. Њихово

1) Услов за бављење пољопривредном делатношћу је земљиште, а у средства за производњу спадају транспортна средства и пољопривредна механизација.

Табела 1 - Структура укупног прихода и његовог распореда (у %)

Ред. број	ПОЗИЦИЈА	Пољопривреда				Прехрамбена индустрија			
		2005.	2006.	2007.	2008.	2005.	2006.	2007.	2008.
1.	Пословни приходи	93,1	90,2	91,1	93,11	93,61	92,2	94,1	93,01
2.	Финансијски приходи	0,93	2,07	2,11	1,86	1,74	3,50	2,28	3,59
3.	Остали и ванредни приходи	5,95	7,69	6,8	5,02	4,65	4,30	3,67	3,40
I	УКУПАН ПРИХОД	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
4.	Пословни расходи	94,4	92,01	89,9	91,70	90,3	89,34	89,34	87,46
5.	Финансијски расходи	4,25	3,36	3,76	5,01	4,65	3,61	4,24	7,55
6.	Остали и ванредни расходи	3,23	4,30	3,81	5,92	4,88	3,73	6,93	3,35
II	УКУПНИ РАСХОДИ	101,9	99,7	97,5	102,6	99,8	96,7	100,5	98,4
7.	Бруто резултат (I - II)	-1,92	0,33	2,50	-2,63	0,19	3,31	-0,51	1,63
8.	Порези и доприноси	0,09	0,11	0,08	0,83	0,22	0,12	0,45	0,43
9.	Нето резултат (7 - 8)	-2,01	0,22	2,42	-3,47	-0,03	3,19	-0,96	1,20

учешће треба да буде мање од 1% и да тежи нули. Разлоге треба тражити у отпису потраживања услед немогућности наплате, отпису имовине по разним основама, мањковима, лоше вођеној пословној политици и сл.

Пословни приходи су у посматраном четворогодишњем периоду порасли за 82,5%, што је знатно више од кумулативног раста инфлације у истом периоду 47,5% (у прехрамбеној индустрији за 59,5%). Изненађује податак да више пословних прихода пољопривредних предузећа одлази на покриће набавне вредности продате робе (46.9), него на трошкове материјала (29.0) (2008). У истраживању се дошло до информација, а на основу података из финансијских извештаја да се пољопривредна предузећа и задруге у свом пословању све више окрећу пословима који представљају област трговине. Према истраживањима, сваке године се повећавају трошкови набавне вредности продате робе, а умањује учешће трошкова материјала. Овакве активности пољопривредних предузећа и задруга су неуобичајене, јер се изгледа све више баве трговином. Доказ слабљења финансијске снаге и приносне моћи из основне делатности пребацује их у делатност која остварује неке резултате који им помажу у опстанку. Код прехрамбене индустрије овај однос је сасвим другачији (роба 18,4%, материјал 51,9%). Удео зарада у расподели пословних прихода бележи константан пад у посматраном периоду (са 15,2% на 9,9%). Али, због смањења броја запослених, месечне бруто зараде по раднику су порасле са 29.167 дин. на 46.128 дин. Амортизација и резервисања учествују са скромних 4,6-3,4%, док

остали пословни расходи (закуп, чланарине, порези и доприноси и др.) чине 4,4-5,1%.

Пољопривредна предузећа Војводине остварила су позитиван **нето финансијски резултат** само у две године (2005. и 2006), са врло скромним стопама добитка (0,22%, односно 2,42%). Забрињава преокретање тренда позитивног пословања и поновни прелазак у зону губитка у 2008. години (нето губитак 5.528 милиона дин., или у еврима то износи око 62,4 милиона евра). Наравно да постоје и предузећа са позитивним финансијским резултатом, будући да се ради о збирним билансима. Међутим, износ укупно исказаног добитка је смањен у односу на 2007. годину за 31%, док је истовремено укупно исказани губитак порастао за око 2,2 пута.

Анализа **структуре финансијског резултата** (Таб. 2) показује да је пољопривреда у свим годинама посматраног периода остварила негативан резултат из редовног пословања (збир пословног резултата и резултата финансирања), који је иначе најважнији индикатор успешности биланса. У две године (2005. и 2006) забележен је чак и негативан резултат из односа пословних прихода и расхода. Ово указује да постоје врло озбиљни проблеми у пословању пољопривредних предузећа, које није могуће решити ни брзо ни лако.

Глобални паритет продајних и набавних цена указује не само на неповољан положај пољопривреде у примарној расподели, већ и на ниску економичност физичких утрошака најважнијих материјалних инпута. Коефицијенти глобалног паритета су врло ниски за ову врсту

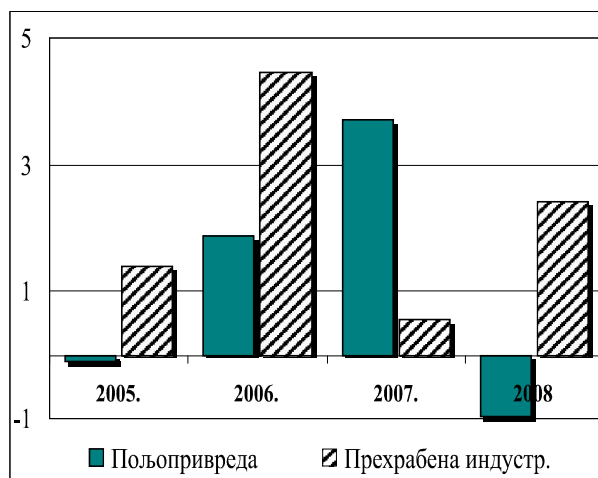
Табела 2 - Финансијски резултат и глобални паритет цена (у 000.000 дин.)

Ред. бр.	ПОЗИЦИЈА	Пољопривреда				Прехрамбена индустрија			
		2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
1	Резултат из пословних прихода	-1157	-1996	1616	2257	5117	5317	9735	13710
2	Резултат из финансирања	-2899	-1459	-2304	-5018	-4490	-214	-4050	-9801
3	Резултат из редовног пословања (1+2)	-4056	-3455	-687	-2761	628	5103	5686	3909
4	Резултат из осталих прихода	2382	3830	4183	-1437	-338	1044	-6739	110
5	Бруто резултат (3+4)	-1675	375	3496	-4198	290	6147	-1053	4019
6	Пословни приходи	81320	102007	127612	148409	144002	171288	194149	229744
7	Варијабилни материјални расходи	62831	80706	101100	118833	106513	128179	143594	171937
8	Глобални паритет цена - набавне цене = 1 (6/7)	1.294	1.264	1.262	1.249	1.352	1.336	1.352	1.336

* Обухватају: набавну вредност продате робе, трошкове материјала, горива, енергије и производне услуге.

делатности (таб. 2, ред 8), осетно нижи у поређењу са прехранбеном индустријом. Уз то, изражена је тенденција њиховог смањења у дужем временском периоду (1997: коеф. 1,31; 2001: коеф. 1,37; 2004: коеф. 1,43).

Из претходног је јасно да показатељи **рентабилности**, односно зарађивачке моћи уложеног капитала, не могу бити добри (граф. 3). Пољопривреда је у 2005. и 2008. години забележила чак негативан нето принос (збир нето добитка и расхода камата) на укупно уложена средства (укупан капитал), што је јако лош показатељ (стопе: -0,09%, односно -0,98%).



Граф. 3 - Стопе рентабилности укупног капитала (у %)

Изразито погоршање у последњој години, јасно указује не само на пораст губитака, већ и на

повећање степена задужености и каматних стопа. Негативне стопе рентабилности сопственог капитала су, логично, још веће, -2,18% (2005), односно 5,38% (2008).

Прехрамбена индустрија бележи нешто веће стопе рентабилности, али такође доста ниске (1,39-2,43%).

2.3. Финансијски положај

Оцена финансијског положаја извршена је на основу анализе:

- финансијске равнотеже,
- задужености,
- одржавања реалне вредности капитала и
- репродукционе способности.

Анализа **финансијске равнотеже** показује врло неповољну финансијску структуру пољопривредних предузећа (Таб. 3). У прве две године остварен је чак негативан нето обртни фонд, што значи да се из краткорочних обавеза финансирају не само сталне залихе у целини, већ и део фиксне имовине, у висини негативног обртног фонда. Дугорочно, позитиван обртни фонд у 2008. години довољан је за финансирање само око 6,9% сталних залиха. Остатак се финансира из из краткорочних извора, око 50% из краткорочних зајмова, а других 50% из текућих обавеза (спонтани извори). Јасно је да предузећа имају великих проблема са одржавањем ликвидности. Коефицијент краткорочне финансијске равнотеже је 1,38 (2008).

Ред. број	ПОЗИЦИЈА	Пољопривреда				Прехрамбена индустрија			
		2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
1	Капитал и дугорочни извори	94883	101351	121359	132067	108851	148398	166377	168800
2	Дугорочно везана средства	96909	103267	118770	129753	99460	123799	139984	138767
3	Обртни фонд (1-2)	-2025	-1916	2588	2314	9391	24599	26392	30032
4	Залихе сталне	20883	22294	32358	33662	32939	42242	50152	60647
5	Покриће залиха обртним фондом (3 / 4) x 100	-9.7	-8.6	8.0	6.9	28.5	58.2	52.6	49.5
6	Недостајући дугорочни извори (3 - 4)	22908	24211	29770	31347	23548	17643	23759	30615

Табела 3 - Покриће сталних залиха обртним фондом и другим изворима (у 000.000 дин.)

Основне разлоге деформисања финансијске структуре треба тражити у вишегодишњем пословању са губитком. То за последицу има апсолутни и релативни раст кумулираних губитака, и поред њиховог претежног ишчишћавања из биланса у процесу приватизације. Они су у 2008. години достигли 22,2% сопственог капитала, или око 32.005 милиона динара.

Ако се покуша представити покриће залиха графички по годинама посматраног периода где у прве две године је недопустиво лоше, финансијски положај је продуковао у пословању негативан обртни фонд, у друге две године остварују позитиван нето обртни фонд и то је добар знак на путу измене услова и параметара за излазак из зоне губитака и остварења уравнотеженог пословања у смислу покрића губитка и остварења покрића сталних залиха нето обртним фондом. У пољопривреди остварити покриће

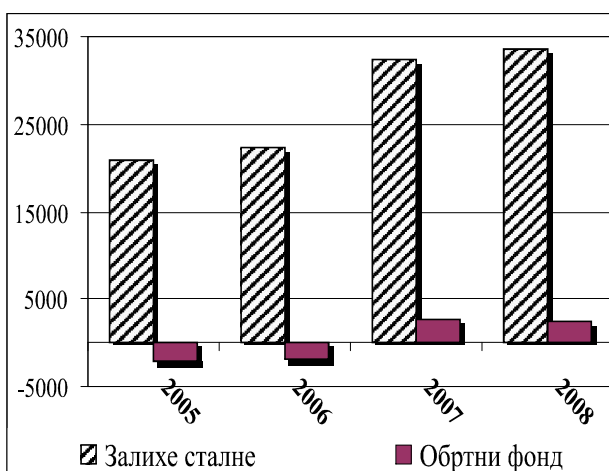
дугорочним изворима финансирања сталних залиха је битан фактор у стабилизовању финансијског положаја, без обзира на кретање и висину сезонских залиха чије стање и кретање су предмет сталне контроле и мерења. Графички приказана покривеност залиха обртним фондом пољопривреде је следећа, График број 4.

Прехрамбена индустрија је у знатно повољнијем положају. Забележен је позитиван обртни фонд у свим годинама, али недовољан, будући да је покривао између 28,5% и 49,5% залиха.

Анализа задужености оцењује се на основу власничке структуре пасиве. Поред традиционалног правила финансирања, које захтева да однос сопствених и позајмљених извора буде 1 : 1, неопходно је ценити и друге релевантне факторе, превасходно: органски састав средстава и инфлацију, као примарне, а рентабилност и ликвидност, као секундарне. Треба, наравно, имати у виду и природу делатности којом се предузећа баве. За потребе ове анализе пасива је реструктурирана, тако што су изостављена дугорочна резервисања и одложене пореске обавезе (Таб. 4).

Стопе задужености пољопривредних предузећа показују константну тенденцију врло израженог пораста, са 43,2% на 56,4% (1997: стопа 25,1%; 2001: стопа 26,3%). Осим већ поменутог раста кумулираног губитака и промењеног начина његовог билансирања од 2004. године, порасту степена задужености значајно доприносе и све неповољнији услови задуживања.

Посебно је неповољна околност да већину укупних обавеза чине краткорочне обавезе (стопа краткорочне задужености је 46,1% у 2008.



Граф. 4 - Покривеност сталних залиха обртним фондом (у 000.000 дин.)

Ред. бр.	ПОЗИЦИЈА	Пољопривреда				Прехрамбена индустрија			
		2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
1	Капитал	82847	86925	99100	106355	88945	113641	127949	127715
2	Дугорочне обавезе	11642	13814	21666	25190	19246	34039	37452	39943
3	Краткорочне обавезе	51259	62291	89457	112621	73076	78575	99305	116829
4	Пасива без дугорочних резер. и одложених пореских обавеза (1+2+3)	145748	163029	210223	244165	181267	226254	264706	284488
5	Стопа укупне задужености (2+3) / 1	43.2	46.7	52.9	56.4	50.9	49.8	51.7	55.1
6	Стопа дугорочне задужености (2/1)	8.0	8.5	10.3	10.3	10.6	15.0	14.1	14.0
7	Стопа краткорочне задужености (3/1)	35.2	38.2	42.6	46.1	40.3	34.7	37.5	41.1
8	Органски састав средстава	63.0	59.0	51.0	48.0	49.9	51.0	46.6	44.6
9	Солвентност	2.31	2.13	1.87	1.74	1.95	1.99	1.90	1.78

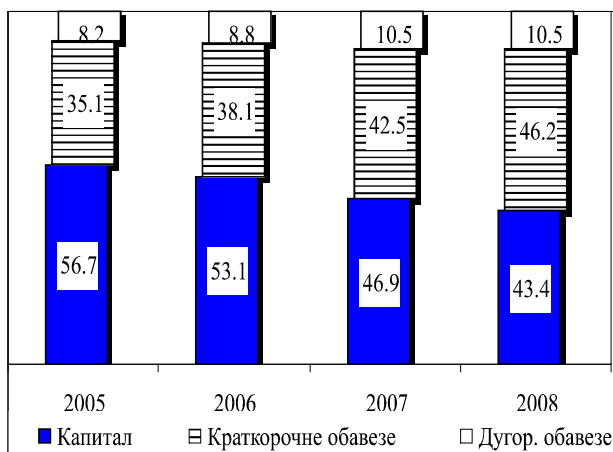
Табела 4 - Задужености и солвентности (у 000.000 дин)

години). Структура пасиве налази се визуелно на графику пет.

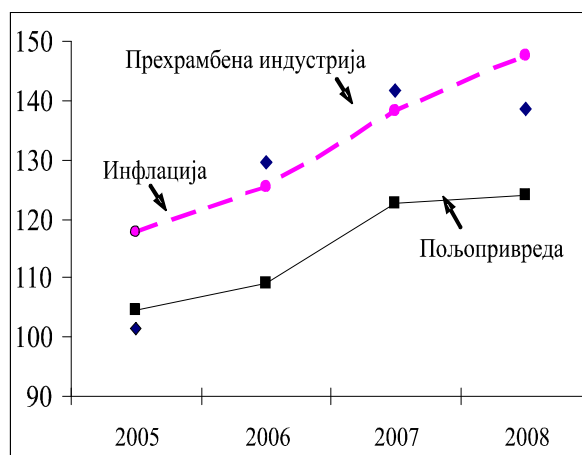
Ако се узму у обзир и остали релевантни фактори: прихватљив однос основних и обртних средстава (48%) и умерена инфлација (6,8%), али и негативна стопа рентабилности (-0,98%), и изразити проблеми са ликвидношћу (коэф. кратк. фин. равнотеже 1,38), може се рећи да су пољопривредна предузећа достигла неприхватљиво висок степен задужености. Слична оцена се може дати и за прехрамбену индустрију, која у последње две године има нешто ниже стопе

задужености (51,7%, односно 55,1%). Солвентност пољопривредних предузећа још увек није угрожена, мада је тренд погоршања врло изражен.

Оцена одржавања *реалне вредности нето сопственог капитала* заснива се на поређењу његовог индекса раста са индексом инфлације. Нето сопствени капитал представља разлику између сопственог капитала исказаног у пасиви и губитка исказаног у активи. Пољопривредна предузећа су у посматраном периоду остварила индекс раста нето сопственог капитала од 123,9



Граф. 5 - Структура пасиве (у %)



Граф. 6 - Кумулативни индекси раста нето капитала и инфлације (2004 = 100)

(Граф. 6), док је истовремено кумулативни индекс инфлације у периоду од 2005. до 2008. износио 147,5.

То значи да је реална вредност нето сопственог капитала умањена за 23,7 индексних поена. Истовремено је прехранбена индустрија изгубила 9,1 индексних поена сопственог капитала. Положај пољопривреде се погоршава, реална вредност капитала је умањена у односу на прехранбену индустрију за око 160%, истражујући кретање реалне вредности нето капитала пољопривреде и прехранбене индустрије, која је директни купац њених учинака.

Репродукциона способност представља способност предузећа да из сопствених средстава финансира просту и проширену репродукцију. Пољопривреда је у 2008. години остварила негативну стопу нето средстава за репродукцију од -0,22% (прехранбена индустрија 4,44%, Таб. 5). Другим речима, текући губитак је био већи од трошкова амортизације и дугорочних резервисања. Јасно је да у таквим околностима нема ни говора о репродукционој способности.

У претходним годинама су остварене позитивне, али врло скромне стопе средстава за репродукцију. Ако се имају у виду и други реле-

вантни показатељи: висока отписаност опреме, од које је добар део доспео за замену, затим изразито ниска рентабилност и драстична поремећеност финансијске равнотеже и (коэф. дугор. равнотеже 0,81²) јасно је да пољопривредна предузећа нису способна самостално финансирати сопствену репродукцију. Слична оцена може се дати и за предузећа из области прехранбене индустрије.

Закључак

Пољопривредна предузећа Војводине су у 2008. години забележила нето губитак, чиме је преокренут тренд благог раста позитивног финансијског резултата из претходне две године. Негативан резултат из редовног пословања у свим годинама посматраног периода, указује на неповољан положај пољопривреде у примарној расподели, али такође и на озбиљне проблеме у интерној економији предузећа.

Дубока поремећеност финансијске равнотеже (коэф. дугор. равн. 0,81) представља основни показатељ неповољне финансијске структуре пољопривредних предузећа. Проблеми са

Табела 5 - Репродукционе способности (у 000.000 дин.)

Ред. бр.	ПОЗИЦИЈА	Пољопривреда				Прехранбена индустрија			
		2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
1	Нето добитак (губитак)	-1756	254	3393	-5528	-53	5910	-1974	2969
2	Амортизација и трошкови резервисања	3754	4395	4415	5028	6474	7438	8670	9315
3	Нето средства за репродукцију (1+2)	1997	4648	7808	-499	6421	13348	6697	12284
4	Просечна укупна средства	137857	155024	187453	228195	179480	205041	247286	276685
5	Стопа нето средстава за репродукцију (3 / 4) x100	1.45	3.00	4.17	-0.22	3.58	6.51	2.71	4.44
6	Дугорочна финансијска равнотежа	0.81	0.81	0.80	0.81	0.82	0.89	0.88	0.85
7	Стопа отписаности основних средстава*	45.49	39.21	37.60	35.54	54.86	46.25	47.70	44.54

* Степен отписаности опреме није могуће добити из садашње билансне шеме, па је узет податак за основна средства, као референтна величина на основу које се може проценити отписаност опреме.

2) Овај коефицијент представља однос дугорочно везане имовине и трајног капитала и дугорочних извора

одржавањем ликвидности се јављају као неизбежна последица.

За успостављање финансијске равнотеже пољопривреди недостаје око 31,3 милијарде динара дугорочних извора финансирања. Овај капитал треба обезбедити превасходно кроз додатна улагања власника. Даље задуживање није препоручљиво, јер је већ пређена граница прихватљивог степена задужености (56,4%).

Пољопривредна предузећа нису у стању да самостално финансирају ни просту репродукцију. Основни предуслов за побољшање финансијског положаја је излазак из зоне губитка.

Поред повећања ефикасности пословања самих пољопривредних предузећа, неопходно је усвојити заокружен сет правилно одмерених подстицајних мера из домена аграрне, пореске, царинске и кредитне политике.

Литература

1. Буквић, Р: Финансијски положај и ефикасност пословања пољопривреде Србије у транзицији (1990-2002), Компатибилност аграрне политике СЦГ и заједничке аграрне политике ЕУ, Институт за економику пољопривреде, Београд, 2003, с. 129-156.
2. Herczeg, A: Analyse the financing structure of agricultural enterprises i 2002-2006, Abstract, 3(2009)5-6, p. 91-94.
2. Ivanova, Nedka, Peneva, Mariya, Mishev, Plamen, Golemanova, Antoane, Та, Erjavec, Emil, Bulgarian Agriculture and EU Accession, *Post-Communist Economies*, 19(2007)3, p. 263-280.
4. Обреновић, Д, Вукоје, В: Financing of working capital in primary agricultural production, *Financing the agribusiness sector*, Belgrade, 1999, p.243-252.
5. Ранковић, Ј: Анализа рентабилитетног и финансијског положаја привреде Србије у 2006. години, Економика предузећа, 55 (2007) 7-8, с.241-262.
6. Родић, Ј, Вукелић, Гордана, Андрић, М: *Теорија, политика и анализа биланса*, Пољопривредни факултет, Београд, 2007.
7. Родић, Ј, Вукелић, Гордана: Компаративна анализа финансијског резултата и финансијског положаја југословенске пољопривреде и привреде, *Рачуноводство* 10/90, с. 689-704.
8. Вукоје, В: Анализа основних показатеља успеха пољопривреде и прехранбене индустрије Војводине, *Савремена пољопривреда*, 61(2007) 3-4, с. 120-126.
9. Horngren, C. T, Harison, W. T: *Financial Accounting*, Sixt edition, Pearson Education, 2006.

др Дејан
СПАСИЋ*
Марија
ТРАЈЧЕВСКИ**

Дизајнирање интерних контрола над финансијским извештавањем – компаративна анализа

Резиме

У овом раду се анализира нормативна регулисаност интерне контроле над финансијским извештавањем у САД и ЕУ након пропасти неколико мултинационалних компанија и недовољног поверења у извештаје ревизора. Након тога се приказује модел једне мултинационалне компаније у Србији за дизајнирање интерних контрола над финансијским извештавањем, који узима у обзир захтеве из нових прописа.

Кључне речи: интерна контрола, финансијско извештавање, одговорност менаџмента.

Увод

Корисност финансијских извештаја за кориснике како ван, тако и у предузећу зависи од њиховог квалитета, односно поузданости информација које пружају. Поверење у истинитост и фер презентацију финансијских информација доведено је у питање почетком овог миленијума, пропашћу познатих мултинационалних компанија због тзв. „билансних скандала“. Иако независна ревизија има улогу непристрасне верификације квалитета финансијских извештаја публикованих јавности, показало се да за спречавање потенцијалних грешака и превара приликом евидентирања пословних трансакција, њиховог сумарног исказивања у финансијским извештајима и обелодањивања, посебан значај треба да има интерна контрола и интерна ревизија. Интерна контрола као скуп мера, поступака, понашања и, уопште, политика компа-

није има за циљ поред остварења циљева предузећа на ефикасан и ефективан начин, усаглашеност са законом и другим регулативама и обезбеђење квалитетног финансијског извештавања.

Интерна контрола над финансијским извештавањем добила је посебан значај после поменутих „билансних скандала“. Као последица све већих захтева за превентивном провером квалитета процеса финансијског извештавања, законодавци, регулаторна и професионална тела многих држава су у последњој деценији установили нове норме везане за улогу интерне контроле у том процесу. У том смислу, након основног појмовног одређења интерних контрола и интерних контрола над финансијским извештавањем, у другом делу рада ћемо учинити компаративну анализу нормативне регулисаности ове материје, пре свега, у САД и појединим државама ЕУ.

* Доцент на Економском факултету Универзитета у Нишу

** DIV Vranje, British American Tobacco, Finance Executive, студент докторских студија на Економском факултету у Нишу

Имплементација нових захтева у односу на интерну контролу над финансијским извештавањем, у многим компанијама у свету довела је до раста поверења у презентоване финансијске информације. Свакако да свака компанија дизајнира интерне контроле ради остварења задатих циљева у складу са околностима специфичним за њено пословање. Да бисмо показали један од модела дизајнирања појединих активности интерне контроле над финансијским извештавањем, уз одобрење руководства *DIV Vranje* у саставу мултинационалне компаније *British American Tobacco*, у трећем делу рада указаћемо на неке од процедура које се у овој компанији спроводе ради обезбеђења квалитетног финансијског извештавања.

1. Појмовно одређење интерне контроле над финансијским извештавањем

У литератури је познато неколико тзв. оквира за интерну контролу, од којих су најпознатији COSO, CoSo i Turnbull. Једна од најчешће коришћених дефиниција интерне контроле је COSO дефиниција, према којој: "Интерна контрола представља процес у који су укључени одбори директора, менаџмент и остали запослени, а који је креиран са циљем да пружи разумно уверавање у вези са остваривањем циљева у следећим областима:

- ефикасност и ефикасност пословања,
- поузданост финансијског извештавања и
- усклађеност са важећим законима и прописима".¹

COSO оквир истиче везу између наведених циљева организације и компоненти интерне контроле.² При томе, компоненте интерне контроле су:

- контролно окружење,
- процена ризика,
- контролне активности,
- информације и комуникација и
- мониторинг.

Контролно окружење је веома важна компонента интерне контроле и представља основ за постављање система интерне контроле. Да би систем интерне контроле био ефикасан, неопходно је да контролно окружење буде стабилно. "Контролно окружење, најкраће речено, представља општи став према концепту интерне контроле у корпоративној организацији".³

Према COSO оквиру, на контролно окружење ослања се **процена ризика**. Постојање ризика проистиче из чињенице да је будућност неизвесна. У складу са тим, задатак менаџмента сваког предузећа јесте да процени прихватљиви ниво ризика и дефинише стратегију управљања њима, како би се ризици одржавали на жељеном нивоу. Процена ризика, као компонента система интерне контроле, има једну од кључних улога у процесу управљања ризицима.

Контролне активности обухватају поступке и процедуре којима се може идентификовати и спречити јављање ризика, који би угрозили остварење циљева предузећа. Контролне активности обухватају дефинисање овлашћења и одговорности, раздвајање дужности, документовање трансакција, одобравање трансакција, обезбеђење сигурности средстава итд. Како би се спречио настанак додатних трошкова, контролне активности би требало имплементирати у тренутку креирања пословних процеса.

Систем интерне контроле не би могао ефикасно да функционише без довољно ефикасног система **информација и комуникације**. Проток информација и комуникација мора да постоји на свим нивоима у организацији, као и између нивоа. Веома је важно да систем информација и комуникација буде прилагођен специфичним потребама организације.

Добро постављен систем интерне контроле неће давати бесконачно дуго добре резултате, уколико буде био препуштен сам себи. Неопходан је перманентни **мониторинг**, односно контрола и праћење његовог функционисања. Према COSO оквиру, мониторинг система интерне контроле обухвата текуће праћење и периодичне процене. О свим уоченим слабостима и недостацима треба извештавати менаџмент, а затим спровести корективне акције у циљу обезбеђења континуираног напретка овог система.

Поузданост финансијског извештавања представља, дакле, један од основних циљева интерне контроле, који се сагледава кроз све њене елементе. Полазећи од опште дефиниције интерне контроле, у стручној литератури се најчешће интерна контрола финансијског извештавања одређује као процес који осмишљава и спроводи менаџмент са циљем пружања разумног уверавања у поузданост процеса финансијског извештавања и састављање финансијских извештаја у складу са општепри-

1) Internal control- Integrated Framework, Committee of Sponsoring Organization of the Treadway Co mmission (COSO), New York, AICPA, 1994, p. 1.

2) Веза циљева и елемената интерне контроле се најчешће приказује у облику коцке – мат рице. Видети: нпр. www.sox-online.com/coso_cobit_coso_cube-old.html

3) Кондић Новак, Петровић Невенка (2008), „Улога интерне контроле у процесу финансијског извештавања“, 12. конгрес Савеза рачуновођа и ревизора РС, Бања Врућица, Теслић, стр. 235.

ваћеним рачуноводственим начелима.⁴ При томе, разумно уверавање представља висок, али не и апсолутан ниво уверавања, пошто интерна контрола финансијског извештавања значајно зависи од степена људске марљивости и поштовања прописа, и самим тим даје простора за погрешне процене и пружање нетачних података.⁵

Адекватно дизајнирана интерна контрола у предузећу треба да предупреди грешке или преваре које могу утицати на квалитет финансијских извештаја (тзв. превентивне контроле). Иако је акценат управо на превентивном спречавању грешака и криминалних радњи у процесу финансијског извештавања, неопходно је да интерне контроле делују и *ex-post*, односно да открију већ учињене наведене радње са циљем одржавања кредибилитета финансијских информација (тзв. контроле за откривање). Управо из ових разлога, неопходно је да оба вида контроле функционишу у предузећу. То значи да процес прикупљања, класификовања, евидентирања података у вези са пословним трансакцијама у рачуноводству предузећа, као и састављања одговарајућих извештаја, како оних који се публикују јавности, тако и оних који су намењени управи, мора бити покривен свим елементима интерне контроле. Конкретно, неопходно је установљивање адекватног контролног окружења, процена ризика настанка грешака, установљивање контролних активности, обезбеђење информационо-комуникационог тока, до мониторинга активности везаних за праћење и извештавање о ефикасности и ефективности контрола.

Као подршка менаџменту у оцени ефикасности и ефективности спроведених интерних контрола велику улогу има и интерна ревизија. Интерна ревизија нарочито има значаја у оцени интерних контрола финансијског извештавања, с обзиром на предметну оријентисаност. Она треба додатно да допринесе поузданости финансијских извештаја који се презентују јавности. Међутим, поједини аутори са резервом подржавају овакву улогу интерне ревизије, јер „заједничка оцена интерних контрола над финансијским извештавањем од стране менаџмента и интерне ревизије често може бити оптерећена субјективношћу лица из истог предузећа“.⁶ Само у условима независности интерне ревизије у односу на менаџмент који је креирао интерне контроле може се са већим поверењем гледати у презентоване финансијске информације.

2. Захтеви у односу на интерну контролу над финансијским извештавањем у упоредном праву

Оно што је почетком овог миленијума директно допринело јављању потребе за радикалнијом променом у домену законске регулативе финансијског извештавања, јесу огромни губици инвеститора због улагања новца у компаније које су доживљавале скандалозна банкрутства, попут компанија *Enron*, *Tyco International*, *Adelphia*, *Peregrine Systems*, *WorldCom* итд. Као реакција на наведене билансне скандале, држава, берзе и професионалне организације су почеле да установљавају веће захтеве у односу не само на екстерну ревизију, већ и на интерну контролу над финансијским извештавањем. У наставку ћемо се осврнути на актуелну регулативу у овој области у САД и појединим државама ЕУ.

2.1. Sarbanes-Oxley закон у САД

Sarbanes-Oxley закон, такође познат као Реформа рачуноводства јавних компанија, или Закон заштите инвеститора, Sarbox, или само SOX, је амерички федерални закон усвојен 30. јула 2002. године. Закон је добио име по спонзорима, америчком сенатору Paul Sarbanes и америчком посланику Michael Oxley. Тадашњи председник САД, George Bush, је приликом потписивања закона истакао да је овај закон „најдалекосежнија реформа америчке пословне праксе још од времена Френклина Рузвелта“.⁷

SOX се састоји из 11 одељака, при чему су за наша разматрања од значаја одељци 302 и 404. У првом одељку се дефинише одговорност за постављање и адекватно функционисање система интерне контроле, као и њену процену, док се у другом одељку прописују захтеви за извештавањем.

У одељку 302 SOX-а - *Корпоративна одговорност за финансијске извештаје* истиче се да је менаџмент компаније одговоран за креирање и одржавање интерних контрола. Менаџмент треба да дизајнира такве интерне контроле које ће обезбедити да се информације од материјалног значаја за извештајни ентитет ефикасно преносе између менаџера, нарочито у току периода за који се састављају периодични извештаји. Менаџмент

4) Perspectives on internal Control, A Resource for Financial Market Participants, Deloitte&Touche LLP, Ernest&Young LLP, KPMG LLP, PriceWaterhouseCoopers LLP, 2004, p. 6.

5) SEC (2007): Commission Guidance Regarding Management's Report on Internal Control Over Financial Reporting Under Section 13(a) or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934, доступно на: <http://www.sec.gov/rules/interp/2007/33-8810.pdf>

6) Caspari, Ingo; Maier, Andreas; Caspari, Holger (2005): Neuausrichtung von internen Kontrollsystemen nach dem Sarbanes-Oxley Act, in: Controlling, Heft 12/2005, Verlag Franz Vahlen und C.H. Beck, München, p. 722

7) Elisabeth Bumiller, Bush signs Bill aimed at fraud in corporations, The New York Times, 31. juli 20 02. Доступно на: <http://www.nytimes.com/2002/07/31/business/corporate-conduct-the-president-bush-signs-bill-aimed-at-fraud-in-corporations.html>

компаније треба да оцени ефективност постојећих интерних контрола у периоду од 90 дана пре извештавања и на основу тога презентује своје закључке у извештају о интерним контролама.⁸

У овом делу закона од менаџера се захтева да екстерним ревизорима и комитету за ревизију управног одбора обелодањују:

- све неефикасности у дизајнирању и функционисању интерних контрола, које би могле негативно да утичу на способност ентитета да евидентира, обрађује и извештава о својим финансијским подацима и
- све злоупотребе, материјалне или нематеријалне, менаџмента или запослених, који су укључени у функционисање система интерне контроле.

Менаџери су обавезни да у извештају назначе да ли је било или не значајних промена у интерним контролама након датума њихове процене, укључујући и корективне акције са циљем отклањања утврђених слабости.

Такође се у овом делу закона захтева да финансијске извештаје потписују и одобравају и генерални директор и менаџер (руководилац) финансија. „Принцип четворо очију“, међутим, не треба да се односи само на финалне финансијске извештаје, већ и на значајне трансакције, како би се предупредиле грешке или преваре у вези са њиховим обелодањивањем.⁹

У одељку 404 SOX-а - Процена интерних контрола од стране менаџмента, захтева се да:

- 1) У сет годишњих финансијских извештаја буде укључен и **извештај о интерним контролама** у коме ће бити.¹⁰
 - исказана одговорност менаџмента за постављање и одржавање адекватног система интерних контрола и процедура које се одnose на финансијско извештавање, и
 - садржана процена ефективности система интерних контрола и процедура на крају извештајног периода;
- 2) Екстерни ревизори дају потврду процене ефикасности система интерних контрола урађене

од стране менаџмента и укључују закључак у свој извештај.

Извештавање о интерној контроли следи након завршетка њене процене и односи се на примену одредби из секције 404 SOX-а, према којој менаџмент компаније у извештају о интерној контроли треба да да изјаву о одговорности за креирање и функционисање интерне контроле, изјаву о коришћеном оквиру за процену ефективности интерне контроле, као и свој закључак о процени њене ефективности. Захтевају се и обелодањивања свих идентификованих материјалних слабости и не дозвољава да менаџмент закључи да је систем интерне контроле ефективан уколико постоји један или више материјалних недостатака. У финалним правилима SEC-а у вези са применом секције 404, није изричито дефинисано у који део годишњег извештаја треба укључити извештај о интерној контроли, али се истиче да је важно да он буде постављен близу извештаја екстерног ревизора и очекује се да оба буду у непосредној близини Извештаја менаџмента (MD&A disclosure) или да непосредно претходе финансијским извештајима.¹¹

Анализирани захтеви SOX у пракси су имали ефекта. Тако је студија FEI из 2007. године потврдила да је SOX повратио поверење инвеститора у финансијске извештаје и унапредио ангажовање менаџмента и комитета за ревизију у финансијском извештавању, као и саме финансијске контроле.¹²

Међутим, имплементирање свих захтева овог закона изискивало је велике трошкове за компаније. И поред великих користи, ипак се као проблем појавила неекономичност имплементације у малим компанијама. Због тога је Одбор за надзор над јавним рачуноводственим (ревизорским) компанијама (PCAOB), јануара 2009. године објавио Водич за ревизију малих компанија, у складу са којим се могу примењивати одређене одредбе SOX-а.

Водич за ревизију малих компанија наводи карактеристике мањих компанија на основу којих би се могао дефинисати процес процене система интерне контроле и његове ревизије, међу којима су:¹³ (а) мањи број пословних нивоа; (б) мање сложени пословни процеси и систем финансиј-

8) Sarbanes Oxley Act, одељак 302, р. 33, закон доступан на: <http://www.sec.gov/about/laws.shtml#sox2002>

9) Färber, Nikolaus; Wagner, Thomas, M. (2005): Adoption des internen Kontrollsystems an die Anforderungen des Sarbanes-Oxley Act, in: Controlling, Heft 3/2005, Verlag Franz Vahlen und C.H. Beck, München, p. 157.

10) Sarbanes Oxley Act, одељак 404, р. 45

11) Final Rule: Management's Report on Internal Control Over Financial Reporting and Certification of Disclosure in Exchange Act Periodic Reports, SEC, 14. avgust 2003. доступно на: <http://www.sec.gov/rules/final/33-8238.htm#iib3e>

12) FEI Survey: Average 2007 SOX Compliance Cost \$1.7 milion. Доступно на: <http://fei.mediaroom.com/index.php?s=43&item=204>

13) An audit of internal control over financial reporting that is integrated with an audit of financial statements: Guidance for auditors of smaller public companies, PCAOB, 23. januar 2009, стр. 6-8. Доступно на: http://www.pcaob.us.org/Standards/Standards_and_Related_Rules/AS5/Guidance.pdf

ског извештавања; (в) централизована функција рачуноводства; (г) значајна укљученост сениор менаџера у дневне пословне активности; и (д) мањи број нивоа менаџера, при чему сваки од њих има широк делокруг контроле.

Наведене карактеристике малих и мање комплексних компанија остављају више простора за појаву карактеристичних ризика, који могу довести до материјално значајних погрешних приказа у финансијским извештајима. У складу са тим, у овим компанијама треба:

- поставити интерне контроле на нивоу предузећа (*entity-level control*) због укључености менаџера у скоро све дневне активности. Са друге стране, на основу процене ових контрола, ревизори ће обезбедити сасвим довољно доказа о ефикасности читавог система интерне контроле. У ову групу спадају контроле које се тичу контролног окружења, процена ризика итд.;
- фокусирати интерне контроле на могућност прекорачења контролних процедура од стране менаџера, с обзиром на то да су укључени у обављање свакодневних активности и већег броја функција;
- разграничити дужности – с обзиром на то да у мањим компанијама има мање могућности за разграничење дужности због мањег броја запослених, морају се користити алтернативни приступи остварењу овог циља, док ревизори морају проценити да ли ти алтернативни приступи задовољавају циљеве контроле;
- фокусирати контролу ИТ окружења на ИТ апликације, што је могуће с обзиром да је у мањим компанијама софтвер мање комплексан и најчешће се користи у оригиналном облику и без икаквих модификација након куповине;
- узети у обзир коришћење услуга професионалних агенција приликом процене компетенција компаније;
- приликом ревизије, узети у обзир чињеницу да се у малим и мање комплексним компанијама користи мање формална документација.

Овакве мере управо треба да допринесу да и у малим компанијама систем интерне контроле благовремено спречи грешке и преварно финансијско извештавање.

2.2. Законска и професионална регулатива у области интерне контроле у земљама ЕУ

У земљама Европске уније приступ интерној контроли разликује се од оног који постоји у САД. Док је у САД заступљен приступ базиран на правилима, у Европској унији се примењује приступ базиран на принципима. Једна од најзначајнијих разлика у “европском” приступу интерној контроли јесте много већи фокус на управљање ризицима. У ревидираној Осмој директиви ЕУ истиче се да “ефективан систем интерне контроле доприноси минимизовању финансијских, оперативних и ризика усклађености и унапређује квалитет финансијског извештавања”.¹⁴ У директиви 2006/46/ЕС, којом су замењене 4. и 7. директива ЕУ, захтева се да компаније које се котирају на берзи морају објавити извештај о корпоративном управљању, у коме ће бити описане основне карактеристике система интерне контроле и система управљања ризицима.¹⁵ Федерација европских рачуноводствених експерата – ФЕЕ је у потпуности подржала Европску комисију у увођењу нових захтева у вези са управљањем ризицима и системом интерне контроле. Међутим, Европска комисија, за разлику од америчких законодаваца, не захтева објављивање оцене ефикасности система интерне контроле.

У Немачкој су захтеви за интерном контролом прописани *Законом о акционарским друштвима (Aktiengesellschaftsgesetz)* са појашњењима у *Кодексу о корпоративном управљању (Deutscher Corporate Governance Kodex)*. Кодексом се од менаџмента компаније захтева да дизајнира одговарајући мониторинг систем под називом систем за рано препознавање ризика.¹⁶ Овај систем омогућава веома рано идентификовање опасности које могу угрозити континуирано пословање једног ентитета (*going concern* ризици). Систем раног препознавања ризика треба да омогући да се настали ризици идентификују, анализирају и процене, а да затим све релевантне информације о њима буду прослеђене одговорнима за доношење одлука о томе како ће се на ризике одговорити. Рачуноводственим принципом бр. 1 издатим од стране *Института ревизора (Institut der Wirtschaftsprüfer – IDW)* захтева се да се ризици обелодањују у извештају менаџмента, и то *going concern* ризици и ризици са материјално значајним утицајем на нето активу, финансијску позицију и резултат пословања. Иначе, стандарди ревизије објављени од стране немачког Института ревизора базирани су на COSO I оквиру.

14) Eihgt Council Directive 2006/43/EC, Official Journal of European Union L 157/87, 9. september 2006 .

15) Implementation of Directive 2006/46/EC on Company Reporting-Amending the Accounting Directives, A consultative document, European Company Law and Corporate Governance, mart 2007, str. 8. Dostupno na: <http://www.berr.gov.uk/files/file38063.pdf>

16) Regierungskommission (2009): Deutscher Corporate Governance Kodex, in der Fassung vom 18.jun 2009, одељак 4.1.4., доступно на: http://www.corporate-governance-code.de/ger/download/kodex_2009/D_CorGov_Endfassung_Juni_2009.pdf

Према немачкој законској регулативи осим вршног рачуна, извештај менаџмента је, такође, предмет годишње ревизије. Независни ревизор процењује да ли је извештај менаџмента у складу са финансијским извештајима, да ли омогућава одговарајуће разумевање финансијске позиције ентитета и да ли на одговарајући начин презентује ризике у вези са његовим будућим развојем. За компаније које се котирају на берзи, захтева се да годишња ревизија обухвати и систем раног препознавања ризика, а да о њему треба извештавати у посебном делу дуже верзије извештаја ревизора, примарно намењеног Одбору за супервизију у циљу подржавања његове управљачке функције.¹⁷

Законску регулативу у **Француској** чини *Закон о финансијском обезбеђењу (Loi de securite financiere)* и *Трговачки законик (Code of Commerce)* из 2003. године, који су обавезујући за све корпорације, без обзира на то да ли се котирају на берзи или не, и за остале правне ентитете, уколико се котирају на берзи. У њима се захтева да председник Управног одбора или Одбора за супервизију презентује годишњи извештај акционарима, обелодањујући интерне контроле које се односе на финансијско извештавање. Извештај председника треба да буде описног карактера и не мора да садржи закључак о ефективности система интерне контроле. У случају групација, извештај треба да обухвата опис процедура које се примењују на нивоу матичног предузећа, али не и процедуре које се примењују у зависним ентитетима. Обавезно треба обухватити процедуре и контроле које се примењују при консолидовању података и извештаја. У извештају председника одбора треба поменути и описати процедуре које се примењују у управљању ризицима, а саме ризике треба описати у извештају менаџмента, као саставном делу годишњих финансијских извештаја.

Статуторни ревизор има обавезу да презентује акционарима извештај о томе да ли је извештај председника управног одбора фер и објективан, али само у делу рачуноводствених процедура и интерних контрола финансијског извештавања¹⁸.

У **Уједињеном Краљевству** примењују се *Правила листирања (Listing Rules of the UK Listing Authority)* важећа за компаније које су на официјелном листингу лондонске берзе и *Комбиновани законик о корпоративном управљању (Combined Code on Corporate Governance)*¹⁹. Од

компанија се захтева да дају изјаву о томе да ли примењују или не одредбе Законика, и ако не примењују да објасне зашто. У Законнику се истиче да одбор директора треба да успостави одговарајући систем интерне контроле, који ће моћи да заштити инвестиције акционара и средства компаније. Сматра се да у процесу идентификације, анализе и процене ризика треба да учествују сви, од управног одбора, преко сениор менаџера, до запослених, и да то треба да буде један континуирани процес, који представља саставни део редовних активности и процедура у пословању. Једном годишње Одбор треба да спроведе ревизију ефективности система интерне контроле и да о томе извести акционаре. Ревизија треба да обухвати све материјално значајне контроле финансијског извештавања, пословних перформанси и примене законских прописа, као и систем управљања ризиком.

Као оквир за интерну контролу користи се *Turnbull* водич, првобитно објављен септембра 1999. године од стране британског Савета за финансијско извештавање (*Financial Reporting Council*), након чега је више пута ревидиран. Примена *Turnbull* водича има за циљ обезбеђење бољих перформанси компаније и демонстрирање примене Комбинованог законика. Слично COSO-дефиницији, и овим водичем се интерна контрола дефинише као систем политика, процеса, задатака, понашања и осталих аспеката компаније, који за циљ има, између осталог, да осигура и квалитет како интерног, тако и екстерног финансијског извештавања²⁰. То захтева обезбеђење одговарајућих евиденција и процеса који генеришу ток благовремених, релевантних и поузданих информација како унутар тако и изван предузећа.

Слично захтевима одељка 404 америчког SOX-закона, британски Савет за финансијско извештавање у свом *Turnbull*-водичу захтева од менаџмента компанија које се котирају на берзи да обелодане извештај о интерној контроли, у коме ће посебно место имати контрола финансијског извештавања. Наиме, овај извештај треба, поред осталог, да садржи и:²¹

- изјаву о одговорности менаџмента за успостављање и одржавање адекватне интерне контроле над финансијским извештавањем компаније;

17) FEE (2005): Risk Management and Internal Control in the EU, Discussion Paper, March 2005, pp. 59-60

18) Исто, pp. 57-58.

19) Доступно на: http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/lr_comcode2003.pdf

20) Financial Reporting Council (2005): Internal Control – Revised Guidance for Directors on the Combined Code, October 2005, параграф 19, доступно на: <http://www.frc.org.uk/documents/pagemanager/frc/Revised%20Turnbull%20Guidance%20October%202005.pdf>

21) Financial Reporting Council (2004): The Turnbull guidance as an evaluation framework for the purposes of Section 404(a) of the Sarbanes-Oxley Act, December 2004, p. 4, параграф 3.2.

- изјаву о идентификованом оквиру коришћеном од стране менаџмента за спровођење захтеване оцене ефективности интерне контроле над финансијским извештавањем;
- оцену менаџмента о ефективности интерне контроле компаније над финансијским извештавањем;
- обелодањивања материјално значајних слабости интерних контрола над финансијским извештавањем откривених од стране менаџмента;
- изјаву да је ревизор компаније издао извештај о провери оцене менаџмента о интерним контролама над финансијским извештавањем.

Слична решења која смо идентификовали у претходном компаративном прилазу анализи захтева у односу на интерну контролу над финансијским извештавањем налазимо и у другим правним системима у Европи.²² Акцент је, дакле, на успостављању механизма за благовремено идентификовање ризика настајања грешака и превара у вези са финансијским информацијама, али и прописивање обавезе менаџмента да обелодани оцену о ефективности истих.

3. Неки аспекти интерне контроле над финансијским извештавањем у *British American Tobacco*-у – Дуванска Индустрија Врање

BAT група је основана 1902. године, као заједничко улагање британске и америчке дуванске компаније. Већ 1912. године улази у првих десет компанија на свету по тржишном учешћу. *BAT* група данас послује на преко 180 тржишта широм света, а лидерску позицију има на 50 тржишта. *British American Tobacco* група запошљава 55 хиљада људи и годишње производи 647 милијарди цигарета. Групација у свом саставу има 47 фабрика лоцираних у 40 земаља. У њима се производи преко 300 различитих брендова, од којих су водећи *Kent*, *Lucky Strike*, *Dunhill*, *Pall Mall*, *Vogue*, *Viceroy*. *BAT* група је присутна на српском тржишту од 1996. године, а производна активност почиње 2003. године, након куповне ДИВ – Дуванске Индустрије Врање.²³

3.1. Општи принципи интерне контроле и интерне контроле финансијског извештавања који се примењују у *BAT*-у

Као један од лидера у светској индустрији, *BAT* посебну пажњу посвећује одговорном корпоративном управљању. У складу са тим, велики акценат се ставља на обезбеђење објективних и фер финансијских извештаја, и на тај начин на одговорни однос према целокупној јавности и свим стејкхолдерима. Интерна контрола заузима посебно важно место у остварењу овог циља компаније.

У овој компанији интерна контрола се дефинише као активност, процедура или механизам који треба да обезбеди постизање пословних циљева, и у коначном раст вредности за акционаре. Кад је реч о интерној контроли финансијског извештавања, она треба да обезбеди поуздано финансијско извештавање.

Основно правило којим се *BAT* руководи кад је реч о интерним контролама јесте да су трошкови интерних контрола најчешће мањи од трошкова који би настали да интерних контрола нема. По политици групе све јединице (комерцијалне и производне) морају имати ефективан систем интерне контроле да би оне појединачно, а на тај начин и група остваривала своје пословне циљеве. У *BAT*-у се истиче да је интерна контрола процес и средство за остварење циља, а никако циљ сам за себе. Она није сет форми и процедура, већ је чине компетентни појединци на сваком организационом нивоу, који разумеју значај постојања интерне контроле.

Кључне интерне контроле су интерне контроле чији изостанак или неефикасност може негативно утицати на остварење пословних циљева. Овде, такође, спадају интерне контроле које су од фундаменталног значаја за одржавање ефикасног контролног окружења.

Систем интерне контроле у *BAT*-у укључује све елементе које садржи поменути COSO оквир (контролно окружење, процену ризика, контролне активности, информације и комуникацију, мониторинг) с тим што се, у складу са праксом европских земаља, изузетно велики акценат ставља на управљање ризицима. О томе колико велики значај се придаје ризицима говори чињеница да се као примарни циљ интерне контроле наводи управо спречавање настанка ризика. У овој ком-

22) Видети, на пример: Buga, Alexander; Heiniger, Nicolas (2007): Neues EBK-Rundschreiben Bberwachung und Interne Kontrolle – Chance oder Bedrohung?, in: Der Schweizer Treuhänder, Nr. 4/2007, стр. 243-250; FEE, op cit., и др.

23) *BAT* је платио 50 милиона ЕУР за куповину 67.81% акција, при том се обавезујући да у модернизацију фабрике инвестира 24 милиона ЕУР у наредних 5 година и за социјални програм издвоји још 13.14 милиона ЕУР. Након накнадних продаја акција ДИВ-а од стране мањинских акционара, *BAT* је данас власник 88.1% акција, док приватизациони регистар поседује 10.97%, а мањински акционари 0.93%. Према важећим критеријумима Закона о рачуноводству и ревизији, овај ентитет се сврстава у групу великих предузећа.

панији ризици се дефинишу као догађаји, ситуације или околности који, уколико се догоде, могу неповољно утицати на остварење пословних циљева. Ризици се рангирају као ниски, средње ниски, средње високи и високи на основу интензитета утицаја и вероватноће њиховог настанка. Сви ризици се класификују у три велике групе:

1. финансијски ризици (ризиви од тероризма, ризици од природних непогода, кредитни ризик, ризик каматне стопе итд.),
2. стратешки ризици (ризик од лоше репутације, ризик у вези са брендovima, ризик у вези са променама потреба потрошача и ризик избора неуспешне стратегије),
3. оперативни ризици (ризиви у вези са системима, технологијама, процесима и запосленима, ризик губитка података из управљачко-информационог система, ризик у вези са набавком, ризик маркетинг улагања, ризик регрутовања и задржавања талента).

Управљање ризицима је задатак свих у организацији и оно треба да буде једна од обавезних вештина менаџмента. Процес управљања ризицима се развија и одобрава од стране релевантних сениор менаџера. Овај процес обухвата следеће фазе:

1. идентификација ризика,
2. процена и евалуација идентификованих ризика,
3. управљање ризицима и
4. мониторинг ризика.

Најпре треба идентификовати све догађаје и сценарије који могу спречити компанију у остварењу циљева. Након тога се процењује интензитет могућег утицаја на остварење циљева. Затим се утврђује план активности којима треба елиминисати ризике или их свести на прихватљиву меру. На крају треба обезбедити њихово стално праћење и контролу.

Иако се истиче да ефикасност система интерне контроле зависи од свих запослених, посебно је важна улога менаџмента и интерне ревизије. Менаџмент је ултимативни "власник" система интерне контроле и зато треба да обезбеди да се важност интерне контроле разуме на свим нивоима. Разлог томе је и чињеница да интерна контрола није процес који самостално треба да воде службе финансија и интерне ревизије. Свако у компанији има личну одговорност за контролу као део својих уобичајених одговорности. Постојање и координација индивидуалних одговорности помаже

менаџменту да минимизује ризике који би могли угрозити остварење пословних циљева. Улога менаџмента у систему интерне контроле огледа се у:

- дефинисању и имплементацији кључних контрола (са фокусом на главне ризике),
- дефинисању и имплементацији стандардних контрола (са циљем превенције стандардних ризика у које се најчешће сврставају ризици идентификовани на нивоу групе),
- подношењу извештаја о интерним контролама одбору за интерну ревизију и
- раду на промоцији и учвршћивању културе интерне контроле у целој организацији.

Све интерне контроле обједињене су у *Control Navigatoru*. *Control Navigator* је документ који значајно доприноси ефикасном управљању интерним контролама кроз праћење, оцену и извештавање о интерним контролама.

Неке од најзначајнијих **контрола** које *BAT* примењује, кад је реч о **финансијском извештавању** су:²⁴

- евиденција о слагању главне и помоћне књиге, укључујући слагање са банкама, купцима и добављачима,
- редовни пописи залиха материјала, недовршене производње, готових производа, резервних делова и основних средстава (од стране магационера и контролне пописне комисије),
- редовна анализа старосне структуре залиха и купаца, поштовање процедура у односима са купцима и добављачима, са којима су и они сами детаљно упознати,
- планирање профита, новчаних токова и залиха на месечном нивоу за период од наредна 24 месеца, базирано на последњем плану продаје и производње,
- праћење остварења профита, новчаних токова и залиха на месечном нивоу и поређење оствареног са планираним, анализа узрока одступања и предузимање корективних акција, у случају негативних одступања,
- планирање инвестиција у основна средства, контрола остварених инвестиција у односу на планиране, са посебним фокусом на велике пројекте; дефинисање овлашћења и лимита за одобрење инвестиција,
- исправно признавање и одмеравање основних средстава, евидентирање у Регистру основних средстава и периодична провера, као и обезбеђење од неауторизованих и неадекватних употреба,

24) Control Navigator, septembar 2009, Internal Document, DIV-BAT, Vranje

- јасна сегрегација дужности, са посебним фокусом на раздвајање дужности у кључним финансијским процесима (наручивање, одобравање фактура и плаћање), дефинисање делегираних овлашћења и лимита за одобравање плаћања и ревидирање истих у редовним интервалима,
- обавезно слагање основних елемента (цене и количине) у наруџбини, примљеној фактури и пријемници (*three way match*),
- детаљна евиденција и контрола свих врста пореза, акциза, царине, и плаћања истих у складу са законским прописима,
- процена пореских ризика од стране комитета за порезе и дефинисање планова за управљање овом врстом ризика,
- евиденција о закљученим полисама осигурања, периодична ревизија истих и идентификовање потенцијалних ризика,
- адекватно управљање и контрола судских трошкова,
- обезбеђење конзистентности процедуре рада благајне, укључујући управљање девизним курсом и каматном стопом, са платформом групе,
- усклађеност локалне са глобалном политиком управљања дивидендама,
- калкулација и извештавање о кључним показатељима успешности пословања базирана на глобално дефинисаној методологији.
- калкулација остварених уштеда у трошковима у складу са глобалном *BAT* методологијом, уз обавезно извештавање уштеда по иницијативама (пројектима) у глобалном систему *BAT*-а за праћење уштеда,
- одобравање и потписивање кварталних финансијских извештаја од стране финансијског директора,
- износ будућих исплата отпремнина се процењује сваке три године од стране актуара. Актуарске услуге се не смеју уговорати са ревизорском кућом која компанији пружа услуге ревизије итд.

Процена ефективности интерних контрола се спроводи квартално од стране менаџмента, када све интерне контроле наведене у *Control Navigator*-у треба сврстати у једну од следећих категорија:

1. *усаглашена* – сви захтеви контроле су испуњени и контрола ефикасно функционише,
2. *делимично усаглашена* – поједине елементе контроле треба додатно унапређивати,

3. *неусаглашена* – захтевани елементи интерне контроле не постоје, али постоји план о њиховом успостављању; или је последњом ревизијом утврђено да контроле нису задовољавајуће и да је неопходно спровести корективне акције,
4. *неприменљива* – када је контрола стандардна на нивоу групе неприменљива на примеру конкретне *BAT* јединице.

Control Navigator се шаље једном годишње регионалном одбору за интерну ревизију, пре краја пословне године.

Осим менаџмента, велики значај за процес управљања интерним контролама има интерна ревизија која у *BAT*-у представља функцију на регионалном нивоу. Интерна ревизија као функција одговорна је за спровођење интерне ревизије као активности (процеса). Интерна ревизија је независна, објективна, консултантска активност дизајнирана са циљем да унапреди функционисање једне организације. Она помаже организацији да остварује своје циљеве обезбеђујући систематски приступ процени и унапређењу ефективности управљања ризицима, контроле и управљачких процеса.

Основне активности интерне ревизије су следеће:

1. утврдити кључне интерне контроле и потврдити их са менаџментом,
2. утврдити да ли је менаџмент утврдио да нека од кључних контрола недостаје и да ли је покренут *IRI*,²⁵
3. тестирати интерне контроле,
4. ако контрола не функционише на задовољавајући начин, идентификовати и тестирати контролу која треба да надокнади евентуалне недостатке прве контроле,
5. ако ни друга контрола не функционише на одговарајући начин, дискутовати са менаџментом о овом недостатку и проценити утицај.

Након спроведених свих планираних мера, интерна ревизија доноси оцену о систему интерне контроле, која може бити:

1. *задовољавајућа* – интерне контроле су одговарајуће дизајниране и ефективно функционишу (нема покренутих меморандума о кључним контролама, нема покренутих *IRI*-а, идентификовани недостаци не утичу на ефективно функционисање кључних контрола);

25) У склопу система интерне контроле *BAT* примењује концепт *Инциденти о којима се извештава одмах (Immediately Reportable Incidents -IRI)*

2. *захтева се пажња* – систем интерне контроле захтева значајне акције менаџмента да би се осигурало да је имовина заштићена, да се ризицима управља, да су потенцијални губици минимизовани и да се пословни циљеви остварују (покренут је један или више Меморандума о кључним контролама, али чији финансијски утицај не превазилази дефинисани ниво, број покренутих Меморандума о кључним контролама је мањи од броја ревидираних процеса, постоје недостаци због којих треба покренути *IRI*, при чему се ради на акционом плану за његово покретање и обелодањивање, акције дефинисане претходном ревизијом нису спроведене у потпуности);
3. *незадовољавајуће* – захтевају се хитне акције менаџмента, зато што систем интерне контроле не обезбеђује очување имовине, управљање ризицима, минимизовање финансијских губитака и остваривање пословних циљева (покренут велики број меморандума о кључној интерној контроли у односу на број ревидираних процеса, један или више покренутих Меморандума о кључној контроли има финансијски утицај који превазилази дефинисани ниво, постоје недостаци због којих треба покренути *IRI*, а не ради се на акционом плану за његово покретање и обелодањивање, постоје недостаци у контролама који су идентификовани претходном ревизијом, а менаџмент је нетачно проценио да су отклоњени.

Последња фаза интерне ревизије представља састављање извештаја који треба да обухвата следеће:

1. закључак, који садржи:
 - свеукупну процену,
 - делокруг ревизије и резултате,
 - коментар менаџмента,
 - сумарни преглед кључних проблема,
 - сумарни преглед *IRI*-а;
2. процену контрола у *Control navigatoru*,
3. чланове тима који је спровео интерну ревизију,
4. сумарни преглед проблема,
5. детаљан преглед покренутих меморандума и *IRI*-а.

Осим интерних функција (локални менаџмент и интерна ревизија), за обезбеђење ефикасног система интерне контроле од великог је значаја процена екстерног ревизора о томе да ли су интерне контроле исте, боље или лошије у односу на претходну годину, што се наводи у извештају о ревизији.

На крају, процена статуса система интерне контроле извршена од стране интерне и екстерне ревизије доставља се Одбору за ревизију и корпоративну друштвену одговорност. Одбор доноси крајњу оцену о степену управљања интерном контролом на свим менаџмент нивоима.

3.2. Подсистеми у оквиру система интерне контроле: „Управљање документацијом“ и „Инциденти о којима се извештава одмах“

Значајну подршку функционисању *BAT* система интерне контроле пружа *Систем управљања документацијом (Records management)*. *Records management* подразумева управљање документацијом компаније (у електронској и папирној форми) од тренутка њеног креирања до тренутка њеног трајног одлагања. Управљање документацијом обухвата обележавање, класификовање, складиштење, обезбеђење и одлагање документације. Дужина периода чувања документације дефинисана је у складу са одредбама локалних закона и интерних аката групе. Циљ *Records management*-а је ефикасна и систематска контрола свих претходно наведених процеса. За управљање документацијом одговоран је *Records* – менаџер који ради мониторинг и контролу свих процеса у периодичним интервалима, у комбинацији са *'spot'* проверама – с времена на време.

У оквиру система интерне контроле, *BAT* примењује концепт *Инциденти о којима се извештава одмах (Immediately Reportable Incidents -IRI)*.²⁶ Према овом концепту, финансијски директор има обавезу да у писаној форми извести регионалног финансијског контролора и регионалног контролора за ревизију о ставки/догађају који захтевају покретање *IRI*-ја, а који се тичу непоштовања или изостанка кључних интерних контрола. Извештај подразумева попуњавање стандардног формулара и мора садржати план корективних мера, одговорне појединце и период за који контрола треба да буде успостављена или унапређена. *BAT* не дефинише праг материјалности испод којег не би требало да се извештава о недостацима интерних контрола.

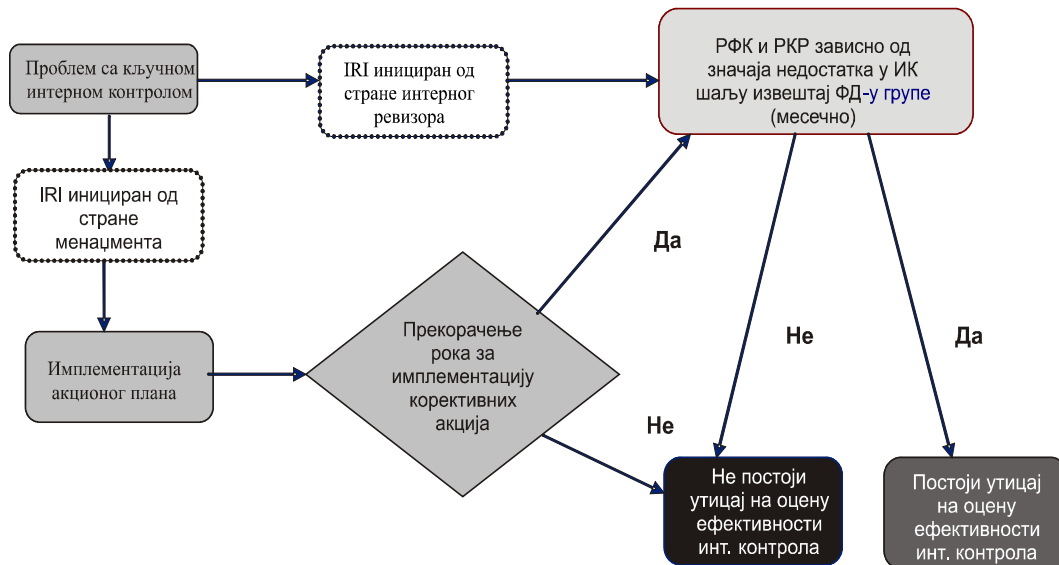
Регионални финансијски контролор и регионални контролор ревизије морају имати детаљну евиденцију о ставкама о којима су их известили финансијски директори. У случају прекорачења рока за спровођење корективних мера, морају обавестити финансијског директора групе и ова ситуација резултира променом показатеља којима се оцењује ефикасност интерне контроле.

26) Immediately Reportable Incidents-Guidelines to Financial Directors, mart 2007, Internal Document, B AT DIV, Vranje

IRI може покренути и интерни ревизор, уколико открије недостатак у контролама. На крају месеца регионални финансијски контролор и регионални контролор ревизије доносе одлуку да ли ће догађај бити ескалиран на ниво групе. Ако ревизор

утврди да недостаје кључна контрола, покреће *Меморандум о кључној контроли*. Уколико се ради о контроли која није кључна, покреће се *Меморандум о контроли*. У складу са описаним, IRI процес се може приказати на следећи начин:²⁷

Сл.1 - IRI process



Легенда:

IRI – Инцидент о коме се извештава одмах
 РФК – Регионални финансијски контролор
 РКР – Регионални контролор ревизије
 ФД – Финансијски директор

IRI се покреће у следећим случајевима:²⁸

- недостатак тачно дефинисаних одговорности за слагање кључних конта (купци, добављачи, жиро рачун, залихе, основна средства, међукомпанијске трансакције (у оквиру групе), и недостатак контроле одговорности и формалног потписа сениор финансијског менаџера,
- нису остварена слагања кључних конта у одговарајућем рачуноводственом периоду и на одговарајући начин,
- значајна неслагања нису разјашњена дуже од 6 месеци,
- нису остварена слагања пролазних и прелазних рачуна до тренутка месечног затварања књига,
- књижења активних и пасивних временских разграничења и дугорочних резервисања на

крају рачуноводственог периода која нису у складу са Међународним рачуноводственим стандардима,

- неуобичајена вредносно значајна авансна плаћања непосредно пре затварања периода,
- непостојање контролних пописа залиха од стране независне комисије,
- неодговарајућа књиговодствена обухватања отписа залиха,
- неодговарајућа сегрегација (одвајање) дужности,
- недостатак контроле делегираних овлашћења у редовним временским интервалима,
- неслагање локалних књига и извештавања у глобалном систему за консолидацију финансијских податка групе, итд.

27) Isto, str.4.

28) исто, стр. 6-7.

Стандардни формулар за покретање IRI-ја изгледа овако:

Инцидент о коме се извештава одмах - IRI

Земља / Назив јединице:			
Менаџер ревизије:		Датум извештаја:	
Категорија инцидента (обележити у колони десно) :	Слагање књига		
	Извештавање		
	Контрола залиха		
	Набавка		
	Сегрегација дужности		
	Тражња		
Сазнања менаџмента/интерне ревизије:			
Објаснити недостатак контроле, са назначењем периода настанка, чињеница...			
Утицај/ризик:			
Навести последице на пословање, са финансијског и осталих аспеката (репутација...)			
Коментар менаџмента:			
Навести план акција у циљу лоцирања проблема и отклањања узрока:			
Име менаџера и позиција:		Рок за комплетирање корективних акција:	
Регионални финансијски контролор-коментар и предлог активности:			
Навести коментаре за предузете акције, као и будуће кораке:			
Обавештен финансијски директор групе:		Датум:	
Да/Не			

Уколико нема пријављених инцидената, оцењује се да постоји напредак у систему интерне контроле. Један покренут *IRI* значи да нема промена ефективности, док више од једног указују на смањење ефективности интерне контроле.

Закључак

Циљ финансијског извештавања јесте да обезбеди информације о финансијском положају и успешности пословања ентитета, које су од суштинског значаја за кориснике финансијских извештаја, приликом доношења економских одлука. О чињеници да су у прошлости финансијски извештаји неких компанија били препуни нетачних података и да није било адекватних механизма који би то спречили, сведоче скандалозна банкротства некада успешних компанија, од којих је велики број био са простора САД.

Као одговор на овакав тренд догађаја, током последње деценије у САД и многим земљама ЕУ и света уопште усвојени су нови прописи, у циљу обезбеђења фер и коректног финансијског извештавања. Према многобројним мишљењима, централни део нових прописа представља захтев за успостављањем интерне контроле, обезбеђењем њеног неометаног функционисања, оценом њене ефективности, као и давањем изјаве о одговорности менаџера за ове процесе. Од екстерног ревизора захтева се да изрази мишљење о процени менаџера, као и сопствено мишљење о квалитету интерних контрола над финансијским извештавањем.

Многе компаније су имплементирале нове захтеве у односу на успостављање ефикасне интерне контроле над финансијским извештавањем. Једна од таквих је и ДИВ Врање, у саставу мултинационалне компаније British American Tobacco. Установљени системи „Управљања документацијом“ и „Инциденти о којима се извештава одмах“, управо су део система интерне контроле у овој компанији који доприносе реализацији циљева у сфери обезбеђења квалитетних финансијских информација.

Литература

1. Buga, Alexander; Heiniger, Nicolas (2007): Neues EBK-Rundschreiben Überwachung und Interne Kontrolle – Chance oder Bedrohung?, in: Der Schweizer Treuhänder, Nr. 4/2007.
2. Caspari, Ingo; maier, Andreas; Caspari, Holger (2005): Neuausrichtung von internen Kontrollsystemen nach dem Sarbanes-Oxley Act, in: Controlling, Heft 12/2005, Verlag Franz Vahlen und C.H. Beck, München
3. Committee of Sponsoring Organization of the Treadway Commission (COSO): Internal control - Integrated Framework, , New York, AICPA, 1994.
4. Control Navigator, septembar 2009., Internal Document, BAT DIV, Vranje
5. Deloitte&Touche LLP, Ernst&Young LLP, KPMG LLP, PriceWaterhouseCoopers LLP (2004): Perspectives on internal Control, A Resource for Financial Market Participants
6. Eihgt Council Directive 2006/43/EC, Official Journal of European Union L 157/87, 9. septembar 2006.
7. Elisabeth Bumiller (2002), Bush signs Bill aimed at fraud in corporations, The New York Times, 31. juli 2002.
8. Fdrber, Nikolaus; Wagner, Thomas, M. (2005): Adoption des internen Kolntrollsystems an die Anforderungen des Sarbanes-Oxley Act, in: Controlling, Heft 3/2005, Verlag Franz Vahlen und C.H. Beck, Mьnchen
9. FEE (2005): Risk Management and Internal Control in the EU, Discussion Paper, march 2005, Bruxelles
10. FEI Survey: Average 2007 SOX Compliance Cost \$1.7 milion. Доступно на: <http://fei.mediaroom.com/index.php?s=43&item=204>
11. Financial Reporting Council (2004): The Turnbull guidance as an evaluation framework for the purposes of Section 404(a) of the Sarbanes-Oxley Act, December 2004
12. Financial Reporting Council (2005): Internal Control – Revised Guidance for Directors on the Combined Code, October 2005
13. Immediately Reportable Incidents-Guidlines to Financial Directors, mart 2007., Internal Document, BAT DIV, Vranje
14. Implementation of Directive 2006/46/EC on Company Reporting-Amending the Accounting Directives, A consultative document, European Company Law and Corporate Governance, mart 2007.
15. Mekrl, Georg (2007): Neue Vorschriften der SEC und des PCAOB zum IKS – Дnderungen bei der Umsetzung von Artikel 404 des SOX, in: Der Schweizer Treuhдnder, Nr. 1-2/2007
16. PCAOB (2009): An audit of internal control over financial reporting that is integrated with an audit of financial statements: Guidance for auditors of smaller public companies, , 23. januar 2009.

17. Regierungskommission (2009): Deutscher Corporate Governance Kodex, in der Fassung vom 18. Juni 2009
 18. Sarbanes Oxley Act, закон доступан на: <http://www.sec.gov/about/laws.shtml#sox2002>
 19. SEC (2003): Final Rule: Management's Report on Internal Control Over Financial Reporting and Certification of Disclosure in Exchange Act Periodic Reports, SEC, 14. avgust 2003.
 20. SEC (2007): Commission Guidance Regarding Management's Report on Internal Control Over Financial Reporting Under Section 13(a) or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934
 21. Кондић Новак, Петровић Невенка (2008), Улога интерне контроле у процесу финансијског извештавања, 12. Конгрес Савеза рачуновођа и ревизора РС, Бања Врућица, Теслић.
-

др Богдан
ИЛИЋ*

Специфичности привређивања у условима еколошке економије

Резиме

Човек је дефинисао производњу као процес прилагођавања природе људским потребама. При томе се полазило од тога да се већим „прилагођавањем природе људским потребама“ обезбеђује бољи живот људи. Индустријализацијом производње (аутоматизација, електрификација, роботизација и сл.) дошло је до нагле експлоатације природне средине, али и до њене загађености. Тако данас имамо загађену земљу, воду, ваздух. То је узело такве размере да прети опстанку човечанства на планети Земљи. Нестају многе биљне и животињске врсте, осећа се несташица многих метала и минерала, јављају се различите болести и сл. То је приморало човечанство да се окрене заштити природне средине и тзв. одрживом развоју, тј. таквом развоју који ће рационалним коришћењем природног богатства обезбеђивати боље услове живота, како садашње, тако и будућих генерација. Неопходно је да човек нађе равнотежу са природом, јер је то услов његовог опстанка на Земљи. Све то условљава промене у производњи и битисању човека у природи, по принципу „економија предлаже – екологија одлучује“.

Кључне речи: екологија, еколошка економија, еко-менаџмент, одржив развој, екосистеми.

Увод

Човек је превасходно природно биће због чега мора наћи равнотежу с природом да би уопште могао да опстане, а тек онда је и друштвено биће које мора наћи своје место у друштву. Отуда је човек као природно биће од свог постанка прво користио готове плодове које је у природи налазио и дивље плодове, дивљач, рибе и сл., затим користио пећине као своје природно станиште и сл. Као друштвено биће, човек је ишао у заједници са другим у лов, учио од других вештине за сигурнији опстанак у природи (израда оруђа и оружја, заједничка обрада земљишта, припитомљавање дивљих животиња и узгој домаћих, итд.). Човек је стицао све новија и новија сазнања и способности, што му је омогућило да све више користи, али и експлоатише природну средину у којој борави (сеча шума, мењање тока река, прављење вештачких језера и сл.). У средњем веку долази до наглог

развоја људског сазнања, иновација, нових пробоја у све већој експлоатацији природе. Коришћењем воде и водене паре као погонске енергије и проналаском машине радилице настаје **прва научно-технолошка револуција** која је дала велики замах развоју пољопривреде. Проналазак електричне енергије, мотора са унутрашњим сагоревањем, високих пећи за топљење руде, челика, бакра и сл., проналазак компаса, развоја хемијске индустрије и сл., дало је снажан замах развоју индустрије, саобраћаја, трговине и сл., што представља **другу научно-технолошку револуцију**. То је дало снажан подстрек развоју индустрије. У XX веку проналази се атомска и хидрогенска енергија као погонска, проналазе се вештачки материјали, биотехнологија, информатика, интернет и сл, што чини **трећу научно-технолошку револуцију**. То условљава настанак и развој информатичког друштва. Ово је развило производне снаге друштва до неслућених разме-

*) Редовни професор Економског факултета Универзитета у Београду

ра, али доводи и до загађења природне средине, раубовања природног богатства које није исцрпно, те се оправдано поставља питање будућности човечанства на Земљи. Због загађености и сл., нестале су многе биљне и животињске врсте, загађено је земљиште, вода, ваздух, харају многе болести и сл.

Данас се с правом истиче да је **човек једина врста која свој друштвени поредак гради на перманентном сукобу с природом**. Ово је нарочито интензивирао крајем прошлог и почетком овог, ХХИ века. Позитивна околност једино је у томе што људско друштво постаје све више свесно проблема животне средине са којима се сусрећу појединци, људска заједница, нације и цео свет.

Човек, с обзиром на достигнуте техничке могућности и ниво развијености науке и знања, може се одредити да разори природу или да „ствара“ природу, односно да развија динамичку равнотежу с природом. Тако ће данашње човеково деловање утицати на његову будућу егзистенцију као врсте, али ће утицати и на друге биљне и животињске врсте и њихову будућност. На земаљској кугли живе различити народи и различите културе, али у својим заједницама живе по неким заједничким вредностима. Зато се и данас постављају питања како изнаћи заједничке критеријуме вредновања у односу човека као врсте и природе (других врста). Отуд неопходност екологије, еколошке економије, социјалне екологије и сл., које ће се бавити наведеним и сл. питањима. Стога је неопходно мерење еколошке загађености и њено отклањање.

1. Привређивање у условима еколошке економије

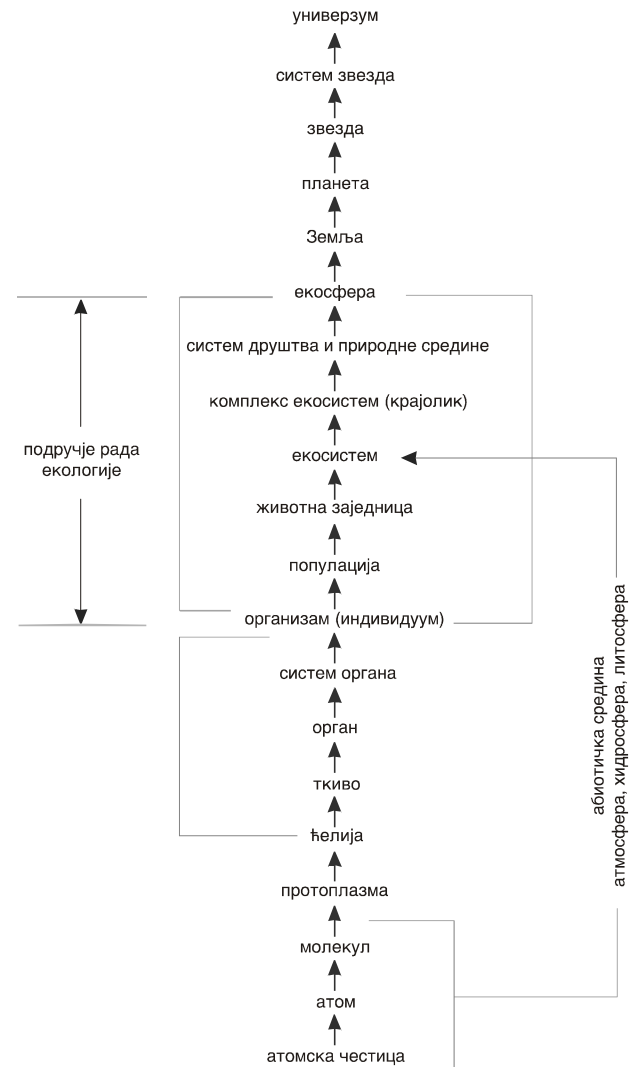
1.1. Појмовно одређење

Назив *екологија* потиче од грчке речи „оикос“ што значи кућа, газдовање, привређивање и „логос“ што значи разум, принципи, што се може превести као „принципи земље“. Ту се ради о природним узајамним односима и процесима прилагођавања у кући Земљи, односно „оикос-номос“ значи „управљање кућом“, односно природом. Појам екологије у ужем смислу састоји се у хуманој екологији и ограничава се на истраживање односа човека и његове природне средине. Зато можемо рећи да под екологијом подразумевамо науку и принципе који одређују узајамне односе и процесе прилагођавања на Земљи, а која су њима одређена. При томе су то у првом реду односи између човека и његове околине.

Предмет изучавања екологије може се схватити у дугом хијерархијском низу организационих нивоа живе и мртве природе, између индивидуалног организма преко популације, животне зајед-

нице, екосистема, комплекса екосистема и система друштва и околине па све до екосфере (видети следећи график).

Хијерархијски низ природних организационих нивоа



Видети: Hansinedi Müller, Туризам и екологија, превод, Загреб, 2004, стр. 40.

Данас у екологији разликујемо два приступа. Први приступ заступљен је у неокласичној економској теорији, где се економски појмови (трошкови и резултати) примењују на животну средину. Други приступ познат под називом **еколошка економија** уместо да економске концепте примењује на животну средину, тежи да економске активности стави у контекст биолошких и физичких система који одржавају живот укључујући и све људске активности.

Фундаментални принцип еколошке економије је тај да људска активност мора бити ограничена могућностима животне средине. Ради се о питању хране, питке воде, необновљивих извора си-

ровина (нафта, гас), јер се предвиђа да ће број становника од 6 милијарди из 2000. године порастати на 8-10 милијарди 2030. године. Еколошки економисти сматрају да ограниченост природних ресурса ограничава економски развој. Сматра се да класичне економске теорије не придају овом питању довољно важности, те да су неопходне структуралне промене у привреди да бисмо се прилагодили ограничењима животне средине.

1.2. Прилагођавање производње одрживом развоју

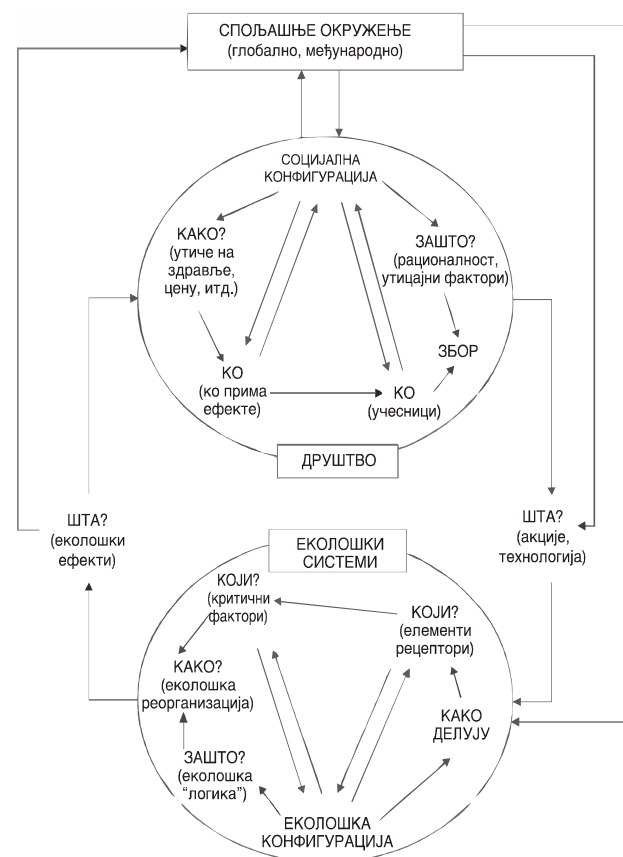
Угрожавање природе и њене репродукционе способности само је један, али не и једини пример који указује на опасне замке, странпутице и кратковидост техноцентристичке и продуктивистичке „филозофије“ развоја. Зато се нови приступ развоја мора заснивати на новој перцепцији и науке и технологије доминантно у оквиру нове еколошке уместо досадашње техно-економске парадигме (одрживи развој).

У ствари, ма колико и даље верујемо у будући развој као функцију све више усмераваног развоја науке и посебно технологије, још више смо уверени да је дошао тренутак да се изврши реevalуација могућих домета у оквиру постојеће развојне парадигме како би се она заменила новом у којој ће наука и технологија више бити у функцији оптимизације квалитета живота него у функцији максимизовања економске ефикасности. Заправо, ради се о томе да су економски, хумани и еколошки критеријуми комплементарни, али све, или готово све до сада примењиване развојне стратегије то нису довољно уважавале. Због тога се савремено човечанство налази пред глобалним изазовима и избором између продора досадашњих садржаја (индустријализација, урбанизација, аутоматизација итд.) развоја у још неразвијене (према садашњим критеријумима) делове планете, или битних промена тог садржаја, макар и по цену успоравања раста, омогућавајући да се садашњи ресурси природе сачувају за коришћење будућим генерацијама (**одрживи развој**).

Овакав аналитички оквир подразумева ново и шире критичко и методолошко преиспитивање не само новог концепта и филозофије развоја, него пре свега и ново разумевање значења основних услова и фактора тог развоја, а у првом реду човека и технологије коју он ствара и користи, затим новог разумевања улоге предузетничке филозофије, креативности и иновативности и најзад, разумевање нове улоге државе као специфичног учесника свих развојних процеса. Ипак, сва ова нова разумевања и тумачења још увек нису довољна да бисмо говорили о потпуно новој филозофији развоја, тако потребној мисаоној подлози

за одговорно и квалитетно одлучивање на судбинским раскршћима на којима се налази савремена цивилизација. Нажалост, занета неодољивом привлачношћу економског раста и материјалног успона, савремена цивилизација је или преценила или потценила објективне могућности природне средине да издржи такав својеврсни скоројевићевски налет све амбициознијих генерација произвођача и потрошача, тако да је већ сада неодложно преиспитати све развојне стратегије, а самим тим и њихове теоријске и филозофске темеље и освежити их новим визијама и решењима. Укратко, потребно је пронаћи колико-толико задовољавајуће одговоре на нека кључна питања која проистичу из друштвено-еколошког ресурса (сл. 1) чији смо не само сведоци него и активни учесници.

Слика 1. Интеракција друштво – систем



Хитност и неодложност тражења нових приступа цивилизацијском развоју на глобалном нивоу најбоље потврђују следеће чињенице:

- светска популација убрзано расте (до 2030. год. биће око 10 милијарди људи);
- око 50 милиона људи широм света годишње умире од глади или недовољне исхрањености;
- увећава се број градског становништва и посебно број тзв. мегалополиса (преко 35 градова већ 2000. год. има више од 10 милиона

становника, од чега око 4/5 њих у земљама у развоју);

- преко 6 милиона хектара обрадивог земљишта годишње нестаје услед урбанизације и индустријализације;
- сваке секунде на планети нестаје 3000 квадратних метара шуме;
- сваки дан нестаје између 10 и 20 биљних и животињских врста;
- око једне четвртине светског становништва још увек је неписмено, итд.

Разуме се да ово није потпун каталог чак ни најкрупнијих развојних и егзистенцијалних питања савременог света за која се претерано оптимистички верује да су наука и технологија као најпозваније, најделотворније и најодговорније сасвим близу да на њих пруже задовољавајуће одговоре. Нажалост, сав досадашњи готово фасцинантан развој и науке и њене технолошке примене не само што нису пружиле нимало убедљиве доказе да се њиховим развојем аутоматски могу решавати наведени или неки други развојни проблеми човечанства, већ упозорава или чак (мада не увек основано) плаши људе да досадашњи начин развоја и посебно примена науке и технологије нису ни одговарајући, ни довољни, нити безбедни, па самим тим ни довољно квалитетни. Због тога има пуно смисла да се траже нови концепти, парадигме, филозофије, стратегије и политике развоја које ће све, без изузетака, у први план ставити дугорочне, целовите и уравнотежене потребе и интересе садашњих и будућих генерација. У том смислу одмах се намеће и први циљ свих развојних напора, садашњих и будућих, као *conditio sine qua non* не само било ког истинског развоја већ и самог опстанка – очување природе и њених ресурса. Истовремено, стављање оваквог циља у сам врх развојних приоритета подразумева битно другачији начин рангирања и оцењивања свих осталих развојних циљева, а посебно производних, економских, регионалних и свих осталих. Одрживи развој и одрживост развоја откривају се као најургентнији глобални проблеми и већ две и по деценије. Откако су 1972. унете у United Nations Environmental Programme (UNEP), постале су важне области истраживања многих наука (економије, екологије, технологије, биологије, географије, социологије, правних и политичких наука, као и многих других) и подручја националних државних политика као и бројних међународних иницијатива и подухвата. Човечанство најзад открива да природа не познаје и не признаје никакве границе (државне, националне, језичке, културне, верске итд.), али још увек не зна како да се ослободи сопствене ускогрудости, бахатости, незајажљивости, себичности, комплекса

супериорности и свих других ограничења која се јављају као фактички недостатак визије.

У свему томе увек се велика пажња поклањала технологији као фактичком упоришту свеколиких техноцентристичких идеологија, визија и политика, како оних са оптимистичким и технолатријским предзнаком, који у технологији виде лек (*panacea*) за све „болести“ савременог света, тако и оних песимистичких, односно технофобистичких, који опет технологију оптужују за све несреће овог света, отворено ширећи страх од технологије и отпор према њој.

Све друге одреднице (развој, ефикасност, квалитет) ове једноставне релације: човек – знање – природа настајале су у току историјског развоја у којем је човек све агресивније („продуктивније“) насртао на природу, увек више водећи рачуна о својим тренутним потребама (и интересима), а мање о дугорочним. Његов техно (стручност, вештина) увек је био усмерен на решавање практичних проблема живота, али такав инструменталистички третман технологије произвео је тип друштвене структуре у којем пропадање околине и угрожавање могу бити уочени и схваћени тек када толико одмакну да постану озбиљна претња по сам опстанак и природе и човека као њеног дела.

1.3. Неопходност примене еколошког менаџмента

Досадашњи развој довео је до тога да се концептуализује и тзв. еколошки менаџмент као наука и вештина управљања различитим нивоима организационих система (предузећа, државе и др.) путем контроле ризика који угрожавају опстанак тих система. Разуме се да, због тога што је основни циљ еколошког менаџмента опстанак организационих система (ови се увек састоје, поред осталих елемената, од људи), овако дефинисан менаџмент није само „постизање ствари (циљева) помоћу људи“ него је пре свега постизање ствари због људи. Еколошки менаџмент је у потпуности антропоцентричан или хуманоцентричан концепт пословног управљања, што га значајно разликује од свих других менаџерских приступа и система. Исто тако, он није тек обична наука и вештина ефективног и ефикасног понашања и постизања циљева на прави начин, него је истинско знање и пракса постизања правих циљева, дакле оних који се тичу опстанка човека и квалитета новог човека. Ни у једној области примене менаџмента не потврђује се тако снажно и убедљиво доминација принципа ефективности над принципом ефикасности, односно немогућност да се недостатак ефективности (лоше, дакле нехумано и нееколошки одабраних циљева) надомести макар и највећом ефикасношћу. У том смислу еколошки менаџмент може (и мора, у перспективи) постати својеврсна управљачка инфраструктура и пробни тест успеш-

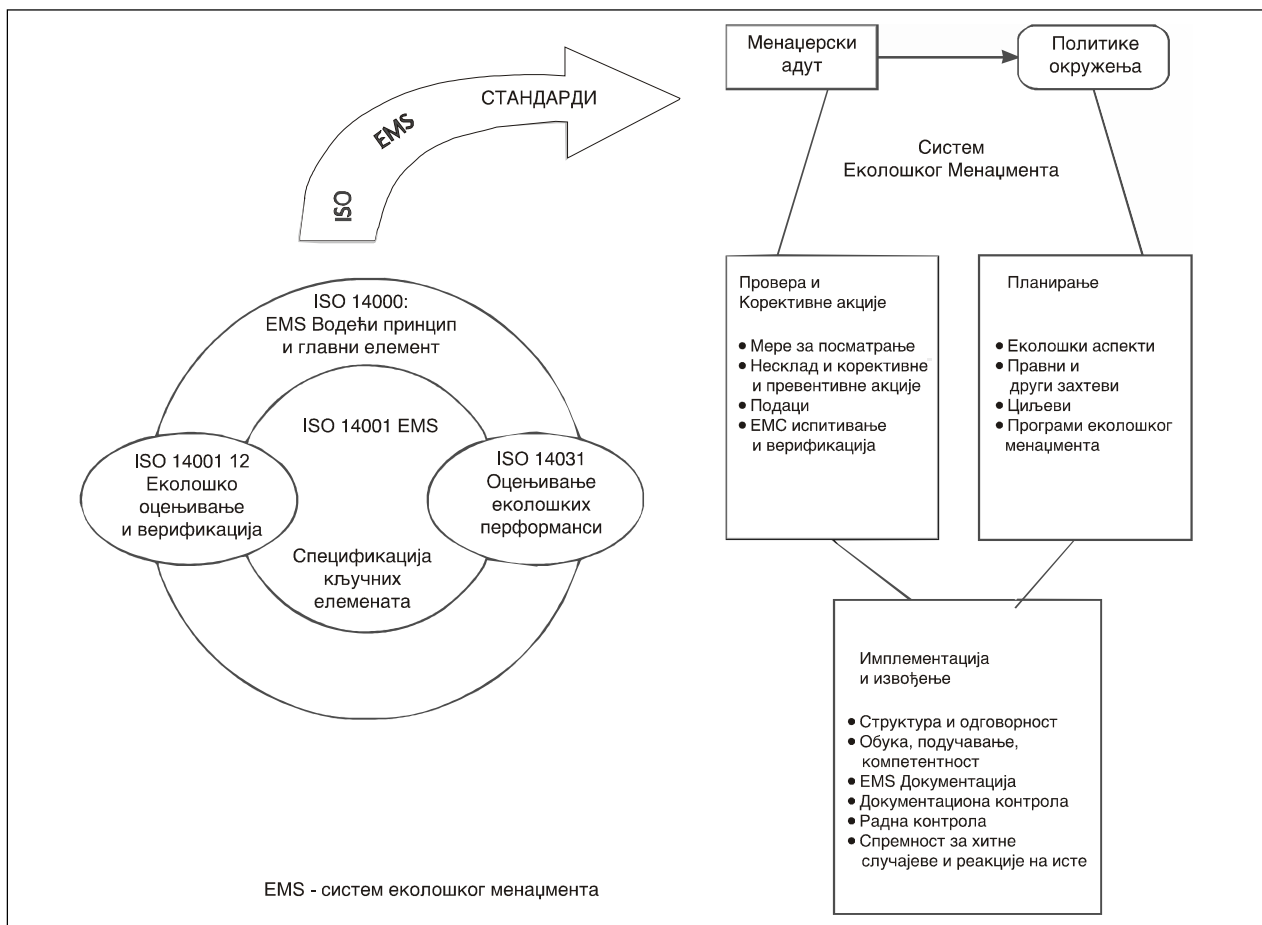
ности сваке менаџмент праксе. Еко-менаџмент већ сада трансцендира сваку праксу пословног и државног управљања и прераста у својеврсни мета-менаџмент.

Томе несумњиво доприноси и глобалан процес увођења међународних стандарда за еколошки менаџмент (из 1994). Њихова основна улога је у томе да обезбеде јединствене смернице за еколошку политику; да дефинишу стратешке и оперативне еколошке циљеве; да идентификују и вреднују еколошке ефекте; успоставе начине интерне и екстерне провере (аудит); успоставе принципе комуницирања и дефинишу обавезе за обуку итд. (Слика 2).

У том смислу стандарди система еколошког менаџмента представљају разраду и конкретизацију познате Повеље за одрживи развој (Business Charter for Sustainable Development) која је 1991. усвојена у оквиру Међународне трговинске коморе. Тада је проглашено да је еколошки менаџмент кључна детерминанта одрживог развоја и да мора бити приоритетни задатак предузећа; да екологија мора бити интегрисана у менаџмент предузећа и да њено унапређивање мора представљати сталан процес; да се запослени морају стално мотивисати

и еколошки подучавати; да се мора вршити стална оцена еколошких последица сваког новог процеса и производа; да предузеће мора преузети одговорност за понашање својих коопераната и добављача; да предузеће мора бити отворено за дијалог о еколошким ризицима и ангажовано у заједничким напорима за унапређење еколошке свести и редовно информисање свих заинтересованих.

Наведени ставови и дато објашњење омогућавају нам да закључимо да еколошка логика и критеријуми еколошког оцењивања не само што афирмишу економију и њену логику рационалног коришћења оскудних ресурса, него у њој оживљавају и оно исконско антропоцентрично значење да се у економији све дешава човека ради и са човеком у центру. Свако иступање из строго, од природе дефинисаних оквира, мора бити санкционисано, било економски (блага казна), било етички (врло строга казна), било еколошки (најстрожа казна). И супротно, свако ко уважава принципе еколошке економије и еколошког менаџмента може рачунати на све врсте награда: од дугорочног тржишног успеха, преко стицања и очувања јавног угледа и пословног имиџа, све до осећања хармоније са природом као најважнијег од свих могућих признања, јер је оно и виза за



Слика 2 - ISO 14000 Стандарди система еколошког менаџмента

опстанак на „овој јединој Земљи“ и најбоља препорука за поштен и достојанствен сусрет са још нерођеним генерацијама.¹

Поред међународних стандарда за еколошки менаџмент, важно је поменути и Међународне рачуноводствене стандарде, односно Међународне стандарде финансијског извештавања² који прописују и неке друге извештаје, ван финансијских извештаја економских ентитета. У том смислу у МРС 1 – Презентација финансијских извештаја (параграф 10) прописано је да у такве извештаје убрајамо извештаје као што су еколошки извештаји и извештаји о додатној вредности, нарочито у делатностима у којима су еколошки фактори значајни и где се запослени сматрају значајном групом корисника информација.

Затим, од нарочитог значаја је МРС 37 – Резервисања, потенцијалне обавезе и потенцијална имовина. У складу са тим стандардом, економски ентитети имају обавезу да врше резервисања за трошкове у вези са обнављањем природних богатстава. У шири коментар ових одредби овога пута нећемо зализати јер то превазилази оквире овог рада.

2. Трошкови и њихово финансирање у еколошкој економији

2.1. Појмовно одређење еколошких трошкова

У еколошкој економији се остварује одрживи развој, тј. развој при ком се рационалнијим коришћењем природног богатства обезбеђује успешан развој не само садашњих, него и будућих генерација. Пошто постоји обновљиво и необновљиво природно богатство, мора се увећавати обновљиво природно богатство (шуме, биљни и животињски свет, плодност земље и сл.), тако да свака текућа генерација оставља у наслеђе будућим генерацијама више природног и економског богатства него што је наследила од претходних гене-

рација. Да би се то обезбедило, неопходно је утврдити трошкове еколошке загађености природе и обезбедити начин њиховог финансирања. У томе свој удео мора имати и држава и предузећа. Држава мора покривати трошкове еколошке загађености који се не могу прецизно везивати за одређене привредне субјекте (киселе шуме, кисело земљиште и сл.), као и конципирати привредни систем који ће се заснивати на заштити природне средине. Тако нпр. привредни систем може бити конципиран на основу:

а) стратегије техничког напретка:

- стратегија еколошке делотворности: нпр. повећање степена ефикасности машина,
- стратегије супституције: нпр.: заменили нафту коришћењем биомасе или сунчеве енергије или енергије ветра и сл.;

б) стратегије националног напретка:

- стратегија штедљивости и могућности: на пример, ограничити се на максималан број летова авиона годишње,
- стратегија усмерености на методе и учење: на пример, стално водити разговоре о садржају одрживог развоја.

Одрживи развој може се обезбедити и повећањем укупне еколошко-економске ефикасности. То се може приказати следећим односом:

Стечени резултати капитала
који су произвели људи (Љ.К.)

Утрошени природни капитал (П.К.)

Ово се даље може развити у четири саставна дела, при чему се под централним појмом „количине која пролази кроз производни процес“ подразумева утрошак материјала и енергије потребних за стварање нове вредности:³

$$\frac{\text{Резултати Љ.К.}}{\text{Утрошени П.К.}} = \frac{\text{Резултати Љ.К.}}{\text{Залихе Љ.К.}} \times \frac{\text{Залихе Љ.К.}}{\text{Количина која пролази кроз процес производње}} \times \frac{\text{Количина која пролази кроз процес производње}}{\text{Залихе Љ.К.}} \times \frac{\text{Залихе Љ.К.}}{\text{Утрошени П.К.}}$$

Ефикасност
резултата

Ефикасност
очувања

Ефикасност
раста

Ефикасност учинка –
Ефикасност екосистема

1) Детаљније видети: др Слободан Покрајац, „Еколошка економија, еколошки менаџмент и одрживи развој“, реферат на саветовању у Херцег Новом, 18-20 VI 1997.

2) Међународни рачуноводствени стандарди, превод на српски - Савез рачуновођа и ревизора Србије, Београд 2008

3) Видети: Hansinedi Müller, *Туризам и екологија*, превод, Загреб, 2004, стр. 43.

На нивоу предузећа финансирање заштите животне средине значи: повећано издвајање средстава (повећавање трошкова) за елиминисање штетних дејстава технолошког процеса на природу и хумане ресурсе; смањење могућности изазивања еколошких и пословних ризика кроз повећану еколошку одговорност; прилагођавање целокупног пословања предузећа захтевима еколошких стандарда и захтевима система менаџмента квалитетом (QMC) према ISO 9001/2000; повећавање еколошких инвестиција; планирање и реализација рационалног еколошког и економског понашања при трошењу природних ресурса, увођење „чистих“ технологија утемељених на концепту екологизације производње; повећавање комплексне одговорности менаџмента у остваривању еколошких параметара у животу предузећа уз поштовање свих еколошких стандарда; формирање и увођење еколошке политике у предузећу, редовна контрола еколошких перформанси и информисање јавности о томе и др.⁴

У савременом економском животу посебно се наглашава утицај еколошких фактора на пословни ризик, кроз појаву еколошких штета које могу изазвати значајне материјалне и нематеријалне штете у пословању предузећа. Али, екоменаџмент није одговоран само за пословни успех предузећа.

Чињеница да еколошке штете имају и шири утицај на окружење повећава још више одговорност екоменаџмента. У том смислу, високоразвијене земље у свету имају и веома строге законске одредбе којима се санкционише неодговорност предузећа за изазивање еколошке штете, укључујући и ретроактивну одговорност за загађивање животне средине, где сваки учесник у еколошком акциденту одговара за целокупну штету која је настала, без обзира на његов удео у томе (тзв. „Superfund“ - закони у САД).

У земљама у транзицији (у које спада и Србија) још увек се не примењују овако високи еколошки стандарди у пословању предузећа, али развој европског еко-менаџмент система упућује на потребу побољшавања еколошких перформанси.⁵ То се постиже увођењем европског еколошког менаџмент система. Његове основне компо-

ненте по фазама реализације могу се видети у следећој табели:

Евро-еко-менаџмент систем (ЕВРО – ЕМА – систем)	
0	– иницијатива и преузимање обавезе
1	– почетна оцена еколошке ситуације
2	– смернице еколошке политике
3	– стратешки и оперативни еко-циљеви
4	– еколошки програм
5	– еко-менаџмент систем
6	– еколошка декларација за јавност
7	– екстерна провера и валидизација декларације
8	– регистрација и изјава о учешћу у ЕВРО-ЕМА систему – еколошка провера и обнављање циклуса 1-8 у интервалима од 1-3 године

Развој Евро-еко-менаџмент система као највишег облика еколошког менаџмента требало би схватити као специфичан друштвени процес чија реализација доводи до унапређивања стања и у економској и у еколошкој области. Примерено томе трансформише се и традиционални менаџмент у предузећу, који све више прераста у „еко-центрични менаџмент“. Екоцентрични менаџмент подиже степен одрживости економског развоја предузећа и друштва у целини, повећава квалитет живота, утиче на малу потрошњу енергије у економском пословању, води рационалнијој употреби ресурса, остварује екологизацију производње, активно се односи према људским ресурсима, развија маркетинг у функцији образовања потрошача. Резултати примене екоцентричног менаџмента огледају се у проширивању и преоријентацији многих аспеката организације – њихове мисије, импута, капацитета и технолошких процеса и аутопута. Екоцентрични менаџмент тежи управљању еколошки наклоњеним производима кроз еколошки дизајн, паковање и адекватно коришћење материјала. То подстиче коришћење мање количине енергије, мање количине ресурса, еколошку ефикасност и подеснију технологију производње. Екоменаџмент и екоменаџери постају облици одговорног професионал-

4) Ако се осврнемо на Закон о управљању отпадом („Сл. гласник РС“, бр. 36/09, чл. 80), прописано је финансирање управљања отпадом. У том смислу предвиђено је да се спровођење Стратегије и планова управљања отпадом из надлежности Републике Србије, финансира из наменских средстава буџета Републике Србије која су приход Фонда за заштиту животне средине, кредита, донација и средстава правних и физичких лица која управљају отпадом, накнада и других извора финансирања, у складу са законом.

5) Треба поменути да су донета два важна закона у Србији и подзаконски акти тих закона из области заштите животне средине. То су: Закон о управљању отпадом и Уредба о производима који после употребе постају посебни токови отпада, обрасцу дневне евиденције о количини и врсти произведених и увезених производа и годишњем извештају, начину и роковима достављања годишњег извештаја, обвезницима плаћања накнада, критеријумима за обрачун, висину и начин обрачунавања и плаћања накнаде („Сл. гласник РС“, бр. 89/2009 и 21/2010), Закон о амбалажи и амбалажном отпаду („Сл. гласник РС“, 36/2009) и Проглашење о обрасцима извештаја о управљању амбалажом и амбалажним отпадом („Сл. гласник РС“, бр. 21/2010).

ног управљања у предузећу утемељеног на суштинској међузависности која постоји на релацији друштво - економија – природа и обрнуто. Истовремено, овакви социјално-економски процеси успостављају нову хијерархију друштвених вредности, при чему се друштвена вредност очувања унапређивања животне средине појављује на самом врху вредносне скале модерног света. У економијама у транзицији, које тек формирају институционалне претпоставке за развој модерне тржишне привреде, али које су еколошки мање загађене, екоменаџмент има добру основу да концепира и реализује систем еколошких вредности дефинисаних у конкретној националној еколошкој политици и у сваком привредном субјекту посебно.

Екоменаџмент у предузећу могу реализовати само професионалне елите екоменаџера. Припадник екоменаџерског друштвеног слоја је економски стручњак и интелектуалац који поседује висока поливалентна знања (економска, организациона, психолошка, социолошка, комуникациона, културолошка и др.), способности и одговорности у реализацији пословних задатака предузећа. Као облик „стратегијске елите“, екоменаџерска професија има кључну одговорност у тржишној привреди за реализацију стратегије одрживог развоја на нивоу привредних субјеката. „Идеалан тип“ екоменаџмента требало би да обухвати и интегралну повезаност екоменаџмента и менаџмента квалитета који најбоље синтетизује повезаност економије, квалитета живота и еколошке сфере. Међународна организација за стандардизацију (ISO) утврдила је Међународне стандарде за еколошки менаџмент (ISO 14000). У том смислу, екоменаџери имају суштинске задатке у реализацији следећих економских активности:

1. менаџмент еколошког система,
2. снимање еколошке ситуације,
3. процена еколошких перформанси,
4. еколошко обележавање,
5. оцена животног циклуса производа,
6. еколошки аспекти стандардизације производа.

Еколошка стварност и економски живот привредних субјеката у привреди Србије стављају пред менаџмент у нас сложене и одговорне задатке. Реализација српске транзиције као облика „закаснеле транзиције“ са свим перформансама и проблемима које из те одреднице проистичу указују на то да се и стратегија одрживог развоја и

концепт еколошког менаџмента у таквој привреди спроводе парцијално, више у економски успешнијим предузећима и кроз нормативну делатност, а мање у целини привредног система и ригорозном спровођењу законских одредби у еколошкој области. Самим тим, наша предузећа која не примењују еколошке системе менаџмента и система квалитета не могу се успешно укључити у савремени тржишни систем, те је њихова пословна будућност крајње проблематична. Зато се циљеви успешног развоја предузећа морају све више повезивати са успехом еколошког менаџмента и укупног одрживог економског развоја. Наиме, несумњиво је да еколошки фактор у савременој цивилизацији све више постаје готово одлучујући у пословању предузећа и опстанку друштва и природе. **Тако се привреда и друштво морају ослобађати традиционалне свести и менталитета, присутног и у нашим предузећима, о неограничености природних ресурса и „слободе“ да се они могу неисцрпно, некажњено и бесплатно захватати у обављању економских и активности.** Менаџмент у нашим предузећима мора заувек схватити да у савременој тржишној привреди, којој стремимо, повезивање екологије и економије у предузећу садржи, поред економске одговорности, и високу моралну одговорност у остваривању квалитета радног живота и квалитета живота уопште.⁶

2.2. Финансирање заштите животне средине

Политика заштите животне средине представља дугорочну делатност која захтева огромна финансијска средства. Њена успешност се темељи на осигурању додатних сталних и стабилних извора финансирања. Једино се на тај начин могу остварити циљеви и мере заштите и унапређења животне средине.

Сви трошкови финансирања заштите животне средине представљају јавне расходе, намењене унапређењу њеног квалитета⁷. Још од 70-их година XX века јавни трошкови заштите животне средине су измиривани углавном из државног буџета. Међутим, 80-их година све више су примењивани економски инструменти којима су осигуравана средства за јавне издатке за заштиту животне средине. Тако су економски (еколошки) инструменти обављали две релевантне функције:

1. стимулисали су спречавање загађења животне средине и
2. постали су сталан извор финансирања заштите животне средине.

6) Детаљније видети: dr Petar Hafner, „Стратегија одрживог развоја и екоменаџмент у предузећу“, часопис *Економске теме*, бр 3/2003, Ниш

7) Лончарић-Хорват, О., „Могућност финансирања заштите и унапређења човјекове околине у склопу порезног система“, Финансијска пракса, Загреб, 1984, стр. 5-6.

Укупни издаци за заштиту животне средине троше се за:⁸

1. спречавање, заштиту и накнаду штете због загађења;
2. контролу и праћење загађења;
3. спровођење мера политике заштите животне средине и
4. управљање животном средином.

Финансирање заштите животне средине може се осигурати из:

1. буџетских средстава државе - јединица самоуправе;
2. општинских и посебних фондова за заштиту животне средине;
3. средствима привреде и
4. комбинованих извора.

Развијеније земље су још 70-их година усвојиле начело „онечишћивач плаћа“, према којем је онечишћивач обавезан да сноси све трошкове спречавања, контроле и отклањања штете коју је сам проузроковао. Ово начело не садржи пружање финансијске помоћи онечишћивачима, осим када се уводе велике новине у политику заштите животне средине; односно када се поједине гране налазе у великим економским тешкоћама, а настоји се да се уведу нове, еколошки здравије технологије. Међутим, убрзо је примећено да то начело није било довољно за покривање трошкова заштите животне средине, па је уведено и друго по реду начело „корисник плаћа“, пошто онечишћивач онечишћује животну средину, а истовремено користи и природне ресурсе које мора платити. „Примјенујући начело ‘корисник плаћа’, може се створити аутономни механизам за финансирање заштите околиша, при чему онечишћивач и корисник природних добара осигуравају средства за заштиту околиша који угрожавају“.⁹

Ваља подсетити да је такође према српском Закону о управљању отпадом уграђено начело „загађивач плаћа“, што значи да загађивач мора да сноси пуне трошкове последица својих активности. Трошкови настајања, третмана и одлагања отпада морају се укључити у цену производа.

Буџетска средства за заштиту животне средине прикупљају се на темељу законских одредаба, при чему се најчешће устараје, због контроле трошења тих средстава, на подношењу јавних извештаја. Међутим, главни недостатак таквог прикупљања средстава састоји се у томе што она зависе од стања или економске снаге буџета и пореских обвезника.

Тржишни инструменти у заштити животне средине, за разлику од наредбодавних и надзорних инструмената, који не стварају приходе и на-

јчешће чине додатно финансијско оптерећење локалног или државног буџета, стварају додатне јавне приходе уз незнатни ванредни трошак.

Ако се ради о накнадама, као што су, на пример: корисничке накнаде за употребу воде, накнаде за прикупљање и одлагање отпада, накнаде за употребу путева или паркиралишне таксе које покривају трошкове, у том случају прикупљени приходи помажу комуналним службама да одрже квалитет својих услуга наспрам животне средине, а истовремено омогућавају пуни повраћај трошкова, под претпоставком да се утврде на довољно високом нивоу.

Ако је реч о субвенцијама, укидањима или реформама државних субвенција у секторима, на пример пољопривреди, саобраћају и производњи, које су засноване на фосилним горивима, могу се уштедети импозантни износи државних прихода.

Што се тиче прихода од пореза и накнада/такси у заштити животне средине, они се могу употребљавати за финансирање државних програма подршке и суфинансирање приоритетних улагања у заштиту животне средине или за друге јавне потребе неvezане за издатке финансирања заштите животне средине. У оквиру еколошке пореске реформе, приходи од пореза у заштити животне средине могу се употребљавати чак и за повећање прихода буџета због смањења буџетског мањка.

Према томе, сасвим је јасно да посебно данас, у савременим државама веома важну улогу у заштити човекове околине имају порези и друге фискалне таксе. Због њихове намене за које се уводе и циљева који се њима желе постићи, они се називају еколошким или еко порезима. У литератури и свакодневном животу називају се и „зеленим“ порезима, јер су их најпре почели заговарати припадници покрета и политичких странака у чијим програмима рада је релевантно место припадало заштити природе. Када је реч о овим порезима, треба истаћи да се у пракси опорезивања подвлачи јасна разлика између еколошких пореза у ужем и у ширем смислу. Наиме, *еколошки порези у ужем смислу* су они у које се укључују дажбине уведене на добра која доприносе загађивању животне средине (на пример, фосилна горива, отпадне материје и сл.), односно произведена добра којих нема довољно за потрошњу због нивоа њихове загађености (на пример, вода за пиће). Према неким проценама, данас на Земљи постоји само 3% питке воде, посматрано у односу на њену укупну количину.

Еколошки порези у ширем смислу подразумевају различите еколошке и друге сличне дажбине (на пример, регистарска такса). Наиме, постоји мишљење да би, такође, и таксе за непоштовање

8) М. Чрњар, „Економија и заштита околиша“, Школска књига, Загреб-Ријека, 1997, стр. 254.

9) М. Чрњар, „Економија и политика заштите околиша“, Економски факултет Свеучилишта у Риједи, 2002., стр. 257.

еколошких стандарда и еколошких прописа требало сврстати у порезе у ширем смислу, с обзиром на то да овај еколошки инструмент може итекако да утиче да се еколошки стандарди подигну на виши ниво.

Због различитих нивоа развијености, развоја и достигнутог степена угрожености од загађивања, земље чланице Европске уније уводе различите облике опорезивања и пореских система и пореске политике.

Иако су поједине земље још 70-их година основале прве фондове за заштиту животне средине, тек је 80-их година уочена корисност наменских фондова за заштиту животне средине и од тог тренутка започето њихово масовније оснивање. Настанак и развој еколошких фондова повезује се са развојем економско - еколошких инструмената политике заштите животне средине, пошто се највећи део прихода тих фондова обезбеђивао углавном од еколошких такси, казни и накнада.

Без обзира на различитост фондова за заштиту животне средине и њихове специфичности, њихови заједнички циљеви су:¹⁰

1. унапређење делатности и инвестиција за заштиту и побољшање квалитета животне средине;
2. минимализовање стварања отпадака;
3. стимулисање развоја еколошки повољне економске структуре;
4. помагање истраживачких и развојних пројеката и делатности;
5. унапређивање заштите природних вредности и природних станишта;
6. очување биолошке различитости и
7. стимулисање стицања еколошког образовања и система праћења животне средине.

Фондови за заштиту животне средине нарочито су значајни за земље у транзицији. У фази економских и политичких промена које су присутне у тим земљама, оне мењају свој однос према природи, крећу се према децентрализацији функција државе, изграђујући при томе нов систем финансирања животне средине. С обзиром на то да у државном буџету углавном нема довољно средстава, а и оптерећен је разним трошковима реформе, конституисање фондова за заштиту животне средине има за транзиционе земље значајних предности.

Фондови за заштиту животне средине, према томе, представљају релевантан облик финансирања њене заштите. Они се јављају у различитим облицима, те се могу разликовати због:

1. различито постављених циљева;
2. различите организационе структуре;

3. различитих правила расподеле средстава и
4. различите територијалне организације.

С тим у вези треба посебно истаћи да фондови за заштиту животне средине могу поседовати општи циљ да финансирају њену заштиту у целини и тако постају по правилу допуне државног буџета. Могу се конституисати и са специфичним циљем да финансирају специфичну заштиту или посебан еколошки програм, као што је увођење чисте технологије.

Данас у свету бројне државе организују фондове за заштиту животне средине као посебне организационе јединице. Међутим, постоје и организациона решења према којима су фондови додаток некој постојећој установи.

Полазећи од различитих правила расподеле средстава, разликују се фондови који *де фацто* финансирају нове инвестиције у заштиту животне средине, док државном буџету препуштају финансирање управљања и контроле загађења. Постоје и фондови које финансирају све еколошке активности. Они могу бити различито територијално организовани, па стога постоје, на пример, међународни, национални и локални фондови.

Иако је примарни циљ увођења економских инструмената политике заштите животне средине „подстицај за смањење штетних емисија“, ипак је, нарочито за транзициону привреду, прикупљање прихода за заштиту животне средине уз помоћ економских инструмената, један од суштинских циљева.¹¹

Закључак

Из претходног разматрања проистиче да је човек својим досадашњим деловањем (привређивањем) угрозио равнотежу природе, односно угрозио свој опстанак у природи загађењем земље, воде и ваздуха, претераном експлоатацијом неопновљивог природног богатства (руде, минерали, соли и сл.). Тако је човек постао једино живо биће на планети Земљи који уништава природну средину која је једини услов његовог опстанка. Стога, да би се обезбедило рационално коришћење природних ресурса, односно њихова заштита и репродуковање на начин који ће истовремено допринети расту ефикасности, али још више ефикасности друштвене производње, неопходно је придржавати се **основног правила да онај који узрокује деградацију природе треба да сноси и трошкове њене заштите и оплемењивања**. Привређивање у садашњем и будућем периоду мора се одвијати по принципу „економија предлаже – екологија одлучује“.

10) И. Жувела, “Политика заштите околиша у Републици Хрватској”, Зборник, Пула, 1994, ст р. 7.

11) Детаљније видети: др Хамид Алибашић, Финансирање животне околине у БиХ, Економски факултет, Брчко.

Деградацију природе условљавају различити трошкови који се могу свести на следеће:

1. „хуманитарни“ трошкови везани за здравље, радну способност и социјалну сигурност;
2. материјални трошкови изазвани деградацијом и загађењем природе;
3. трошкови неопходни за интензивније и веће коришћење природних услова и природних извора у ситуацији када су исти угрожени деградационим процесима;
4. еколошки трошкови неопходни за одржавање равнотеже у природној средини.

Зато пословање у савременим условима, тј. у условима деградиране природне средине треба да се заснива на томе да природа буде укључена у процес друштвене репродукције, а брига друштва (државе и производних субјеката) мора бити иста као и брига о репродукцији радне снаге, машина, сировина и других фактора производње. Зато у цени производа морају бити обухваћени и трошкови очувања и заштите природне средине, као услова опстанка и егзистенције самог човека. Циљ савременог човека мора бити не само очување природе, већ пре свега њено оплемењивање и хуманизација, што значи њено очовечење. Тиме ће се остваривати основни принцип човековог битисања и развоја, тј. да свака текућа генерација мора оставити у наслеђе следећој генерацији веће богатство (повећањем обновљивог природног богатства и повећањем друштвеног богатства) него што је наследила од претходних генерација.

Литература

1. Бек У.: *Ризично друштво*, Филип Вишњић, Београд, 2001.
2. Вукићевић С.: *Идеал и стварност екоменаџмента*, Никшић, 1996.
3. Гереке, З.: „Екоменаџмент системи у индустрији“, *Еџологица*, Но 11, бр. 3, Београд, 1996.
4. Гереке, З., Лекић, С.: „Екологија као нови фактор пословног ризика“, у: Вукићевић С., *Идеал и стварност екоменаџмента*, Никшић, 1996.
5. Global perspective 2010 – Tasks for Science and technology, A Synthesis Report, FOP 320, Vol. 1, CEC, Brussels, 1992.
6. Goodland, R., Daly, H., Serafy, S., Droste, B., editors, *Environmentally Sustainable Economic Development: Building on Brundtland*, UNESCO, Paris
7. Ђорђевић Б.: „Еколошки менаџмент и маркетинг“, у: *Привреда и животна средина – економска и еколошка међузависност*, Факултет заштите на раду, Ниш, 1999.
8. Жувела, И.: *Политика заштите околиша у Републици Хрватској*, Зборник, Пула, 1994.
9. Закон о Фонду за заштиту околиша ФБиХ, Сарајево, 2003.
10. Илић, др Богдан: *Еколошка економија*, ЕтноСти, Београд, 2010, у штампи
11. King A.: „Avoiding Ecological Surprise: Lessons from Long-Standing Communities“, *The Academy of Management Review*, Vol. 20, No. 4, 1995.
12. Лончарић-Хорват, О., „Могућност финансирања заштите и унапређења човекове околине у склопу порезног система“, *Финанцијска пракса*, Загреб, 1984.
13. Милошевић, Б.: „Еко-менаџмент: између привреде и природе“, *Социолошки преглед*, Београд, бр. 3, 1996.
14. Мршевић Н.: „Значај, циљеви и суштина система менаџмента квалитетом према захтевима ISO 9001/2000“, *Ревизија рада*, Београд, бр. 308, 2003.
15. Регионални еуропски центар Будимпешта, 1999.
16. Rondinelli D.A., Vastag, G.: „International Environmental Standards and Corporate Policies: An Integrative Framework“, *California Management review*, Vol. 39, No. 1, 1996.
17. Хафнер, П.: „Одрживи развој и привреда Србије“, *Економске теме*, Ниш, бр. 4, 2002.
18. Чрњар, М.: *Економија и заштита околиша*, „Школска књига“, Загреб-Ријека, 1997.
19. Чрњар, М.: *Економика и политика заштите околиша*, Економски факултет Свеучилишта у Риједи, 2002.
20. Yonathan M. Harris: *Економија животне средине и природних ресурса*, друго издање, Београд, 2009.
21. Међународни рачуноводствени стандарди, Превод и штампа: Савез рачуновођа и ревизора Србије, Београд, Његошева 2008.
22. Закон о управљању отпадом, *Службени гласник РС*, бр. 36/09 од 15. 05. 2009.
23. Уредба о производима који после употребе постају посебни токови отпада, обрасци дневне евиденције о количини и врсти произведених и увезених производа и годишњем извештају, начину и роковима достављања годишњег извештаја, обвезницима плаћања накнада, критеријумима за обрачун, висину и начин обрачунавања и плаћања накнаде (*Сл. гласник РС*, бр. 89/2009, 8/2010 и 21/2010)
24. Закон о амбалажи и амбалажном отпаду, *Сл. гласник РС*, бр. 36/09 од 15. 05. 2009.
25. Правилник о обрасцима извештаја о управљању амбалажом и амбалажним отпадом (*Сл. гласник РС*, бр. 21/2010)

Коџа ЦЕНАН*

Процес тржишне концентрације банкарског сектора у Србији

Резиме

Број банака од почетка транзиције смањује се из године у годину. Са укупно 46 банака које су пословале на тржишту Србије данас се тај број смањио на 34 банке. Процес мерџера, припајања, а у појединим случајевима и одузимања дозволе за рад условио је смањење броја банка. Поред процеса смањења броја банка, упоредо је текао процес повећања билансне активе банкарског система, као и свих осталих банкарских агрегата. Упркос умањењу броја банака са једне стране, односно расту билансних агрегата банкарског система са друге стране, на тржишту није дошло до забрињавајуће концентрације, што ће у овом раду у наставку бити показано. Циљ рада је да истражи степен концентрације банкарског система Србије савременим инструментима за анализу индустријске концентрације. Посебна пажња ће бити посвећена кретању различитих индикатора концентрације и њиховој компатибилности. Наравно, степен тржишне концентрације не одређује једнозначно степен конкуренције.

Интересовање стручне јавности за банкарски систем, тржишну структуру банкарског система у изузетном је порасту у последњих пет година. Ово интересовање се појачава посебно спајањима и мерџерима који се дешавају у овом сектору, као и наглим порастом банкарске активе и сталним трендом повећања како свих врста пласмана средстава, тако и прикупљањем штедних улога грађана и привреде, као и јачањем капиталне базе домаћих банака. Бројност банака и дисперзија њихових појединачних удела одређују конкурентску структуру банкарског тржишта која се исказује концентрацијом.

Кључне речи: степен концентрације банака, инструментаријум за мерење степена концентрације, значај конкуренције.

Увод

Према новом Закону о банкама, конкуренцију могу угрожавати, поред концентрације и антиконкурентски споразуми и злоупотреба доминантног положаја. Наведено нормативно класификовање претњи слободној конкуренцији преузето је из Закона о заштити конкуренције. Поред своје развојне функције банкарског сектора у развоју привреде и привредне активности, као и креирању већег обима тражње на тржишту кроз кредитну политику према физичким и правним лицима, банкарски систем може имати и негативни утицај на развој привреде кроз концентрацију банкар-

ског система и зарачунавањем монополских профитних стопа. Да не би дошло до преовладавања негативних утицаја превелике концентрације у банкарском систему одлуке банака о преузимању (мерџер) је под будним оком Народне банке Србије (у даљем тексту НБС) која даје коначно одобрење о преузимању мањих банака од стране већих банака. Ова чињеница говори у прилог великом интересовању стручне јавности за тржишну структуру банкарског сектора и могуће наговештаје тржишне концентрације.

Развојно је најпожељнија ниска концентрација, односно фрагментарна тржишна структура,

*) Директор експозитуре Eurobank EFG, докторант на Интернационалном универзитету Нови Пазар

карактеристична за изразиту конкуренцију. Наведени аксиом аргументује општи закључак да је перспективност банкарског сектора битно условљена тржишном концентрацијом, на коме је утемељено право заштите конкуренције. Концентрација банака истовремено директно утиче на концентрацију и конкуренцију у финансијском и реалном сектору. Контрола концентрације је окосница политике заштите конкуренције у свим секторима, а посебно у банкарском. Централна позиција банака у домаћем финансијском систему и утицај на привреду такође индукују најшири значај банкарске концентрације за финансијску стабилност, ефикасност целокупног финансијског сектора и економски развој земље.¹ Аналитички оквир концентрације банака обухвата и све друге аспекте банкарског пословања, тржишне импликације и макроекономске учинке.

Узимајући у обзир улогу банкарског система у иницирању и подржавању развоја привредних активности, привредних субјеката једне земље, свеукупности развоја једног друштва говори у прилог чињеници сталне контроле банкарског система и подржавању изразите конкурентности тржишта (фрагментирани тржишне структуре) са већим бројем играча на тржишту од којих ни један нема доминантан ни пресудан утицај на параметре понуде на тржишту. Ова тржишна структура омогућава тржишну утакмицу учесника на тржишту на којем ниједан тржишни играч није у повлашћеном или доминантном положају, сви учесници на страни понуде имају све неопходне информације о тржишним приликама (ценама, трошковима, учешћу појединих учесника, понуди појединих играча итд.), исти законодавни оквир постоји за све тржишне играче, сви понуђачи имају сличан производ, постоји велики број корисника производа или услуга, не постоји слобода уласка или изласка са тржишта. Задња претпоставка је нарушена одлуком Народне банке Србије којом је онемогућена слобода уласка нових банака на тржиште Србије. Једина могућност уласка нових банака је путем аквизиционих активности, односно куповином домаћих банака које тренутно послују на тржишту Србије. Оваква одлука Народне банке Србије нема позитиван утицај на повећање конкурентности између банака, јер последично условљава арбитражање и регулисање броја банака које постоје на банкарском тржишту Србије. Са аспекта повећања конкурентности банкарског сектора позитивнији утицај би имала одлука о слободи уласка, услед испуњења одређених услова са аспекта минималног капитала, односно осталих услова из Закона о банкама. Наравно, овакву одлуку Народне банке

Србије морамо погледати и из другог угла, а она се тиче великог броја банака које су на почетку процеса реструктурирања банкарског система управо биле у власништву Републике Србије. Са тог аспекта је реална одлука ограничења слободног уласка да би се домаће банке сачувале и продале потенцијалним иностраним инвеститорима. Међутим, како се буде топио државни капитал у банкама, доћи ће и до слабљења административних ограничења са аспекта уласка нових / страних банака на ово тржиште.

Анализирајући понашање банака на тржишту Србије сведоци смо веома оштре и појачане конкуренције у којој се користе све врсте познатих начина промоције (билборда, ТВ реклама, радио реклама, брошура, директни маркетинг итд.), канали дистрибуције су толико развијени да смо сведоци да апликацију за поједине производе из банкарске понуде можемо поднети телефонским позивом (телемаркетинг). Ценовна конкуренција не игра велику улогу на садашњем нивоу развоја банкарског сектора, јер је конкуренција условила ценовно уједначавање понуде банкарског сектора, тако да се разлика у ценама код појединих банака креће од 0,5% до максималних 2%. Истраживања овог тржишта показују да поред цене која није једини фактор у опредељењу клијената за конкретну банку, велику улогу играју флексибилност кредитних критеријума које поједине банке постављају (лакоћа одобравања кредита), брзина реакције појединих банка, рок отплате кредита и други специфични услови прилагођени потребама углавном клијената. Овај кратак осврт на понуду производа односно банкарских услуга иде у прилог чињеници да у банкарском сектору постоји фрагментарна тржишна структура (изразита конкуренција). Значај конкуренције најчешће се одсликава у паду маржи које остварују предузећа, а у овом случају банке на тржишту. Равнотежа се у том случају успоставља на пресеку граничних трошкова и тржишне цене свих произвођача односно понуђача на тржишту. Са сигурношћу можемо рећи да је дошло до пада тржишних маржи на банкарском тржишту. Међутим, као што ће показати наредна анализа, банкарско тржиште је далеко од формирања цене на пресеку граничних трошкова и цене. Значај потпуне конкуренције огледа се у оштрој тржишној конкуренцији, где се ценовна конкурентност истрошила односно дошло је до смањења маржи, што значи да ниједан тржишни играч није у стању да смањи своју цену, а да при томе не изгуби велики износ својих прихода и не заплочи у зону губитка на таквим пласманима или услугама.

1) Вуковић, В. (2006): „Тржишна концентрација домаћих банака”, часопис *Финансије*, 2006, стр.6.

Упоређење индикатора концентрације за Србију и земље западне Европе показало да Србија има концентрисаније банкарско тржиште од најразвијених земаља западне Европе, а нижу концентрисаност од земаља које су скоро постале нове чланице Европске уније.

1. Мерење концентрације

Поћи ћемо од дефиниције тржишне концентрације по којој се привредна грана сматра концентрисаном када мали број тржишних субјеката контролише велики део продаје релевантног производа или услуге. Ова општа дефиниција се мора прилагодити банкарском сектору у поступку истраживања концентрисаности, избором адекватних варијабли које ће омогућити сагледавање степена концентрисаности на банкарском тржишту. Изабрана варијабла мора бити поуздана односно мора се обезбедити из званичних извора за све банке у систему. Да би се овом варијаблом обухватило и динамичко кретање тржишне концентрације, неопходно је да о овој варијабли постоје званични извештаји у прецизно утврђеним временским интервалима, најмање једном годишње. Овај услов испуњавају једино билансне варијабле односно одређени билансни агрегати.²

Мерење концентрације домаћих банака методолошки се заснива на одређењу релевантног тржишта, са релевантним производима на релевантном географском подручју. Подвојеност банака наспрам других финансијских посредника значајно доприноси прецизности релевантних тржишних граница. Унутар банкарског сектора може се пратити концентрација на целокупном тржишту и посебно укрупњавање на кредитном и депозитном тржишту.³

У избору варијабли у раду смо се определили за варијабле биланса стања јер су се оне показале као поузданије. На располагању су следећи агрегати: сопствени капитал банке, депозитни извори, кредитни портфолио или укупна актива банке. Сопствени капитал више одређује снагу и стабилност банке, а мање њену тржишну позицију. Мерење степена концентрације помоћу варијабле сопственог капитала банака показивало би мањи степен концентрације од резултата добијених на основу других варијабли. Банке у власништву

страних правних и физичких лица, као и највеће банке у систему имају нижи проценат капитала у односу на активу, што доводи до тога да капитал буде равномерније распоређен између банака. Резултати добијени анализом сопственог капитала банке показивали би мањи степен концентрације банкарског сектора од резултата добијених на бази критеријума банкарске активе. У раду се за мерење степена концентрације користе варијабле билансне активе, депозитни извори, кредитни пласмани и формирање активних каматних стопа.

Изабрана укупна актива банке не обухвата ванбилансну активу која у неким случајевима може бити и неколико пута већа од билансне активе, истовремено учествујући у половини укупних прихода банке. Ванбилансна актива неће доминантно одредити тржишну позицију банке, те се може занемарити без ризика да ће се тиме створити велика дисторзија у добијеним резултатима⁴. Вредност активе банака може се прихватити као адекватна варијабла за одражавање тржишне концентрације у банкарском сектору.

2. Инструментаријум за мерење степена концентрације

У анализи степена концентрације индустријске гране успешно се могу користити бројни индикатори. Најчешће су у употреби различити коефицијенти концентрације као што су: рацио концентрације, крива концентрације, Herfindahl-Hirschman-ов индекс, Lerner-ов индекс, Gini коефицијент, Panzar-Rosse-ов х-тест. Концентрисаност банкарског сектора Србије испитивана је на основу НИИ индекса, Лернеровог индекса, рација концентрације и криве концентрације.

2.1. Рацио концентрације и крива концентрације

Рацио концентрације или збир удела изабраног броја тржишних актера (C_i) обично се изражава процентуално. Избор броја тржишних учесника зависи од самих карактеристика сектора и захтева истраживања. У овом раду смо се одлучили за праћење тржишног удела највеће три банке, пет односно десет највећих банака у Србији. Разлог овоме је упоредивост са доступним истражи-

2) Маринковић, С. (2006): *Стање и динамика степена концентрације у банкарском сектору Србије* (Докторска дисертација), Економски факултет, Ниш, стр. 287.

3) Вуковић, В. (2006): „Тржишна концентрација домаћих банака”, часопис *Финансије*, 2006, стр.8.

4) Маринковић, С. (2006): *Стање и динамика степена концентрације у банкарском сектору Србије* (Докторска дисертација), Економски факултет, Ниш, стр. 288.

вањима у којима су аналитичари користили рацио концентрације за три, пет односно десет највећих банака. Јасно је да више вредности индикатора указују на виши степен концентрације. Коэффициент концентрације можемо израчунати на основу следеће опште формуле:

$$CR_n = t_1 + t_2 + t_3 + \dots + t_n$$

У интерпретацији коефицијента концентрације морамо бити обазриви, јер концентрација није довољан услов тржишне доминације, чак и када одговарајући удели прелазе 40%.⁵ Доминантан положај може имати и учесник са мањим тржишним уделом. Овај индикатор сам за себе нема неку аналитичку вредност већ добија вредност тек у поређењу са истим индикаторима у другим упоредним системима, као и праћењем његове динамике. Поред остваривања доминантног положаја на тржишту који може бити откривен коефицијентом концентрације, законодавна пракса многих земаља познаје и споразуме међу предузећима на тржишту који угрожавају конкурентност тржишта. Према томе, тржиште се креће ка неефикасним тржишним структурама и ако се тржиште по свим својим квантитативним показатељима налази у конкурентској тржишној структури.

Гранични рацио концентрације према европским стандардима је 25%, мада су појединачним одлукама дозвољене концентрације до 30%.⁶ У Србији, Законом о заштити конкуренције утврђена је оријентациона граница на 40% тржишног удела.

У наредном табеларном прегледу је кретање рација концентрације билансне суме, депозита и кредита за првих три (С3) односно пет банака (С5).

Табела бр.1 Концентрација билансне суме

Ред бр.	Рацио	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
1	С3	34,4	34,8	34,5	35,6	32,6	32	32,1
2	С5	46	47,6	47,3	50,3	47,21	45,89	45,2

Аутор је извршио сређивање података на основу билансна стања банака у банкарском систему као и коришћењем годишњих извештаја НБС (Народна банка Србије (2001-2009).

Уочљиво је да се концентрација повећавала до 2005. године, нарочито код првих пет банака, а главни допринос постепеном расту концентрације је дат смањењем разлике између три највеће банке и наредне две по износу билансне aktive. У наред-

не три године долази до пада концентрације билансне суме услед увећања active мањих банака.

Поред приказа кретања билансне суме у следећој табели дат је приказ кретања концентрације депозита и кредитних пласмана банака.

Табела бр. 2 Концентрација депозита и кредита

Депозити								
Ред бр.	Рацио	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009 ⁷
1	С3	47,30%	46,99%	42,68%	37,33%	36,63%	36,00%	39,43%
2	С5	64,50%	62,67%	60,15%	53,87%	50,64%	49,79%	51,88%
Кредитна активност								
1	С3	39,75%	40,30%	35,71%	32,95%	31,72%	34,05%	32,83%
2	С5	51,51%	55,50%	53,11%	48,57%	45,90%	48,13%	45,31%

Аутор је извршио сређивање података на основу билансна стања банака у банкарском систему као и коришћењем годишњих извештаја НБС (Народна банка Србије 2001-2009).

Концентрисаност кредитних активности банкарског сектора има сличне вредности као концентрација билансне суме. Може се приметити да је концентрисаност кредитних пласмана у почетку била већа од концентрисаности билансне суме, али се пред крај анализираниог периода скоро изједначила са концентрисаности билансне суме. Наравно, последица оваквог кретања рација концентрације јесте повећање кредитних пласмана банака које нису ушле у обрачун рација концентрације за три односно пет банака. Повећање конкуренције на тржишту кредитних пласмана је са своје стране морало имати ефекат на смањење марже банкарског сектора односно снижење каматних стопа на кредитне пласмане. Мере НБС које су биле усмерене на регулисање кредитног и каматног канала неминовно су утицале на изостанак утицаја раста конкурентности на пад каматних стопа. Повећање конкурентности на кредитном тржишту није дало очекивани ефекат на смањење каматних стопа услед предузетих активности од стране НБС. Каматне стопе су забележиле стабилније кретање односно пад нарочито на краткорочне кредитне пласмане у 2007. години, у осталим анализираним годинама каматне стопе су имале доста хаотично кретање на месечном нивоу⁸. Кретање каматне марже анализирано у раду даће потврду повећања конкурентности банкарског тржишта мерено рацијом

5) Вуковић,В. (2006): *Тржишна концентрација домаћих банака*, Часопис Финансије, 2006, стр.7.

6) Вуковић,В. (2006): *Тржишна концентрација домаћих банака*, Часопис Финансије, 2006, стр.9.

7) Подаци за 2009. годину се односе на 30.09.2009.годину.

8) Народна банка Србије – Сектор за економску анализу и истраживање

концентрације. Анализа кретања каматне марже показује пад током целокупног анализаног временског периода.

Депозити су у анализираном периоду показивали већу груписаност у односу на концентрисаност кредита и билансне суме. Концентрисаност депозита се смањивала у току целог анализаног периода, осим у 2009. години, када се концентрација повећала. Анализирано кретање рација концентрације показује да су клијенти имали на уму јачину банке којој поверавају своју уштеђевину. Поред каматне стопе која је нуђена, важан параметар одлучивања за банку којој ће се поверити штедња са становишта корисника услуга била је и

њена стабилност односно снага. Посебно су стабилност и снага банке дошли до изражаја појавом светске финансијске кризе, када је дошло до новог скока рација концентрације депозита. Анализа показује да је за потрошача изузетно значајна репутација банке и њена јачина. Банкарски менаџмент све више своју маркетинг кампању на тржишту депозита усмерава ка потенцирању своје јачине и сигурности банке, поред висине каматне стопе која се нуди на депозите.

У наредном табеларном прегледу дајемо приказ кретања рација концентрације за банкарски систем Европске уније.⁹

Табела бр. 3 – С5 Билансна сума банкарског система Европске Уније

Земље ЕУ	Учешће 5 највећих банака у укупним средствима					Укупан број банака	
	2004	2005	2006	2007	2008	2004	2008
Belgium	84,3	85,3	84,4	83,4	80,8	104	105
Denmark	67	66,3	64,7	64,2	66	202	171
Germany	22,1	21,6	22	22	22,7	2148	1989
France	49,2	51,9	52,3	51,8	51,2	897	728
Italy	26,4	26,8	26,2	33,1	33	787	818
Netherlands	84	84,5	85,1	86,3	86,8	461	302
Austria	43,8	45	43,8	42,8	39	796	803
Finland	82,7	82,9	82,3	81,2	82,8	363	357
Sweden	54,4	57,3	57,8	61	61,9	212	182
United Kingdom	34,5	36,3	35,9	40,7	36,5	407	391
Czech Republic	64	65,5	64,1	65,7	62	70	54
Estonia	98,6	98,1	97,1	95,7	94,8	9	17
Ireland	43,9	45,7	44,8	46,1	55,7	80	501
Greece	65	65,6	66,3	67,7	69,5	62	66
Spain	41,9	42	40,4	41	42,4	346	362
Cyprus	57,3	59,8	63,9	64,9	63,9	405	163
Latvia	62,4	67,3	69,2	67,2	70,2	23	34
Lithuania	78,9	80,6	82,5	80,9	81,2	74	84
Luxembourg	29,7	30,7	29,1	27,9	27,3	162	152
Hungary	52,7	53,2	53,5	54,1	54,5	217	197
Malta	78,5	75,3	71,4	70,2	72,8	16	23
Poland	50	48,5	46,1	46,6	44,2	744	712
Portugal	66,5	68,8	67,9	67,8	69,1	197	175
Romania	59,5	59,4	60,1	56,3	54	40	43
Slovenia	64,6	63	62	59,5	59,1	24	24
Slovakia	66,5	67,7	66,9	68,2	71,5	21	26
Bulgaria	52,3	50,8	50,3	56,7	57,3	35	30
Serbia	47,3	50,3	47,21	45,89	45,2	43	34

Извор: European central bank, Structural indicators for the EU banking sector, January 2010, str.5, <http://www.ecb.europa.eu>.

⁹⁾ European central bank, Structural indicators for the EU banking sector, January 2010, str.5.

Поређење концентрације Србије према билансној суми са групом европских земаља показује да Србија има конкурентнију тржишну структуру од већине чланица. Претходна констатација не важи за најразвијеније земље западне Европе. Конкурентности банкарског сектора развијених земаља доприноси већи број банака, снажнији банкарски систем. Као очигледан пример можемо навести следеће земље: Germany, France, Italy, Austria, Sweden, United Kingdom, Spain, Luxemburg.

Србија, са становишта поређења са земљама које су прошле транзиционе процесе, као што су: Бугарска, Румунија, Словенија, Република Чешка, Словачка, Мађарска, Летонија, Литванија, Естонија, показује нижи степен концентрисаности банкарског сектора. Међутим, уколико степен концентрације банкарског сектора Србије упоредимо са најразвијенијим земљама, долазимо до закључка да је велики број њих имао мањи степен концентрације од Србије. Објашњење слабије концентрисаности банкарског сектора најразвијених земаља западне Европе треба тражити у далеко развијенијој привреди, већем броју банака и надасве снажнијем банкарском сектору.

Степен концентрације у банкарском сектору такође се може сагледати кривуљом концентрације. Кривуљом концентрације добијамо непрекинути низ тржишног учешћа свих сегмената. Кривуља концентрације започиње лидерском банком, а сваки следећи сегмент добијамо тако што претходном сегменту додајемо банку која следи по величини. Те кумулативне тржишне уделе даље уцртавамо на вертикалној оси, док хоризонтална оса показује раст банака. Овај графички инструмент може се користити да се прочита степен контроле тржишта,

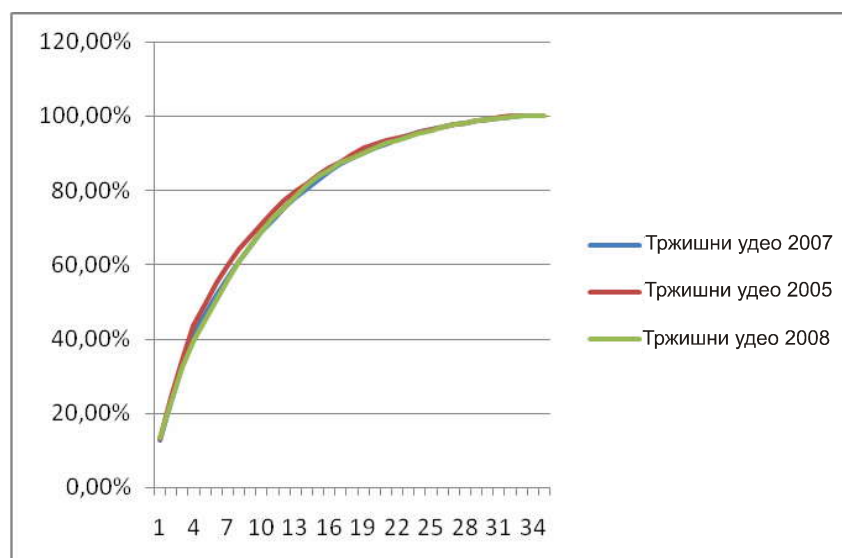
тј. коефицијент концентрације за било које n , при чему n представља број банака у растућем низу. На основу ове криве можемо веома лако прочитати рацио концентрације за водеће три или десет највећих банака. Овај графикон пружа могућност упоредног прегледа тржишне концентрације у различитим временским периодима, што омогућава веома брзо визуелно уочавање тенденција кретања концентрације. Приказ кретања криве концентрације дат је следећим графиконом (за 2006, 2007. и 2008. годину).

Можемо уочити да кривуљу за 2007. и 2008. годину карактерише израженија положеност, што означава нижи степен концентрације. Кривуља за 2005. годину се налази изнад криве за 2007. и 2008. годину, што показује већи степен концентрације у овој години. Идеално, равномерна дистрибуција активе била би представљена правом која дијагонално пресеца квадрат, тј. повезује доњи леви са горњим десним углом. Израженија конкавност указује на већи степен концентрисаности, тј. неравномернију расподелу.

2.2. Herfindahl-Hirschman-ов индекс концентрације (HHI)

За разлику од рација концентрације, HHI не показује дистрибуцију тржишног удела изабраног броја водећих компанија, већ обухвата све компаније у сектору. Због процедуре квадрирања, већи значај се даје компанијама са највећим тржишним уделима. Овај индекс омогућава добијање синтетичке мере степена концентрације која представља индикатор упоредив са било којим другим узорком, без обзира колико елемена-

Графикон бр.1 – Крива концентрације



та садржи узорак. Ова особина индекса веома значајна јер омогућава поређење банкарских система различитих земаља, од оних који се састоје од неколико банака, па до оних које имају неколико хиљада банака.¹⁰

Вредност овог индекса се креће у распону од нуле, што представља тржиште савршене конкуренције, до 10.000 када постоји случај монополског тржишта. Вредност индекса од нуле до хиљаду тумачи се као ниско концентрисано тржиште, вредности између хиљаду и хиљаду осам стотина означавају средње концентрисано тржиште, док вредности изнад ове границе означавају високо концентрисано тржиште, односно сектор. Веза кретања овог индекса и тржишне структуре представљена је следећим графиконом.



На основу овог графика можемо поставити следеће границе за разврставање преласка тржишне структуре из једног стања у друго:

Вредност ННН мањи од 1.000 – неконцентрисано тржиште највероватније неће довести до покретања антитрустовских мера, осим уколико се појаве неки други неконкурентни ефекти.

Вредност ННН између 1.000 - 1.800 - умерено концентрисано одсликава тржишну структуру са доминантним тржишним учешћем мањег броја произвођача, где сваки од њих има утицај на формирање равнотежне цене.

Вредност ННН изнад 1.800 - високо концентрисано тржиште; уколико интеграција повећа овај индекс изнад 1.800, ово тржишно стање тежи ка дуополу односно монополу то јест стању у којем опстају само два већа произвођача која имају могућност поделе тржишта, могућност раста за даље проширење тржишних удела, формирање картела, односно монополизацију тржишне структуре. Ова тржишна структура покреће пажњу власти која није реаговала превентивно у тражењу стратегије за повратак тржишне структуре на конкурентску тржишну структуру.

Према америчким Фед стандардима, банкарски мерцери су дозвољени уколико последични раст НН индекса није већи од 200 у оквиру реперних 1.800 поена. Европска правила су нешто блажа, тако да се прихватљивим третира преузимања то јест мерцери који изазивају повећање ННН до 250 поена, без пробијања границе од 2.000 поена.¹¹

У следећој табели дат је приказ кретања Herfindahl-Hirschman-ог индекса за билансну суму банкарског сектора Србије, кредите и депозите. ННН одсликава структурне промене у банкарском сектору за последњих девет година.

Табела бр.4 – Herfindahl-Hirschman-ог индекса

Herfindahl-Hirschman индекс			
Година	Билансна сума	Депозитна активност	Кредитна активност
2001	1138,7	581,8	502,4
2002	627,3	900,1	764,4
2003	598,7	997	802
2004	599	988	785
2005	665	754	672
2006	614	683	604
2007	578	659	567
2008	629	696	644

Аутор је извршио сређивање података на основу билансна стања банака у банкарском систему као и коришћењем годишњих извештаја НБС (Народна банка Србије 2001-2009).

10) Маринковић, С. (2006): *Стање и динамика степена концентрације у банкарском сектору Србије* (Докторска дисертација), Економски факултет, Ниш, стр 292.

11) Вуковић, В. (2006): *Тржишна концентрација домаћих банака*, Часопис Финансије,

Највећу вредност НН индекс билансне суме забележен је у 2001. години, као последица концентрације четири највеће банке. Народна банка Србије је одузела дозволу за рад од четири највеће банке које су у билансној суми учествовале са 57%. Последица овакве одлуке НБС се одразила на велики пад НН индекса концентрације у следећој години. У наредних седам година НН индекс се кретао између 570–670 поена потврђујући слабу концентрацију домаћег банкарског сектора односно његов уравнотежен структурни развој.

Неповољна динамика кретања овог рација до 2005. године делимично се може објаснити као последица издвајања лидерске „Делта банке“ која је у овој години повећала своје тржишно учешће са 13,57% на 15,4%. Поред овог повећања, дошло је до повећања активне двеју банака које заједно са прве три банке чине С5. Првих пет банака је учествовало у укупном повећању рација концентрације за првих десет банака са пуних 3% док на осталих пет отпада 1,1% у односу на претходну годину. Ово је условило највеће повећање НН индекса у овој години. Кретање овог рација у 2006. години показује да су конкуренти одговорили на изазов повећања тржишног удела првих пет банака. Као последица тога дошло је до пада НН индекса у наредном периоду.

Концентрација депозитних средстава у банкарском сектору била је нестабилнија и приметно већа. Банкарски сектор је најмању концентрацију, мерену НН индексом, имао у 2001. години, да би се концентрација у наредном периоду повећавала и достигла своју највећу вредност у 2003. години. Последица је концентрација депозита у четири банке, чије акумулирано учешће у укупним депозитима је износило 58,92%. Смањење њиховог појединачног учешћа у наредном периоду је условило смањење НН индекса у наредне три године. Поновни раст концентрисаности депозита забележен је у 2008. и 2009. години, а као последица повећања концентрације депозита у две највеће банке на тржишту *Интеса банци* и *Комерцијалној банци*. Узрок концентрације депозита у највећим банкама треба тражити у сигурности клијената који је био пресудан фактор у одабиру банке приликом поверавања своје штедње. Економско-финансијска криза је условила да се клијенти приликом поверавања својих штедних улога све више интересују за стабилност и сигурност банке.

Концентрација кредита мерена НН индексом је била прилично нестабилна током анализираног

периода и кретала се у широком дијапазону од 500 -800 поена. Највећу концентрацију кредитна активност је забележила у 2004. години, а као последица концентрације кредита у следећих пет банака: „Комерцијална банка“, „Raffaisen bank“, „Intesa bank“, „Војвођанска банка“, „Јубанка“. Учешће ових пет банака у укупним кредитима банкарског сектора је износило 56%. У наредне четири године је дошло до пада концентрације кредита, што нас наводи на закључак да се конкуренција на тржишту кредитних пласмана повећала. Пад концентрације је настављен све до 2008. године када је овај индекс забележио поновни раст. Важно је истаћи да је кретање овог индекса било далеко испод границе олигополске тржишне структуре, која мерена овим индексом износи 1.800 поена.

НН индекс показује изузетну конкурентност домаћег банкарског тржишта. Конкуренција између банака запажа се на сваком кораку захваљујући све присутнијем рекламирању банакарских производа као и ширењу мреже пословница. Ширење мреже пословница је изостало у току прошле године, међутим како криза буде јеђавала, то ће се конкуренција на банкарском тржишту повећавати. Значајнији раст концентрације може бити изазван аквизиционим активностима појединих банака. Поред мерцера на домаћем тржишту, банкарски систем Србије може бити и под утицајем иностраних мерцера и аквизиција. Процес праћења концентрације у банкарском сектору мора обухватити и праћење иностраних матичних банака и њихових аквизиционих активности. Може се лако десити да мерцери и аквизиције буду екстерно изазвани од стране матичних банака у иностранству. При томе није важно да ли се и званично спроводи концентрација или банке задржавају пословну самосталност. Самосталност у овом случају не би искључила концентрацију и колективну доминацију.

У наредном графикону дат је преглед кретања НН индекса за европски банкарски систем.¹²

Значајно је запазити да веће и развијене државе имају веће банкарске системе, већи број банака и природно конкурентнији банкарски сектор. Као очигледан пример можемо навести следеће земље: Немачка, Француска, Италија, Аустрија, Шведска, Велика Британија, Шпанија, Луксембург. Постоји корелација између броја банака и привредног развоја са једне стране, и степена конкурентности са друге стране. Наравно, одступања од овакве законитости примећују се код развијених земаља као што су: Белгија, Холандија, Финска. Занимљиво је запазити да у Белгији по-

12) European central bank, Structural indicators for the EU banking sector, January 2010, str.5, <http://www.ecb.europa.eu>

Табела бр. 5 - ННИ Билансне суме банкарског система Европске уније

Земље ЕУ	Херфиндахл индекс фор Цис					Укупан број банака	
	2004	2005	2006	2007	2008	2004	2008
Belgium	2102	2112	2041	2079	1877	104	105
Denmark	1146	1115	1071	1120	1229	202	171
Germany	178	174	178	183	191	2148	1989
France	623	727	726	679	681	897	728
Italy	230	230	220	328	344	787	818
Netherlands	1726	1796	1822	1928	2168	461	302
Austria	552	560	534	527	454	796	803
Finland	2680	2730	2560	2540	3160	363	357
Sweden	854	845	856	934	953	212	182
United Kingdom	376	399	394	449	412	407	391
Czech Republic	1103	1155	1104	1100	1000	70	54
Estonia	3887	4039	3593	3410	3120	9	17
Ireland	500	600	600	600	800	80	501
Greece	1070	1096	1101	1096	1172	62	66
Spain	482	487	442	459	497	346	362
Cyprus	940	1029	1056	1089	1024	405	163
Latvia	1021	1176	1271	1158	1205	23	34
Lithuania	1854	1838	1913	1827	1714	74	84
Luxembourg	304	312	294	276	278	162	152
Hungary	798	795	823	840	822	217	197
Malta	1452	1330	1185	1177	1236	16	23
Poland	692	650	599	640	562	744	712
Portugal	1093	1154	1134	1098	1114	197	175
Romania	1111	1115	1165	1041	922	40	43
Slovenia	1425	1369	1300	1282	1268	24	24
Slovakia	1154	1076	1131	1082	1197	21	26
Bulgaria	721	698	707	833	834	35	30
Serbia	599	665	614	578	629	43	34

Извор: European central bank, Structural indicators for the EU banking sector, January 2010, str.5, <http://www.ecb.europa.eu>

стоји мање банака које функционишу у укупном банкарском систему у односу на остале високо развијене земље западне Европе. Дубља анализа може показати да ли је због овога Белгија хендикепирана на неки начин, односно да ли је ово допринело високој концентрисаности банкарског сектора. Тенденција кретања НН индекса показује за ову земљу позитивно кретање, што вероватно наводи на закључак да су законодавни органи уочили да долази до претеране концентрације у банкарском сектору и преузели неопходне кораке ради корекције овог стања. За друге две земље је

карактеристично да је дошло до пада броја банака у банкарском систему, као и до неповољног тренда кретања НН индекса. Ово је нарочито карактеристично за Финску која је забележила повећање НН индекса у задњој анализираној години од укупно 650 поена, што се са становишта Европског закона о заштити конкуренције сматра неприхватљивим јер је максимално повећање овог индекса регулисано на 250 поена, без пробијања реперних 2000 поена.

Србија са становишта поређења са земљама које су прошле процесе транзиције, попут земаља

као што су: Бугарска, Румунија, Словенија, Пољска, Република Чешка, Словачка, Мађарска, Летонија, Литванија, Естонија, показује нижи степен концентрисаности банкарског сектора. Индекс од 578 поена сврстава је у групу земаља са ниско-концентрисаним банкарским сектором. Међутим, уколико степен концентрације банкарског сектора Србије упоредимо са најразвијенијим земљама долазимо до закључка да је велики број њих имао мањи степен концентрације од Србије. Објашњење слабије концентрисаности банкарског сектора најразвијенијих земаља западне Европе треба тражити у далеко развијенијој привреди, већем броју банака и нада све снажнијем банкарском сектору. Са овог становишта, одлука о административном регулисању броја банака, односно ограничења слободе уласка страних банака на домаће тржиште, изгледа као кочница повећања броја банака на домаћем тржишту, а у складу са тим и смањење конкурентности на банкарском тржишту.

2.3. Лернеров индекс монополске моћи

За мерење монополске моћи у банкарству се може користити врло једноставан бихејвиористички модел. Тај модел претпоставља да је природан начин мерења монополске моћи истраживање у којој мери цена премашује гранични трошак. Истраживање мора бити усмерено и на тенденцију кретања разлике између цене и граничног трошка, што са своје стране може одражавати и тенденцију концентрације. Мери монополске моћи и њено израчунавање на овај начин је први увео економиста Abba Lerner и по њему је овај индекс и назван - Лернеров индекс монополске моћи.

Лернеров индекс се израчунава на основу разлике између цене и граничног трошка подељеног ценом:

$$L = (P - MC) / P$$

Лернеров индекс увек има вредност између 1 и 0. Савршено конкурентно тржиште има вредност овог индекса једнаку 0; што Лернеров индекс више тежи јединици, већа је и монополска моћ. Лернеров индекс можемо изразити и преко еластичности криве тражње на следећи начин:

$$L = - 1/Ed$$

Примена Лернеровог коефицијента ради анализе друштвене политике има својих ограничења. Услед тешкоћа у мерењу граничног трошка, често се у пракси за израчунавање Лернеровог коефицијента користи просечан варијабилни тро-

шак. Друго, могуће је да предузеће одређује своје цене испод оптималне цене. Лернеров индекс за овако одређене цене неће моћи да измери стварну монополску моћ. На крају, индекс занемарује динамичке аспекте одређивања цена као што је утицај криве учења на промену у тражњи.¹³

У наставку рада кретања Лернеровог индекса дефинисаћемо полазећи од два начина.

Један начин ће обухватити дефинисање граничних трошкова у банкарском систему, односно преглед трошкова додатно пласираних средстава.

Други начин ће бити изведен са аспекта разлике између активних и пасивних каматних стопа, а на бази прихода и расхода садржаних у билансу успеха. Морамо имати у виду да су трошкови пасивних камата представљали само један део додатних трошкова ангажовања средстава ради остваривања додатних пласмана. Други начин мерења Лернеровог индекса изведен је уз неколико претпоставки које имају методолошку тежину.

Прва претпоставка изводи се из краткорочних извора депозитних средстава. Анализом пасиве биланса стања утврђено је да су у анализираном периоду краткорочни извори чинили 95% депозита банкарског система.

Друга претпоставка је равномерно кретање депозитне базе и кредитних пласмана банкарског сектора у анализираном периоду. Анализом кретања ових билансних агрегата уочено је да су се депозитни извори и кредитни пласмани равномерно кретали, што нам је дало за право да извршимо процену Лернеровог индекса, упоређењем прихода и трошкова камата у анализираном периоду. У наредној табели приказан је преглед кретања кредитних пласмана и депозитне базе банкарског сектора у целини.

Табела бр. 6 – Кретање кредитних пласмана и депозитне базе у Србији

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Укупни кредитни пласмани	185591	283832	434527	545481	760905	1027581
Укупни депозити	223226	313256	484683	666290	960161	1024708

Аутор је извршио сређивање података на основу билансна стања банака у банкарском систему као и коришћењем годишњих извештаја НБС (Народна банка Србије 2001-2009).

Пре него што презентујемо резултате анализе на основу Лернеровог индекса, ради разумевања

13) Pindyck,R. Rubinfeld,D (2005): Mikroekonomija, Prevod: Mate, Zagreb, str. 341.

методологије коришћене у раду, даћемо кратак осврт на начин одређивања граничних трошкова додатних пласмана банкарског сектора.

3. Извођење граничних трошкова додатних средстава банкарског сектора

У литератури су позната следећа два начина одређивања цене коштања банкарских средстава:

- метод просечних пондерисаних трошкова,
- метод маргиналне цене.

Методом просечних пондерисаних трошкова, одређивање цене банкарских депозитних и не депозитних извора добија се множењем просечног стања рачуна пасиве са просечном ценом у одређеном периоду. Просечна цена се добија поделом укупних трошкова пасиве са укупним банкарским ресурсима. Главни недостатак овог метода је његово заснивање на историјским трошковима, приликом формирања депозитног и недепозитног потенцијала банкарског сектора. Динамична привреда проузрокује сталну промену тржишних каматних стопа, што условљава да се просечна цена мења у датом тренутку. Услед сталне промене каматних стопа односно структуре депозитне базе банкарског сектора потребна је анализа цене банкарских извора која полази од садашње цене појединих извора и промењене структуре. Поред наведених недостатака, метод има додатни недостатак јер не узима трошкове прибављања средстава као што су трошкови рекламе, провизије итд. Ова метода не узима у обзир ни чињеницу да банка не користи депозитна средства за каматносно пласмане, због чега недостаје приход из којег би се надокнадили трошкови мобилисања ресурса. Један такав пример је обавезна резерва на депозитни потенцијал прописана од стране Централне банке.

Имајући у виду недостатке претходног метода, дефинисан је метод маргиналне цене пасиве. Основу овог метода чине репродукционе цене банкарских ресурса. Репродукциона цена представља цену по којима би у садашњем тренутку банка могла да набави ресурсе којима већ располаже из претходног периода. Репродукционе цене показују минималне приносе које банка мора остварити на пласирану активу да би сачувала супстанцу извора средстава у датом временском периоду. Можемо је означити као маргиналну цену средстава у финансијској структури банке. Маргинална цена представља основ за утврђивање очекиване стопе приноса на додатну активу која се може купити додатним средствима. Израчунавање маргиналних трошкова према овој ме-

тоди врши се тако што се најпре одреди појединачни извор средстава који банка жели да користи, као и његов маргинални трошак за банку. Добијена вредност маргиналних трошкова је основ за утврђивање цене активе. Уколико изаберемо депозите као доминантан облик извора банкарских средстава, треба извршити декомпензацију цене депозита на саставне елементе: 1. каматна стопа која се плаћа на депозите; 2. трошкови аквизиције депозита; 3. трошкови обавезне резерве; 4. трошкови сервисирања; 5. премија осигурања.

Израчунавање маргиналних трошкова можемо извршити на основу следеће формуле:¹⁴

$$MR = (\text{каматна стопа сервисирања} + \text{трошкови аквизиције} + \text{трошкови осигурања}) / (1 - \text{обавезне резерве})$$

При утврђивању цене ресурса банке, могу се користити два приступа посматрајући цене свих извора као целину и сходно томе формира се јединствена цена. Друга метода је груписање банкарских извора у неколико релативно хомогених целина, према рачности, обиму, ликвидности, осетљивости каматне стопе. У оваквим случајевима банке могу правити комбинације извора средстава и појединих врста зајмова.

Граничан трошак представља додатну јединицу улагања при датим фиксним капацитетима која је неопходна да би се произвео додатни обим производње. Представљено у банкарском пословању при дефинисаним капацитетима односно уз претпоставку да не постоји ширење пословница експозитуре и улагања у додатне капацитете у кратком року, додатни трошкови повећања пласмана банака би били додатни трошкови ангажовања ликвидних средстава која ће банка искористити за пласмане кредитних средстава својим комитентима.

Гранични трошак банкарског сектора посматрано са овог становишта је чинио трошкове ангажовања додатних депозитних средстава. Банке на додатна депозитна средства плаћају пасивну камату, било да су колекцију додатних средстава прикупљали од становништва било да су се задуживали на тржишту капитала. Процена цене коштања ангажовања додатних средстава у банкарском сектору одређена је са аспекта задужења на тржишту капитала. Пасивна каматна стопа одређена на овај начин представља горњу границу цене коштања. Средства прикупљена од становништва, јавног сектора и привреде, имала су за банку нижу цену коштања. На ово посебно скрећемо пажњу јер су средства прикупљена од

14) Александар, Ж. Станкић, Р. Крстић, Б. (2007): Банкарско пословање и платни промет, Економски факултет, Београд, стр. 180.

ових сектора чинила у просеку од 80% до 95% укупно прикупљених депозита. На основу овога можемо закључити да је цена коштања банкарских средстава била нижа од оне која ће бити презентована у овом раду. Са обзиром на то, банке су у просеку имале већу маржу која се додавала на граничне трошкове одређене на овај начин.

Структура додатних трошкова ангажовања средстава у банкарском сектору састојала се од следећих елемената:

- обавезне резерве (Mandatory Reserve Requirement),
- ризика земље (Country Spread),
- премије за ликвидност (Liquidity Premium),
- оперативних трошкова банке (Local Funding unit charge).

У наставку рада дато је кратко објашњење свих посебно наведених елемената граничних трошкова.

Активно коришћење обавезне резерве као инструмента монетарне политике НБС је спроводила од 2005. године до краја 2008. године. Обавезна резерва је првенствено коришћена у циљу појачавања кредитног и каматног канала. Анализирани период је нарочито карактеристичан по сталним корекцијама стопе обавезне резерве, углавном навише, или је основица за обрачун проширивана. Основни циљ монетарне политике путем обавезне резерве јесте успоравање кредитне активности банака.

Промене у кретању обавезне резерве су други основни фактор стварања и поништавања новчане масе. Пораст ограничених средстава доводи до смањења новчане масе, док са друге стране смањење ограничених средстава подразумева њихово преливање у ликвидна средства, односно новчану масу. Обавезна резерва има две основне улоге. Прва је пруденцијалног карактера, будући да кроз регулисање ликвидности банка помаже стабилности финансијског система, а друга је да делује као инструмент трансмисије мере монетарне политике на економску активност и инфлацију. У економској теорији најчешће се помињу два основна правца деловања стопе обавезне резерве на економску активност и инфлацију - преко утицаја на понуду кредита и контролу прилива иностраног капитала.¹⁵

Први правац деловања углавном се односи на деловање обавезне резерве на кредитни потенцијал банака тј. кроз кредитни канал. Повећање сто-

пе обавезне резерве утиче на смањење понуде банкарских кредита и за резултат има успоравање економске активности. Поред утицаја на смањење понуде банкарских кредита, повећање обавезне резерве утиче и на повећање каматног канала, односно доводи до повећања цене коштања додатних средстава банкарског сектора, а у складу с тим и до поскупљења аупута које креира овај сектор.

Деловање обавезне резерве на кредитни потенцијал банкарског сектора Бернанке и Блиндера (1988) су објаснили на примеру репрезентативне банке чија се активна страна састојала од кредитних пласмана (К), хартија од вредности (ХОВ) и обавезне резерве (ОР), а пасивна страна биланса стања од депозитног потенцијала (Д). Стопу обавезне резерве у моделу ћемо представити са p и претпоставићемо да је фиксна. Полазећи од билансне равнотеже кредитни потенцијал који стоји на располагању репрезентативној банци може се представити следећом формулом, уз претпоставку да се износ улагања у хартије од вредности не мења и да је фиксиран на одређеном нивоу.¹⁶

$$K = (1-p) * D - ХОВ$$

Претходна формула јасно указује на то да свака промена стопе обавезне резерве директно утиче на кредитни потенцијал банкарског сектора. Стопа обавезне резерве представља порез који банке имају обавезу да плате за своју активност. Наравно, банке настоје да овај трошак пребаце на своје клијенте, урачунавајући трошкове обавезне резерве у цену коштања додатно ангажованих средстава.¹⁷ Кретање трошкова обавезне резерве је било различито у структури граничних трошкова, а зависно од повећања стопе обавезне резерве, односно проширења основице за обрачун обавезне резерве.

Други елемент граничних трошкова додатних пласираних средстава банака-Цоунтру спреад представља меру ризика земље прилива капитала које зарачунава инвеститор, односно позајмљивач средстава. У стручној литератури је овај елемент цене коштања познат под називом *country risk*, то јест ризик земље. Све пословне трансакције носе одређени проценат ризика, међутим када одређене трансакције долазе преко границе оне за инвеститора носе додатни ризик који није присутан у домаћим трансакцијама. Додатни ризик којим је изложено међународно кретање капитала укључује ризик који проистиче из разних националних ризика као што су еко-

15) Палић, М. Тасић, Н (2008): Ефикасност стопе обавезне резерве као инструмента монетарне политике, Народна банка Србије, Београд, стр.2.

16) Палић, М. Тасић, Н (2008): Ефикасност стопе обавезне резерве као инструмента монетарне политике, Народна банка Србије, Београд, стр.2.

17) Палић, М. Тасић, Н (2008): Ефикасност стопе обавезне резерве као инструмента монетарне политике, Народна банка Србије, Београд, стр.2.

номска структура, политика, друштвено политичке институције, географија положај земље као и валута. У основи, постоје два ризика међународног кретања капитала:

1. ризик земље
2. ризик суверенитета.

Анализа ризика земље почива на становишту да све фундаменталне неравнотеже у економском, политичком или друштвеном животу повећавају ризик земље. Не постоји свеобухватан теоретски концепт одређивања ризика земље да би се направило упутство за процес мапирања ризика. Већина услуга базира мере ризика на мешавини економских и друштвено политичких теорија и искустава аналитичара.¹⁸ Аналитичари, ради процене ризика земље, фокусирају своју пажњу најчешће на следећих шест главних параметара за процену ризика земље. Многи од ових категорија се међусобно преклапају имајући у виду међусобну повезаност између домаће привреде са политичким системом и са међународном заједницом. Следећих шест концепата имају тенденцију да се појаве у оцени ризика код већине анализа:

- економски ризик,
- трансферни ризик,
- ризик девизног курса,
- ризик локације или сусједства,
- ризик суверенитета,
- политички ризик.¹⁹

Најчешћу процену ризика земље дају бонитетне куће које представљају ризик земље који је подељен у 7 нивоа од DB1, што се сматра најмањим ризиком до DB7 што се сматра највећим ризиком. Сваки ниво је подељен у 4 ниво од а до д, где д представља највећи ризик у датом нивоу.

Трећи елемент граничних трошкова - Премија за ликвидност представља екстра повратак тражен од инвеститора као надокнаду за држање средстава која могу бити тешко претворива у готовину. Класичан пример за то су две врсте обвезница, једне са којима се ретко тргује и која нема активно тржиште и друге за које постоји активно тржиште. Полазимо од претпоставке да ове две врсте обвезница имају једнак кредитни ризик и зрелост, цена првих обвезница то јест каматна стопа на пласирана средства у њима биће већа од цене других обвезница. Наравно, уз претпоставку да су сви остали критеријуми поврата инвестиције једнаки, већу

цену првих обвезница у односу на друге обвезнице одређује премија за ликвидност. Премија за ликвидност се јавља приликом калкулације маргиналне цене извора средстава.

Local Funding unit charge представљају оперативне трошкове банке као што су провизије, плате, дневнице, трошкови материјала и опреме, као и трошкови проналажења средстава. Ови трошкови представљају трошкове функционисања сектора за колекцију депозита односно задуживања на тржишту капитала.

Задњи елемент граничних трошкова представља референтна каматна стопа односно базна каматна стопа. Референтна каматна стопа представља базну каматну стопу која се уговара. Најпознатије референтне каматне стопе које се користе у већини европских земаља су Libor и Euribor. Либор је најпознатија референтна каматна стопа која се формира на међународном финансијском тржишту у овом конкретном случају на међубанкарском тржишту у Лондону. Третира се као референтна односно реперна каматна стопа за краткорочне каматне стопе на велики број финансијских трансакција широм света. Либор се одређује на основу каматних стопа по којој првокласне банке на спот бази нуде једна другој новчана средства у 10 валута, на рок од годину дана за *overnight* депозите, на рок за два дана, 1 и 2 недеље и од 1 до 12 месеци.²⁰ Libor се израчунава сваког радног дана у Лондону по утврђеној методологији под покровитељством британског удружења банака. Libor је најважнија међународна референтна каматна стопа зато што постоји већ дуге време. Исказује се у водећим светским валутама. На кретање Libor-а утиче текућа ликвидност на тржишту новца у Лондону, локалне каматне стопе на поједине валуте, очекивање банака о будућем кретању каматних стопа и валута, као и пословни профили банке учесника „Панела“, што му даје особину тржишне сензитивности.

Стварањем европске економске и монетарне уније уведена је нова референтна међубанкарска каматна стопа Euribor. Банке које дају котацију каматних стопа су такозване банке „Панела“ су првокласне банке, изабране према тржишним критеријумима из сваке земље. За одређивање вредности каматне стопе користи се просек од 55 европских и 6 ваневропских банака.

С обзиром да смо у претходном делу објаснили све чиниоце маргиналне цене, у наредној табели дат је заједнички преглед свих елемената маргиналне цене, као и износ укупне маргиналне цене.

18) О овоме више погледати у: Петровић, Е. Станковић, Ј (2009): *Country risk and effects of foreign direct investment*, Економски факултет, Ниш, стр. 9 - 22

19) Meldrum, D.: *Country risk and foreign direct investment*, str. 2.

20) MTVU: *Bankarstvo*, Lekcija 5, str 102 - 108

Истичемо да се овде ради о просечној маргиналној цени добијеној на основу кретања њених елемента током године. На овако одређену маргиналну цену банкарски сектор је зарачунавао профитну маржу или спреад од 2,5 до 4%. Зарачунавање профитне марже смо повезали са периодом пре кризе, када је она износила 2,5%, да би се повећала након избијања светске финансијске кризе. Оваква калкулација маргиналне цене представља калкулацију горње цене коштања јер су депозити прикупљени на домаћем тржишту од привреде и становништва коштали ниже у односу на овако формирану цену. На основу овога закључујемо да је спреад или профитна маржа била већа у просеку од претходно дефинисаног дијапазона. Узимајући у обзир ову чињеницу у истраживању смо намерно узели два начина израчунавања Лернеровог индекса, један помоћу маргиналне цене на коју се додаје профитна маржа док је други начин заснован на приходима од камата и расходима камата. Наредним графиком ћемо овако одређеној маргиналној цени додати профитну маржу или spread.²¹

Табела бр.8 – Калкулација каматне стопе

Лернеов индекс				
	2007	2008	2009	2010
Маргинална цена коштања	9,89%	10,91%	8,36%	6,72%
Профитна маржа (спреад)	2,50%	2,50%	3,25%	3,25%
Цена кредита	12,39%	13,41%	11,61%	9,97%
Лернеров индекс	0,20	0,19	0,28	0,33

Због уговорне обавезе дискреције при истраживању презентовање извора није могуће осим издавачу.

Кретање Лернеровог индекса показује да је дошло до његовог пада у току 2007. и 2008. године да би поново забележио раст током два задња анализирана периода. У својим студијама

Ангелини и Цеторелли утврдили су да на Лернеров индекс утичу различити макроекономски агрегати. Према овим ауторима, највећи утицај има реални раст БДП, краткорочне каматне стопе, инфлација. Ови аутори скрећу пажњу да кретање Лернеровог индекса зависи и од кретања ових макроекономских агрегата.²² Наравно да су поремећаји на светском финансијском тржишту у октобру 2008. године узроковали кретање Лернеровог индекса на горе у задње две године, јер су банке повећале свој спреад, а као последицу повећаног ризика пласирања средстава.

У наставку је приказано израчунавање Лернеровог индекса на основу кретања прихода и расхода камата.

Табела бр. 9 – Лернеров индекс (приходи и расходи камата)

	2003	2003	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Приходи од камата	13052	19232	23261	32171	49015	76937	106942	157770
Расходи од камата	3349	5157	4656	8384	14361	28692	43538	61835
Лернеов индекс	0,74	0,73	0,80	0,74	0,71	0,63	0,59	0,61

Аутор је извршио сређивање података на основу биланса стања банака у банкарском систему као и коришћењем годишњих извештаја НБС (Народна банка Србије (2001-2008)).

Претходно израчунавање је извршено узимањем у обзир само прихода и расхода од камата. Нисмо залазили у анализу додатних граничних трошкова пласираних додатних средстава, већ смо се искључиво фокусирали на трошкове пасивних каматних стопа као најевидентнији додатни трошак пласираних средстава. Банкарски сектор поред трошкова камата има и остале значајне трошкове као што су трошкови плата, закупа,

21) Обрачун Лернеровог индекса на основу маргиналне цене је обухватио само период од 2007. године. За претходни временски период нисмо располагали подацима о кретању појединачних елемената маргиналне цене коштања.

22) Kraft, E. (2007): Колика је конкуренција у хрватском банкарском сектору, Хрватска народна банка, Загреб, стр.35.

трошкови провизије, колекције, обезбеђења, амортизације итд. Трошкови камата презентовани на овај начин нису обухватили цоунту спреад, премију за ликвидност, local funding charge. На почетку одређивања маргиналне цене скренули смо пажњу на то да претходно израчуната цена представља горњу границу маргиналне цене, а приказ прихода и расхода камате то поткрепљује. Банкарски систем у целини је имао мање трошкове камата од метода коришћеног за израчунавање активних камата на кредитне пласмане, што нас наводи на закључак да је цена банкарских средстава била значајно изнад њихових граничних трошкова. На основу анализе кретања профитне марже могло би се закључити да су банке имале висок степен монополске моћи на тржишту.

Претходно анализирани коефицијент концентрације, односно НН индекс одражава нискоконтрисану тржишну структуру у којој ниједан тржишни актер нема доминантну позицију на тржишту. Банкарски сектор је одређивао своју цену значајно изнад својих граничних трошкова, што наводи на закључак да је имао значајну монополску моћ која се одражавала у повећању спреда на банкарске пласмане. Намаће се питање: где је извор монополске моћи банкарског сектора у Србији? Извори монополске моћи предузећа у одређеној тржишној структури условљени су следећим чиниоцима: бројем предузећа у сектору, еластичношћу тржишне потражње, интеракцијама предузећа. Примењујући изворе монополске моћи на банкарски сектор у Србији, изводи се закључак да је главни извор монополске моћи потицао од еластичности тржишне потражње. Еластичност тржишне потражње представља доњу границу величине еластичности потражње сваке банке у банкарском систему. Еластичност тражње сваке банке појединачно има већу вредност од еластичности тржишне потражње. Претходна констатација упућује на закључак да све банке у систему немају једнаку еластичност тражње, што са своје стране утиче на прераспodelу монополске моћи у оквиру банкарског сектора. Имајући ово у виду, може се закључити да су банке имале монополски положај на тржишту настао услед стране еластичности тржишне потражње. На овај начин им је омогућено да своје активне каматне стопе формирају значајно изнад граничних трошкова.

Поређење кретања Лернеровог индекса применом двају метода обрачуна онемогућено је због недостатка података за калкулацију маргиналних цена у целокупном временском периоду. Лернеров индекс показује пад од 2003. до 2007. године, што значи да се конкуренција у банкарском сектору у овом временском периоду повећала. Повећање Лернеровог индекса забележено је је-

дино у последњој анализираној години. Кретање граничних трошкова показује да је маргинална цена скочила једино у 2008. години а овај раст је настао као последица, са једне стране, раста еурибора, а са друге стране, раста трошкова прибављања средстава.

Поређење кретања Лернеровог индекса, по методи маргиналне цене, указује на његов пад током 2008. године, што наводи на закључак да се конкуренција у том временском периоду повећала. Наравно, као последица финансијске економске кризе дошло је до раста Лернеровог индекса у току 2009. године и првом кварталу 2010. године, као последица зарачунавања веће профитне марже повезане са већим ризиком пласирања средстава. Уколико упоредимо два претходна индекса обрачуната различитим методама, можемо закључити да се смер кретања Лернеровог индекса разликовао. Према кретању прихода и расхода од камата, Лернеров индекс је показао раст 2008. године, док је према маргиналној цени дошло до повећања конкуренције и последично пада Лернеровог индекса. Међутим, потребно је нагласити да је анализа методом маргиналне цене обухватила кратак временски период, што му смањује аналитичку вредност.

Закључак

Претходним индикаторима је потврђен низак ниво концентрисаности билансне суме, кредитног и депозитног потенцијала. Лернеров индекс анализиран у истом временском периоду показује да је дошло до повећане конкурентности на тржишту кредитних пласмана, што је условило пад профитне марже у целокупном анализираном периоду. Динамика кретање марже и њен пад потврђују претходно добијене резултате на основу НН индекса, односно рација концентрације. Низак ниво концентрације мерен НН индексом и рацијом концентрације показује повећање конкурентности домаћег банкарског сектора који са своје стране врши притисак на смањење каматне марже. Повезујући ове индикаторе, закључујемо да постоји компатибилност концентрације и конкуренције на банкарском тржишту. Из другог угла посматрано, показује се да је банкарски сектор одређивао камате на своје кредитне пласмане значајно изнад својих граничних трошкова. Овакво одређивање цене иде у прилог чињеници да банкарски сектор има значајан извор монополске моћи. Овим закључком долазимо у сукоб са претходном констатацијом да су индикатори тржишне концентрације компатибилни са тржишном конкуренцијом. Међутим, анализирањем извора монополске моћи долазимо до закључка да је крива тражње банкарског сектора била мало

еластична, што је омогућавало банкама у оквиру сектора да своју цену одређују значајно изнад граничних трошкова.

Занемаривање заштите конкуренције допринело је маргинализацији анализа тржишних структура и испитивања концентрације у свим секторима. Неизбежно усклађивање са европским правним оквиром и реалније потребе за заштитом конкуренције актуелизовале су значај анализе тржишне концентрације у свим привредним гранама. Примена савремених инструментарија за анализу индустријске концентрисаности показала је да банкарски систем Србије има ниску концентрисаност у свим анализираним банкарским агрегатима. Вредност НН индекса је значајно испод европског лимита олигополне тржишне структуре. Вредност ових индекса је значајно испод нових чланица Европске уније, што упућује на закључак да је банкарски систем Србије добро контролисан и усмераван од стране НБС.

Резултати истраживања могу бити релевантна потпура евентуалним мерама које би тела задужена за структурну контролу банкарског сектора применила у будућности. Истраживање може бити потпора креаторима у доношењу институционалних оквира у овој области. Успостављање адекватне стратегије која ће омогућити да се постигне одговарајућа конкурентност у овом сектору односно спречи претерана концентрација. Стратегија адекватног деловања у овој области се спроводи кроз контролу спајања и преузимања, цензус капитала и политика лиценцирања, омогућавање директног уласка нових банкарских групација путем *greenfield* инвестиција. Није препоручљиво арбитарно одређивање оптималног броја банака у Србији. Страним банкама које испуњавају све услове предвиђене Законом о банкама и намеравају да инвестирају у ово тржиште неопходно је омогућити улазак на домаће тржиште.

Повећање банкарских концентрација се очекује нарочито у току следеће две године. Један од основних разлога могућег повећања концентрације у банкарском сектору јесте последица кризе на светском финансијском тржишту, чија је иницијална капсула била мортгаге лоанс. Претпоставља се да ће одговор банкарског сектора бити концентрација, то јест мерџери и аквизиције, као одговор на нестабилност финансијског сектора. Овакав ток догађаја би вероватно актуелизовао тему концентрисаности банкарског сектора у многим земљама, као и на глобалном нивоу.

Литература

1. Живковић, А. Станкић, Р. Крстић, Б. (2007): Банкарско пословање и платни промет, Економски факултет, Београд.
2. Бабић, С. Миловановић, М. (1991): Теорија Цена, Економски факултет, Београд
3. Гоган, А, Петрик (2004): Интеграције, аквизиције и реструктурирање корпорације, Превод: „Прометеј“, Нови Сад
4. Драшковић, Б. Вуковић, В. (2008): Тржишне структуре и заштита конкуренције искуства земаља у транзицији, Институт економских наука, Београдска банкарска академија, Београд
5. European central bank, Structural indicators for the EU banking sector, January 2010
6. Маринковић, С. (2006): Стање и динамика степена концентрације у банкарском сектору Србије (докторска дисертација), Економски факултет, Ниш
7. Meldrum, D. (): Country risk and foreign direct investment
8. Народна банка Србије, Банкарски сектор (2001–30.09.2009), Годишњи извештај (2001–2007), Статистички билтен (2001–2009)
9. Pindyck, R. Rubinfeld, D (2005): Микроекономија, Превод: „Мате“, Загреб
10. Вуковић, В. (2006): Тржишна концентрација домаћих банака, часопис *Финансије*
11. Палић, М. (2007): Анализа кредитне активности у Србији: Тренд или кредитни бум?, Народна банка Србије, Београд
12. Палић, М. Тасић, Н (2008): Ефикасност стопе обавезне резерве као инструмента монетарне политике, Народна банка Србије, Београд
13. Петровић, Е. Станковић, Ј (2009): *Country risk and effects of foreign direct investment*, Економски факултет, Ниш
14. Хрватска Народна Банка, Билтен о банкама (2005)
15. Варијан, Х. (2008): Микроекономија, Превод: Економски факултет, Београд
16. Крафт, Е. (2007): Колика је конкуренција у хрватском банкарском сектору, Хрватска народна банка, Загреб
17. Шабовић, Ш. (2007): Банкарски менаџмент, Висока економска школа струковних студија Пећ у Лепосавићу

мр Срђан
ФУРТУЛА*
мр Срђан
ШАПИЋ**

Реформа финансијског сектора у европским државама као неопходан предуслов приступања ЕУ и ЕМУ

Резиме

Поред хармонизације националних законодавстава као основни предуслов приступања ЕУ и ЕМУ представља трансформација финансијског сектора у државама приступницама. Реформа финансијског сектора у источноевропским државама може се окарактерисати као веома тешка и проблематична, јер су то најчешће бивше државе у којима се финансијски сектор морао трансформисати од планског једнобанкарског система до тржишног система са пуно конкурентних банака. С обзиром на то да проблеми у функционисању финансијског сектора имплицирају функционисање целокупне економије, степен успешности спроведених реформи и хармонизације са стандардима ЕУ, представља показатељ прогресивне тенденције испуњавања критеријума ЕМУ и потенцијалног чланства Евросистема.

Кључне речи: законодавна регулатива, финансијски сектор, банкарски систем, европске директиве, супервизија кредитних институција.

Увод

Приликом формирања Европске економске заједнице, 1957. године у Риму, која је касније прерасла у Европску унију, њени оснивачи имали су у виду да ће јачање економске сарадње водити ка политичком јединству. Иако је трајни мир био основни политички мотив за формирање нове Заједнице, она не би била успешна без одговарајућих улога на подручју економије.

Економски циљеви ЕЕЗ били су:

- унапређење хармоничног развоја привредних активности земаља чланица,
- стална и уравнотежена привредна експанзија,
- већа привредна стабилност,
- стално побољшање животног стандарда,
- јачање економских односа између земаља чланица.

* Асистент на Економском факултету, Универзитет у Крагујевцу

** Асистент на Економском факултету, Универзитет у Крагујевцу

1) Bennet, R. (1996) *International Business*, Pitman publishing, London, p. 22.

Остваривање ових економских циљева реализује се следећим мерама:

- елиминисањем царина и квантитативних ограничења у робној размени,
- обезбеђењем слободног кретања роба и услуга, капитала и радне снаге,
- успостављањем заједничке тарифе према трећим земљама,
- хармонизацијом законодавстава земаља чланица,
- координацијом економских политика земаља чланица,
- усвајањем заједничке политике за пољопривреду, транспорт и трговину према трећим земљама,
- формирањем Европског фонда за унапређење запослености и животног стандарда,
- формирањем *Европске инвестиционе банке* за финансирање привредног раста земаља чланица.

Мада Римским уговором није експлицитно постављен као елемент дугорочне политике ЕЕЗ, концепт монетарне уније је прихваћен од 1969. године. Европски савет је 1978. године у Бремену поставио оквир система за стварање услова за ужу монетарну сарадњу. Прве европске монетарне институције, после неуспешних покушаја функционисања “змије у тунелу”, европски монетарни систем и Фонд за европску монетарну сарадњу, основане су 1979. године. Као обрачунска основа узима се корпа валута земаља чланица, под називом европска валутна јединица, тј. еки.

Коначни споразум о европској монетарној интеграцији, после свих сређивања и бројних уступака, потписан је у Мастрихту 7. фебруара 1992. године. Иако је обухватао ширу област од монетарне, он је најпознатији због плана којим је био обезбеђен прогрес према монетарном уједињењу у Европи. Што се тиче садржаја, Уговор из Мастрихта састоји се из три основна дела². Први део чини прерађени текст Уговора из Рима који укључује услове за економску и монетарну унију (ЕМУ), други се односи на одбрамбену и спољну политику, а последњи обухвата правосудна питања и унутрашње

послове. Споразум у Мастрихту који је формално познат и као Споразум о Европској унији, закључен је 1992. године. Он је подразумевао и економску и политичку унију.

Већина земаља чланица Европске заједнице била је усмерена ка стварању заједничке валуте до краја декаде. Европска заједница променила је име у Европску унију, а формално је 1993. године уследила и ратификација споразума.

ЕУ има институције које су задужене за законодавне, извршне, надзорне, консултантске и судске задатке. Седам основних институција ЕУ су Европска комисија (Брисел), Савет министара, Европски парламент (Стразбур и Брисел), Европски савет, Европски суд правде (Луксембург), као и две подржавајуће организације³: Европски суд ревизора (Луксембург) и Европска централна банка (Франкфурт).

Постоје још три главна комитета, која имају саветодавну улогу: Економски и социјални комитет, Консултативни савет потрошача и Комитет региона⁴.

1. Хармонизација националних законодавстава држава приступница са регулативом ЕУ и ЕМУ

1.1 Хармонизација банкарских система европских држава са законодавном регулативом ЕУ

ЕУ представља најобимнију и у највећем степену интегрисану тржишну зону у развијеном свету. Питање проширења ЕУ је веома сложена тема. За преговоре и евентуалан приступ земље, апликанти морају да испуне одређене критеријуме, утврђене у Копенхагену⁵:

- да поседују стабилне институције, које гарантују демократију, законе, људска права, поштовање и заштиту мањина
- да имају функционалну тржишну економију, способну да се носи са конкуренцијом и тржишним снагама у ЕУ,

2) Jovanović, M. (2004) *European Economic Integration Limits and Prospects*, Routledge, London, p. 66.

3) Суд ревизора основан је 1997. године и укључује по једног ревизора из сваке државе чланице. Ревизоре поставља Савет министара и они се мењају сваких шест година. Основне функције суда ревизора, или ревизијског суда су испитивање рачуна (извештаја) ЕУ и свих њених организација, праћење буџета ЕУ и свих давања и узимања средстава, осигурава ње легалности и тачности свих ЕУ финансијских трансакција и израда финансијских извештаја.

4) Bennet, R. (1996) *International Business*, Pitman publishing, London, pp. 26-38.

5) Wild, J., Wild, H., Han, J. (2003) *International Business*, Second Edition, Pearson Education, New Jersey, p. 229

- да преузму обавезе чланства, укључујући посвећеност циљевима економске, монетарне и политичке уније,
- да су способне да усвоје правила и регулативу Заједнице, правила европског Суда правде и Споразуме.

Неопходан предуслов хармонизације институционалних оквира и националних законодавстава је ефикасно интегрисање финансијског сектора, а посебно банкарских система европских држава са законодавном регулативом ЕУ. Да би постојало поверење у банкарски систем, неопходно је створити ефикасну супервизију кредитних институција и применити бројне директиве.

У ЕУ област финансијских услуга регулисана је примарним изворима права – Мастрихтским споразумом, према којем националне централне банке (НЦБ) имају обавезу да достављају потребне информације Европској централној банци (ЕЦБ) и да је ЕЦБ дозвољено да даје савете и консултације у вези са националним законодавствима, а који су повезани са супервизијом и финансијском стабилношћу и секундарним изворима права – директивама којима су регулисани принципи банкарског пословања и супервизије у ЕУ.

Супервизија у ЕУ регулисана је Директивом **2000/12/ЕЗ** којом се дефинишу минималан оснивачки капитал, дозволе и овлашћења и правна надлежност између надзорних органа земље домаћина и матичне земље (земље порекла). Ова директива је проширена Директивом **2002/28/ЕЗ**, којом су прописана правила додатног надзора. Две додатне директиве су Директива **2006/48/ЕЗ**, која обавезује чланице ЕУ да уведу Базел II стандарде и Директива **2006/49/ЕЗ**, којом је дефинисано да земља домаћин има одговорност за супервизију ликвидности и монетарне политике, а супервизија тржишног ризика мора бити предмет ближе координације земље домаћина и матичне земље. Земља домаћин може на своју иницијативу или на иницијативу матичне земље проверити активности те кредитне институције. *Овом директивом се захтева да кредитна институција мора да извести националне агенције за супервизију увек када њено обављање задатака може да има озбиљне ефекте на финансијску ситуацију те банке и читавог финансијског система.*

Званичне националне агенције за супервизију могу бити у надлежности НЦБ или то могу бити организације које нису у вези са НЦБ а имају сагласност ЕЦБ. ЕЦБ мора да координира њихово

дејство и међу собом и са ЕЦБ. Таква координација је обезбеђена Комитетом за европску супервизију банака (Committee of European Banking Supervision) са седиштем у Лондону, који укључује све представнике НЦБ и националних агенција за супервизију. Тај комитет треба да координирано делује и са другим институцијама за супервизију као што су *The Banking Advisory Committee, The Groupe de Contact i The Basel Committee of Banking Supervision.*

1.2 Базел I и Базел II стандарди

Велика глобална криза дугова током 80-их година довела је до усвајања Базел I стандарда 1988. године. Циљ је био да се изједначе услови под којима банке послују на глобалном тржишту, зато што су јапанске банке имале ниже резерве од банка у западним земљама. Базел I је стандардизовао праксу управљања ризицима унутар банке и праксу надзора над банкарским системима. Недостаци Базела I су што он на све врсте и висине кредита примењује исти стандард – коефицијент капиталне адекватности (CAR) од минимално 8% у ЕУ и САД. У земљама са већом изложеношћу ризику тај проценат је већи (10% у Хрватској, 12% у Србији), сходно процени супервизора о ризичности тржишта.

Јануара 1999. године Базелска комисија је дала предлог новог Споразума назван Базел II. Коначна верзија овог споразума је објављена у јуну 2004. године, а постала важећа од децембра 2006. године (у ЕУ примена Базела II је обавезујућа од јануара 2007. године, а у САД од јула 2007. године). Базел II садржи три скупа правила:

- норме адекватности капитала,
- пруденциони надзор над променама адекватности капитала,
- тржишна дисциплина.

Поред тржишног и кредитног, квантификује се и операциони ризик. Све компаније се разврставају према рејтингу који им додељује екстерна рејтинг агенција (ЕСАI). За разлику од Базела I у Базелу II банке имају могућност да развијају интерну методологију за мерење ризика, која је подложна потврди супервизора.

Главна новина Базела II је да уместо задатог минималног капитала и количника капиталне адекватности – битан постаје процес управљања ризиком унутар појединачне банке. За те потребе користи се **VaR- Value at Risk** (мера економског губитка који може при датој вероватноћи настати у некој трансакцији)⁶.

Искуства Србије са Базелом I су трагична. У 1993. години све се заснивало на дискреционом одлучивање Народне банке Србије (НБС) па су настале *Југоскандик*, *Дафимент банка*. Садашња регулатива је доминантно ослоњена на Базел I стандарде. Закон о банкама из 2005. године декларише неке принципе Базела I (супервизија заснована на ризику) али не мења фундаменталне принципе досадашње супервизије засноване на агрегираним извештајима. Није важно само скупљати податке, већ је важно сакупити релевантне податке.

Да би Србија приступила ЕУ и ЕМУ, поред недовољно задовољених стандарда европске супервизије, неопходно је испунити још неке услове. Они се могу сврстати у две групе:

- технички услови (доношење одређених законских прописа који уважавају стандарде које је донела ЕУ),
- политички услови (сарадња са Хагом и проблеми са Косовом).

Према проценама експерата ЕБРД, на путу ка интеграцији у ЕУ, Србија је:

- успешно обавила аукцијску приватизацију,
- извршила либерализацију тржишта,
- стабилизовала домаћу валуту,
- задржала инфлацију на ниском нивоу,
- започето је усклађивање законодавства.

Неопходно је наставити:

- приватизацију (тендерску),
- јачање конкурентности предузећа,
- структурне промене у привреди,
- смањење јавних издатака,
- заокруживање законског оквира за стварање повољнијег амбијента за домаће и стране инвеститоре,
- **започете реформе финансијског сектора.**

2. Основне карактеристике реформе финансијског сектора

Регулација финансијског сектора је веома битна у економији, јер проблеми у функционисању финансијског сектора имају значајне реперкусије на функционисање читаве економије. У државама источне Европе, тј. у новим државама чланицама ЕУ регулација финансијског сектора

Табела 9 - Укупан број банака и број банака у страном власништву у новим државама чланицама ЕУ и у бившим југословенским републикама

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
БИХ	37(19)	33(17)	33(20)	32(22)	32(21)	30(21)
Бугарска	35(25)	35(24)	34(23)	32(23)	29(21)	30(22)
Хрватска	42(19)	39(15)	36(13)	35(15)	35(16)	36(16)
Чешка	35(26)	35(26)	36(27)	37(28)	37(29)	37(30)
Естонија	7(4)	9(6)	13(10)	14(12)	15(13)	17(15)
БЈР Македонија	21(8)	21(8)	20(8)	19(8)	18(11)	18(14)
Мађарска	38(29)	38(27)	38(27)	40(28)	40(27)	39(25)
Летонија	23(10)	23(9)	23(9)	24(12)	25(14)	27(16)
Литванија	13(7)	12(6)	12(6)	11(6)	14(6)	17(5)
Црна Гора	10(3)	10(3)	10(7)	10(8)	11(8)	11(9)
Пољска	58(46)	57(44)	61(50)	63(52)	64(54)	70(60)
Румунија	30(21)	32(23)	33(24)	31(26)	31(26)	32(27)
Србија	47(16)	43(11)	40(17)	37(22)	35(21)	34(20)

Извор: ЕБРД

Напомена: У загради, болдираним бројевима, приказан је укупан број банака у страном власништву

6) Уколико дневни VaR портфолиа неке банке износи 100.000 евра са нивоом поузданости од 99%, то значи да ће та банка имати губитак већи од 100.000 евра на дневном нивоу једном у 100 дана.

условљена је његовом специфичном структуром и степеном уплитања државе, а имплементира се приватизацијом и привлачењем стратегијских партнера из ЕУ и обезбеђивањем банкарске супервизије и сигурности финансијског сектора у складу са директивама ЕУ.

Приватизација са учешћем капитала из ЕУ односи се на учешће банака резидената Еврозоне и има неколико циљева⁷:

- у одсуству значајнијег локалног капитала, обезбеђује додатна средства за буџет,
- после серије бројних банкарских неуспеха, трансфер знања и искуства из држава ЕМУ представља приоритет за приступање ЕМУ,
- може се очекивати да страни власници организују пословање банака са дисциплином и транспарентношћу као у својим државама,
- брзина којом може да се спроведе приватизација утиче на владу да дефинише немогућност одлагања реформе финансијског сектора, а то је све у циљу што бржег приступа ЕМУ.

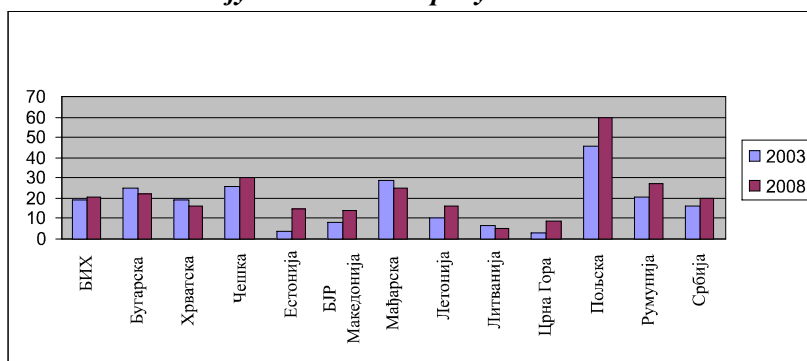
Присуство страних банака на домаћем финансијском тржишту доприноси имплементирању тешких реформских мера, успешнијем банкарском менаџменту и бољој продуктивности. Трансфер технологије и знања представља главну предност страног власништва над банкама. Ако посматрамо тренд учешћа страних банака, приметно је да у већини држава број страних банака се рапидно повећава што се може приказати и Слика 1.

Други елемент успешне реформе финансијског сектора представља развијање успешног регулаторног система и супервизије банкарског сектора. Утицај ЕУ у овом процесу може се окарактерисати као директан, јер се од држава у процесу приступања ЕУ тражи да своју финансијску регулацију и супервизију ускладе са директивама ЕУ. И Европска централна банка води бројне разговоре и усаглашавања са државама - новим чланицама ЕУ, како би оне у догледно време биле спремне да прихвате евро и ЕЦБ. ЕЦБ саветује и пружа техничку подршку у области монетарне политике и политике девизног курса, у спровођењу реформи банкарског сектора и има један од највећих утицаја на све државе приступнице, јер има апсолутну подршку националних централних банака. Супервизија банкарског сектора добија подршку и Банке за међународна поравнања⁸ (тј. примена Базел стандарда) и подршку ЕУ познатију као Ламфалуси процес.

Ламфалуси процес⁹ подразумева приступ развоја регулације финансијског сектора у ЕУ. Развијен је у марту 2001. године и име је добио по Александру Ламфалусију, председнику европског комитета. Састоји се из четири нивоа, од којих се сваки односи на специфичну фазу имплементације законодавних процеса:

1. Европски парламент и Европски савет усваја основна законе и правила имплементације регулаторних прописа,
2. пружају се детаљне карактеристике Комитетима специфичних сектора у вези са имплементацијом регулаторних прописа,

Слика 1 - Број страних банака у државама ЕУ које нису чланице ЕМУ и у бившим југословенским републикама



Извор: EBRD

7) Dyson, K. (2006) *Enlarging the Euro Area: external empowerment and domestic transformation in east central Europe*, Oxford University Press, New York, p. 242.

8) <http://www.bis.org/>

9) http://www.epfsf.org/meetings/2005/briefings/briefing_16mar2005.pdf

3. национална регулација и супервизија се усаглашава са регулацијом осталих држава, и
4. примена нових правила и закона.

Постоје и два додатна аспекта реформи финансијског сектора, која су индиректно у вези са приступањем ЕУ и ЕМУ и то функција кредитора последњег уточишта и осигурање депозита. Улога кредитора последњег уточишта је да централне банке спречавају индиректно настанак банкарских криза и осигуравају стабилност финансијског система и обезбеђена је у свим националним централним банкама нових држава чланица и у одређеној мери смањена унутар алтернативних девизних режима као што су валутни одбори. Шеме осигурања депозита су присутне у свим државама новим чланицама ЕУ. Прве шеме су основане у Мађарској 1993. године. Најчешће се оснивају током криза банкарског сектора или серије банкарских неуспеха. Шеме осигурања депозита покривају све депозите, и у домаћој и у иностраној валути, а разлике постоје у степену заштите. Државе са нижим БДП имају и ниже нивое заштите. Пре глобалне финансијске кризе која се догодила у 2008. години, основни ниво осигурања депозита у ЕУ износио је 25.000 евра и тај ниво су достигле најразвијеније државе приступнице (Чешка, Мађарска, Пољска и Словенија). Током финансијске кризе ниво депозита који је гарантован попео се на 50.000 евра у ЕУ. У децембру 2008. године, Народна банка Србије је извршила измену и допуну Закона о осигурању депозита да би повећала сигурност депонената а све на иницијативу Европске комисије. Тим изменама повећана је осигурана сума са 3.000 евра на 50.000 евра, што је у сагласности са ЕУ. Поверење депонената у

финансијски систем посебно је требало да повећа законска одредба о скраћењу рокова за исплату осигураних депозита у случају покретања стечаја над банком. Предвиђено је да Агенција за осигурање депозита започне исплату у року од три дана од доношења решења НБС о испуњености услова за покретање стечајног поступка, као и да је дужна да обезбеди да се, преко банке исплатиоца, сваком појединачном депоненту исплати осигурани износ у року од 30 дана од дана подношења документованог захтева¹⁰.

Проблем који се јавља код осигурања депозита и финансијске стабилности јесте морални хазард, који је повезан са издашним шемама за осигурање депозита. Због тога је упутно да шеме за осигурање депозита буду оријентисане ка минимизовању ризика, и да се уместо једноставне исплате осигурања када банка оде у стечај, врше софистициране превентивне акције, како до стечаја не би ни дошло.

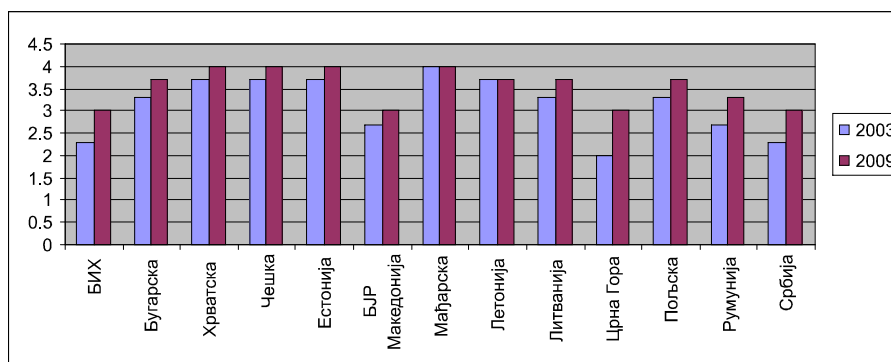
3. Конвергенција реформи финансијског сектора у новим државама приступницама са стандардима ЕУ

Европска банка за обнову и развој (ЕБРД) је развила два индикатора којима се мери напредавање у остваривању стандарда у ЕУ:

1. мерење напретка у спровођењу реформи у банкарском сектору (као доминантном делу финансијског сектора),
2. мерење степена развоја небанкарских финансијских институција (осигурања, пензионих фондова).

Индекс мери достигнут ефикасност и квалитет регулације финансијског сектора, који

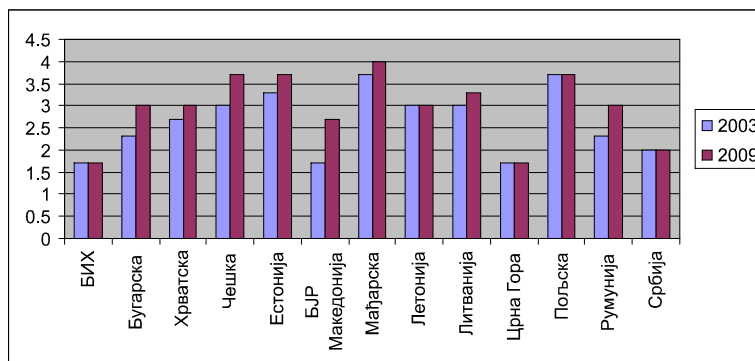
Слика 2 - Индекс реформи банкарског сектора ЕБРД у државама ЕУ које нису чланице ЕМУ и у бившим југословенским републикама



Извор: ЕБРД

¹⁰⁾ <http://www.nbs.rs/internet/latinica/scripts/showContent.html?id=3067&konverzija=no>

Слика 3 - Индекс небанкарских финансијских институција EBRD у државама ЕУ које нису чланице ЕМУ и у бившим југословенским републикама



Извор: EBRD

треба да буду у складу са законодавним оквиром и законодавством ЕУ. Индекс рангира државе на скали од 1 (где се налазе државе са доминантним државним учешћем у банкарском сектору и у којима не постоје небанкарске финансијске институције), до 4+ (што представља ниво европских стандарда).

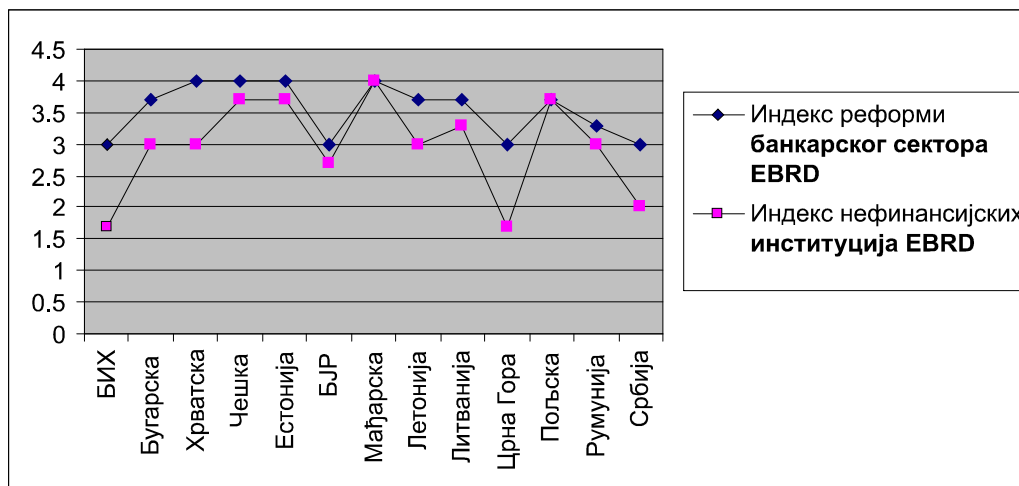
Ако се посматра индекс реформи банкарског сектора EBRD, може се закључити да су три нове државе чланице достигле стандарде ЕУ и то Чешка, Естонија и Мађарска и да све државе имају прогресивну тенденцију испуњавања критеријума ЕУ у вези са реформама банкарског сектора. Када су у питању бивше југословенске републике, изузев Хрватске које је достигла стандарде ЕУ, све су приближно на истом нивоу реформи, као и Србија, на добром путу са при-

метним прогресом, али још увек недовољно за ЕУ.

За разлику од успешних реформи у банкарском сектору, није присутан исти тренд у развоју небанкарских финансијских институција (видети слику 3). По овом индексу EBRD, само је Мађарска остварила критеријуме ЕУ, док у многим државама постоје незнатни помаци у развоју небанкарских финансијских институција. Србија је опет на сличном нивоу као и бивше југословенске републике, а у Македонији је забележен највећи прогрес ка испуњавању овог критеријума ЕУ, са 1.7.2003. године, у 2009. години остварила је индекс од 2.7.

Степен реформи финансијског сектора у односу на стандарде ЕУ приказан је сликом 4. Чешка, Естонија, Мађарска и Пољска су државе које су успешно спровеле реформе финансијског сектора.

Слика 4 - Степен реформи финансијског сектора, по EBRD, у државама ЕУ које нису чланице ЕМУ и у бившим југословенским републикама



Извор: EBRD

У извештају Европске банке за обнову и развој из 2004. године идентификована је структура управљања унутар банака¹¹:

1. један управни одбор – где извршни одбор има и надзорну супервизорску функцију, чиме је угрожена заштита депонената (Бугарска),
2. двоструки систем одбора са преклапањем надлежности – где постоји одвојеност између извршног и надзорног одбора, али члан извршног одбора може бити касније и члан надзорног одбора, и
3. двоструки систем одбора без преклапања надлежности – одбор за супервизију је у потпуности независан и где постоје јасна правила за номинацију и изборе¹².

Иако је у свим државама ЕУ, изузев Бугарске активан трећи модел управљања банкама, проблем који се јавља је да у многим банкама нису прецизирана нужна правила о сазивању састанака, јасним процедурама, систему награђивања и накнадама.

Закључак

Може се закључити да државе ЕУ и држава кандидати за чланство у ЕУ чине све како би испунили захтеве и постале чланице ЕМУ. Интерес свих држава представља хармонизација институционалног оквира и националних законодавстава са законодавством ЕУ и ЕМУ. Посебан интерес усаглашавања, због потреба реалне конвергенције је јесте конвергентност финансијског система. Синергија између страног власништва банака из ЕУ и супервизија банака по стандардима ЕУ, реформа банкарског сектора и развој нефинансијских институција, заједно са могућим добицима из чланства у ЕУ и ЕМУ обезбеђује складан развој финансијског сектора нових држава приступница. Не постоје формални критеријуми конвергенције финансијског сектора са финансијским сектором ЕМУ, за разлику од критеријума монетарне, фискалне и политике девизног курса, али висок степен конвергенције са финансијским сектором ЕМУ несумњиво ће допринети конвергенцији у другим подручјима као што су трговина, фискална политика, стопа раста, што индиректно утиче на бржи улазак у ЕМУ.

Европске интеграције су интересу Србије. У протеклих десет година доношењем кључних закона (Закон о банкама - "Сл. гласник РС", бр. 107/2005, Закон о тржишту хартија од вредности

и других финансијских инструмената - "Сл. гласник РС", бр. 47/2006, Законом о допуни Закона о Народној банци Србије - „Службени гласник РС“, бр. 55/2004), новог концепта монетарне и фискалне политике и применом бројних европских директива у свим сегментима, још увек се не може констатовати да је испунила све захтеве. Већину од захтеваних предуслова приступања, неопходно је наставити. Битно је да Србија познаје своје интересе и да је прихватила динамички приступ ка евро-интеграцијама.

Литература

1. Artis, M., Banerjee, A. i Marcellino, M. (2006) *The Central and Eastern European Countries and the European Union*, Cambridge University Press, Cambridge
2. Artis, M., Nixon, F. (2007) *The Economics of the European Union*, Oxford University Press, New York
3. Bakker, M.R. i Gross, A. (2004) *Development of Non-Bank Financial Institutions and Capital Markets in European Union Accession Countries*, The World Bank, Washington
4. Bayoumi, T... et al. (2004) *Exchange Rate Regimes, International Linkages and the Macroeconomic Performance of the New Member States*, European Central Bank, Frankfurt am Main
5. Bennet, R. (1996) *International Business*, Pitman publishing, London
6. CBP (2002) *Euro in the International Arena*, Central Banking Publication, London
7. Dyson, K. (2006) *Enlarging the Euro Area: External Empowerment and Domestic Transformation in East Central Europe*, Oxford University Press, Oxford
8. Gern, K.J...et al. (2004) *European Monetary Integration after EU Enlargement*, Institut fur Weltwirtschaft, Kiel
9. Ingham, B. (2004) *International Economics: a European Focus*, Prentice Hall, Harlow
10. Janaikova, S. (2004) "Eurozone Expansion: certain risk for countries catching up", *Eastern European Economics*, Vol. 42, no. 2, str. 6-44.
11. Padoa-Schiopa, T. (2000) *The Road to Monetary Union in Europe*, Oxford University Press, Oxford
12. Wild, J., Wild, H., Han, J. (2003) *International Business*, Second Edition, Pearson Education, New Jersey

11) Исто стр. 253.

12) У неким државама је законом захтевана стриктна сепарација између одбора: Хрватска, Чешка, Естонија, Пољска и Мађарска.

др Божидар
РАИЧЕВИЋ*

Пореска реформа у Србији – шта да се ради и када?

Резиме

Србији је потребан наставак реформе система и политике јавних финансија, посебно система и политике јавних прихода. У раду су анализирана два од неколико могућих путева њиховог реформисања. Најпре, аутор пледира да треба увести, као правичнији и билансноиздашницији, једноставни РАУЕ систем, са усклађивањем на крају године уместо постојећег мешовитог система опорезивања дохотка физичких лица, уз смањење оптерећености плата доприносима за здравствено и осигурање за случај незапослености, да треба елиминисати прешироки систем олакшица код пореза на добит предузећа, уз подизање законске ефективне стопе и да треба побољшати опорезивање имовине. Такође, треба размислити о смањењу ниже стопе ПДВ и опстанку више стопе. У раду је учињен критички осврт на предлоге студије Пореска политика у Србији – поглед унапред о сврсисходности увођења flat система у опорезивање плата, повећању стопа ПДВ (више са 18% на 22% и ниже са 8% на 12%) и о пореском систему као битном елементу конкурентности. Расправљање о могућим правцима пореске реформе аутор сматра битним и примарним за целину расправе о повећању ефикасности јавног сектора и фискалној консолидацији као неопходних услова за дугорочни одрживи привредни и друштвени напредак Србије.

Кључне речи: јавне финансије, пореска реформа, порез на доходак, порез на добит, доприноси за обавезно социјално осигурање, фискална консолидација, пореска конкурентност.

Увод

Недавно је група аутора у организацији Фонда за развој економске науке (ФРЕН) Економског факултета Универзитета у Београду и Америчке агенције за међународни развој (USAID) објавила студију под насловом *Пореска политика у Србији – поглед унапред*.¹ Поменути невелики рад, као и расправе које су се појавиле у штампи, а посебно спорења међу министрима Владе Србије око кључних полазишта наведене студије, разлози су појаве овог прилога.

Социјално-економска криза у којој се неприхватљиво дуго налази Србија (више од две деценије!), између осталог, имплицира више него ургентну потребу да се бројни сегменти економског система и политике сврсисходније сачине и активније и благовремено ставе у функцију превазилажења постојећег стања. Истовремено, економски систем и политику ваља мењати и ради потребе за њиховим прилагођавањем захтевима што скоријег придруживања Србије Европској унији.

Најпре, неколико тврдоглавих података (подаци Републичког завода за статистику за 2009. годину) о актуелној социјално-економској ситуаци-

*) Редовни професор Економског и Правног факултета Универзитета у Београду

1) *Пореска политика у Србији – поглед унапред*, издање USAID i FREN, Београд, 2010. године, стр. 123+125. Студија је штампана и на енглеском језику у међусобно обрнутим смеровима. Аутори студије су: др Милојко Арсић, мр Никола Алтипармаков, мр Саша Ранђеловић, Александар Бујић, Душан Васиљевић и Tony Levitas.

ји Србије на крају прве деценије XX века: бруто домаћи производ мањи за 3% (Србија је још далеко од нивоа који је остваривала непосредно пред почетак распада СФР Југославије), увоз опреме мањи за 40% а репродукционог материјала за 16%, индустријска производња, трговина на велико и на мало мања за 12%, обим грађевинских радова мањи за 30% (Коридор 10 и друга инфраструктура и станоградња!), посејане површине под пшеницом од Другог светског рата никада нису биле мање, а душло су мање него 1990. године, спољни дуг око 33 милијарде долара, а унутрашњи преко 10 милијарди евра, рачуни 69.000 предузећа блокирани, незапослено преко 735.000 лица, а без плате више од 150.000 запослених.

Није спорно да су систем и политика јавних финансија (целина коју чине четири дела која се морају увек целовито посматрати: јавни расходи, јавни приходи, буџет и друге финансијске институције и фискална децентрализација),² као *condition sine qua non* целине делотворног економског система и политике. Многи аутори са пуним правом истичу да су две кључне полуге савремене макроекономске политике управо монетарна и фискална политика, при чему се под овом другом понајвише подразумевају сва четири дела система и политике јавних финансија, а не само фискална политика у буквалном (ужем) смислу речи.

1. Актуелно стање у јавним финансијама Србије

Јавни расходи Србије су свакако најболнија тачка јавних финансија Србије, како својом величином и ригидношћу тако и својом структуром. Консолидовани јавни расходи Србије чине, у задњих десетак година, нешто више од 45% БДП, а текући јавни расходи нешто мање од 40%. У оквиру текућих јавних расхода доминантне су ставке расхода за пензијско-инвалидско осигурање, здравствено осигурање, образовање, народну одбрану и унутрашњу безбедност (пет великих расхода) и оне чине нешто мање од 80% текућих јавних расхода. Ови расходи омогућавају потрошњу (пензије и плате) за преко 2.000.000 лица³ (око 1.600.000 пензионера и преко 440.000 запослених у јавном сектору). Очигледно је да

пуно простора за инвестициона улагања из јавних средстава нема (око 3-4% БДП за инвестициона улагања и нешто мало за отплату камата). Нормално је и нужно да се предузимају мере за смањење удела текућих јавних расхода у БДП, односно да се спроведе њихова консолидација и обезбеди прихватљив фискални дефицит. Путеви и мере који могу довести до тога су различити и о њима је реч у деловима који следе.

Мерама предузетим у задњих нешто више од годину дана (има се у виду првенствено замрзавање пензија и плата у јавном сектору) дошло је до смањења наведених јавних расхода, при чему су највећи терет поднеле пензије. Пензије су у периоду од 01.10.2008 године до 01.04.2010. године реално мање за око 25%! Бројни су разлози економске, социјалне и политичке (!) природе против даљег смањења пензија у Србији. Најпре, висина просечне пензије у Србији је међу најнижима у Европи. Друго, од укупних јавних расхода намењених исплати пензија, више од једне петине се враћа у буџете Републике односно градова и општина. Наиме, пензионери су најревносније платише јавних прихода (плаћени ПДВ, акцизе, порези на имовину, таксе, накнаде и друго). Популација пензионера је најмање одговорна за то што надлежни органи државе из разноразних разлога не предузимају одговарајуће мере побољшања наплате доприноса за пензијско и инвалидско осигурање, будући да се највећа дуговања јавних расхода односе на доприносе за пензијско и инвалидско осигурање. У великој мери дужници су велики системи, али и нека добростојећа предузећа (и у јавном али и у приватном власништву).

У периоду који предстоји у Србији ваља очекивати додатне билансне проблеме везане за пензије. Наиме, започиње масовније пензионисање генерација рођених у периоду најизразитијег наталитета у Србији у XX веку (1944-1953).⁴ У питању је популација која је одрадила, по правилу пун радни век, а није била у могућности да користи предности недавно образованих (приватних) пензионих фондова. Стога ће материјалну подршку своје старости морати да тражи искључиво у постојећем државном пензионем систему (у њега су и улагали, плаћајући доприносе!). Истовремено

- 2) У овом прилогу ће се размотрити само проблеми јавних расхода и јавних прихода. Буџетски систем је добро законски регулисан и Законом о фискалној одговорности чије се усвајање ускоро очекује и не тражи промене. Проблеми фискалне децентрализације у Србији захтевају посебно разматрање, веома су озбиљни и политички осетљиви, нарочито када је извесна регионализација Србије и разрешење аутономије Војводине. Такође, и Пореска управа Србије је једна од болнијих тачака у сегменту јавних финансија Србије, како са кадровских, тако и са организационих аспеката.
- 3) Број укупно запослених у Србији је крајем 2009. године износио нешто мање од 1.900.000 лица. При том, да још једном истакнемо, број незапослених је преко 750.000, а број оних који су запослени а не примају плату око 150.000 лица. Овим бројкама није потребан коментар.
- 4) Аутору овога прилога овог тренутка нису познате пројекције очекиваног повећања броја пензионера у наредном периоду. Ваља се само подсетити да је у задњих осам година број пензионера у Србији повећан за око 560.000. Ништа мањи пораст броја пензионера не треба очекивати ни у наредних осам година!

са очекиваним масовнијим пензионисањем наведене популације, у радни однос почињу да ступају генерације рођене у време када је у Србији наталитет био један од најнижих у истом веку (генерације рођене 1990. године и касније). Како ће се овај очекивани билансни проблем, изазван веома неповољним демографским кретањима превазићи, тешко је сада рећи ако се не повећа наплата доприноса за пензијско и инвалидско осигурање и/или повећају стопе доприноса (и наравно ако се развију и заживе приватни добровољни пензијски фондови и друге форме осигурања).

Други јавни расходи из групе пет великих су нешто мање билансно значајни, али неки од њих показују јачу ригидност (расходи за образовање и за здравство, будући да становништво Србије убрзано стари).

Остали јавни расходи су бројни, диверзификовани, у крајњој линији појединачно скромни (осим расхода за органе Републике, градова и општина) и тешко подложни реализацији билансних циљева (значајније смањење). Предузимање мера да се неки од њих умање (расходи администрације) не само да захтева време, већ често производи трошкове који превазилазе остварене уштеде.

Јавни приходи су друга слаба тачка јавних финансија Србије. Позитивна је чињеница да Србија има скоро најниже пореске стопе (и стопе доприноса) у Европи, као и чињеница да је постојећи порески систем доста дуго стабилан. У скорашњој историји Србије није било овако дугог периода без промена инструмената пореског система и политике. То изузетно погодује пореским обвезницима.

Битна карактеристика система јавних прихода Србије је његова изражена неправичност, посебно вертикална. Неправичност пореског система најјефектније одражава скоро потпуно одсуство прогресије у опорезивању и изразита доминација јавних прихода са израженим регресивним својствима и преваљивошћу на крајње потрошаче, односно становништво. Наиме, структуру јавних прихода Србије карактерише, у односу на све

земље Европе, изражена доминација посредних пореза (ПДВ, акцизе, царина, накнаде, новчане казне и остали посредни облици јавних прихода), а знатно скромнији удео јавних прихода по основу пореза на доходак, добит, имовину, па и на капитал.⁵

Слабост приходне стране јавних финансија Србије је, првенствено, последица незавршавања реформе у области директних пореза, посебно пореза на доходак физичких лица.

Актуелни систем пореза на доходак физичких лица у Србији није реформисан и има архаичан, чак ендемски карактер. Систем пореза на доходак физичких лица који је у примени у Србији скоро да не постоји ни у једној другој држави у свету. Иначе, изразито је неправичан и социјално у потпуности неприхватљив. И највећа и најмања плата, најважнији приход највећег броја физичких лица, једнако се опорезују – 12% номинално а 10,5% ефективно!⁶

Није прихватљиво дугоопстајуће генерално неопорезивање прихода од пољопривреде. Неревалоризовање катастарског прихода није оправдање већ бежање од стварности.

Нужно је у опорезивање дохотка физичких лица у већој мери уградити елементе пореске вертикалне правичности, будући да су остали порези, а посебно ПДВ и акцизе у потпуности лишени елемената пореске правичности. Услов правичности, када је реч о опорезивању дохотка физичких лица, најбоље се може остварити увођењем најједноставнијег синтетичког опорезивања дохотка са прогресијом (проста РАУЕ техника са усклађивањем на крају године⁷), која не мора да буде много изражена и то са три до четири транше. То није тако компликовано нити скупо као што се често аргументује, а омогућиће свакако повећање јавних прихода⁸ и реализацију минимално потребних елемената правичности у пореском систему Србије.

Србија има у основи добро постављен концепт опорезивања добити предузећа. Но, Србија има

-
- 5) Видети *Statistiques des recettes publiques 1965-2005, OECD, Paris, 2007. godine, str. 80-90*. Подаци који ће се у раду наводити се ослањају на наведену публикацију *OECD* (осим ако се у раду не наведе другачије) која пружа упоредиве податке о јавним приходима земаља *OECD* почев од 1965. године.
- 6) То што у Србији постоји као коректив порез на годишњи доходак, чији су обвезници сви о ни који у једној календарској години остваре доходак већи од три односно пет просечних годишњих плата, само појачава наведену оцену о неправичном и ендемском карактеру постојећег опорезивања дохотка у Србији. Наиме, увидом у листу оних који су пријавили доходак већи од наведеног износа (око 16.000 до 17.000 обвезника) нема ни једног великог предузетника, ни једног од оних који купују предузећа по Србији, који купују скупе и луксузне аутомобиле и јахте већ приликом отварања одговарајућег сајма, као ни оних који купују салонске и друге станове и пословни простор велике вредности на атрактивним (скупим локацијама) у Србији. Није, наиме, познат ни један случај примене одредаба члана 59 Закона о пореском поступку и пореској администрацији (унакрсна процена основице пореза на доходак физичких лица).
- 7) Наведени систем је био уведен у порески систем Србије у склопу пореске реформе из 1990 године и то је функционисало док хиперинфлација, али и бројни ванекономски ендемски и егзогени фактори, нису уништили не само порески систем и пореску политику већ и привреду у целини.
- 8) Приходи од пореза на доходак физичких лица учествују у БДП Србије са 4,9% (само порез на зараде око 3,7%), а у земаљама *OECD* (око 11%) са веома израженим екстремним вредностима: 24,5% Данска и само 2,7% Словачка. Укључивање и обрачун и доприноса за обавезно социјално осигурање не коригује много слику о Србији – опорезивање дохотка физичких лица у Србији је осетно ниже него у наведеним земаљама (видети табелу број 2 на страни 35 публикације *Пореска политика у Србији – поглед унапред*).

најнижу како номиналну (10%) тако посебно ефективну стопу (нешто више од 5%!)⁹ као резултат постојања и примене неуобичајено великог броја пореских олакшица, чак девет! Последица такве пореске политике је неуобичајено низак билансни ефекат – 1,1% у укупним јавним приходима Србије (у земљама Европске уније удео овог пореза је преко 4,0%, односно преко 10% у укупним пореским приходима наспрам око 3,2% у Србији). Имајући у виду речено, има простора да се смање пореске олакшице али и да се повећа номинална стопа, како би се билансни ефекат овог пореза повећао бар на 2,5-3% БДП.

Трећи директни порески облик, порез на имовину (на стварна права над непокретностима и над капиталним трансакцијама) такође је добро постављен. И његов билансни ефекат је изузетно скроман у Србији (0,5% БДП наспрам преко 2,0% у земљама Европске уније). У постојећем систему ваља побољшати решења која се односе на одређивање основице, евентуално кориговати незнатно прописане стопе навише и свакако елиминисати постојећу прогресију. Може се очекивати уз бољу и ажурнију наплату пораст билансног значаја овога пореског облика.¹⁰

Порез на додату вредност примењује се у преко 150 земаља у којима живи близу 80% светског становништва, па је на неки начин постао икона савремених јавних финансија. Мали број пореских стопа (једна или две), скоро максимални обухват промета роба и услуга, скучене могућности пореских ослобађања и постојање два парадокса (ослобођени је опорезован и опорезовани је ослобођен) чине порез на додату вредност најнеправичнијим и социјално најнеприхватљивијим обликом који су изнедриле јавно-финансијска теорија и пракса. Будући да терет сносе потрошачи (становништво) независно од своје економске снаге што има изразито регресивна и преваљујућа својства, те јаче погађа економски слабије слојеве становништва. Порез на додату вредност је идеалан са становништва државе, њена је "златна кока", јер се примењују самоопорезивање и фактурисана реализација, па држава има минималне трошкове администрација (практично само у фази контроле, будући да је могућа само незаконита пореска евазија, по правилу у виду озбиљнијих кривичних дела, најчешће пореске утаје, неприхватљиве каталожке продаје и код тзв. пореског карусела).

Виша, односно општа стопа пореза на додату вредност у Србији (18%) је добро одмерена, једна је од нижих (многе су државе у задњих неколико година повећавале општу стопу).¹¹

Порез на додату вредност има уграђена билансна ограничења (потврђују искуства СР Немачке и Хрватске приликом првог и посебно другог повећања опште стопе) па повећање опште, а посебно ниже стопе не мора да резултира одговарајућим, математички и економетријски, утврђеним и очекиваним повећањем прихода. Повећање опште стопе пореза на додату вредност у Србији у овом тренутку не би било економски целисходно нити би одбацило очекивано повећање прихода. Промет у трговини на мало је у сталном опадању, увоз такође, а кредити који се ових дана одобравају грађанима само краткорочно ће у овој години довести до повећања прихода од пореза на додату вредност. Идуће године ваља очекивати пропорционално већи даљи пад промета (веће куповине, очекује се, биле би осетно ниже).

Србија има нижу, односно посебну стопу (8%) која је виша него у многим и транзиционим али и развијеним земљама. У великом броју земаља нижа стопа износи 5%, а у неким случајевима и мање. Наравно, има земаља и са већом нижом стопом од Србије, али то су изузеци (Финска, Шведска, Мађарска, Хрватска). Треба размислити о снижавању ниже стопе пореза на додату вредност у Србији и дејству смањивања на општи ниво цена (билансни ефекти при томе не морају бити негативни), будући да она погађа храну, лекове, новине, комуналне услуге и читав низ других производа и услуга које користе најшири (економски најнемоћнији) слојеви становништва. Може се размислити и о рекомпоновању (другачијем распореду производа и услуга између ове две стопе) пореза на додату вредност, али не треба очекивати значајније билансне ефекте.

Систем царина не треба дирати, мада ваља очекивати смањивање билансног значаја. Акцизе у Србији не треба повећавати, али их треба прекомпоновати. Свакако треба повећати акцизе на дуванске прерађевине (међу најнижима су у Европи) и алкохолна пића, уз смањивање акциза на деривате нафте. Билансни ефекат треба да буде у крајњој инстанци неутралан.

9) Стопе овога пореза веома варирају у земљама Европе од 9% у Српској и 10% у Србији до преко 50% Малта, Чешка. Стопе овога пореза се осетно смањују и 2009. године просечна стопа овога пореза износи око 28% у земљама ОЕCD наспрам, на пример, близу 50% почетком осамдесетих година прошлог века.

10) Овај порез је приход локалне самоуправе и оне врше наплату преко својих пореских управа. Са формирањем базе података о имовини физичких и правних лица се неуобичајено касни иако је систем уведен у Србији 1990. године. Посебан проблем је велико кашњење у достављању решења за овај порез – обично у току лета за текућу годину, а онда доспева за наплату и трећа рата овога пореза.

11) Директива Европске уније која се односи на порез на додату вредност сугерише да општа стопа не сме да буде нижа од 15%, а снижена нижа од 5%.

2. Основне поруке студије Пореска политика у Србији – поглед унапред

Најпре, ваља похвалити појаву Студије: веома је професионално урађена и потврђује тенденцију да се пореске реформе по правилу декадно спроводе. Аутори су у студији заокружено и целовито претресли проблеме директног опорезивања у Србији, имајући у виду основни циљ: повећање ефикасности јавног сектора и фискална консолидација су неопходни услови дугорочно одрживог привредног и друштвеног напретка Србије.

Аутори полазе од чињенице да је порески систем у Србији током претходне (ваљда претходних!) деценија, посматрано у целини значајно реформисан, али да је интензитет реформи био различит код различитих пореза. Напредак је био најзначајнији у случају пореза на потрошњу, мањи у случају опорезивања доходака и релативно скроман (!) у опорезивању имовине. Стога, сасвим исправно, централно место у монографији посвећено је реформи пореза на факторе производње и имовину. Основни правац промена у пореском систему Србије по њиховом мишљењу треба да буде смањење фискалног оптерећења рада и повећање фискалног оптерећења потрошње. То је, констатују аутори, у складу са тенденцијама у свету и актуелним теоријским ставовима. Сасвим тачно, да аутори при томе не превиђају чињеницу да у пореским структурама (у развијеним и добром делу транзиционих држава Европе) доминантно место заузима порез на доходак (укључујући социјалне доприносе), значајно је учешће и пореза на добит па и пореза на имовину. Удео пореза на потрошњу у свим наведеним земљама је на другом месту и ту и остаје, упркос променама и теоретским ставовима! Смањује се само постојећи раскорак! А све то није случај у Србији. У Србији је неприхватљива осетна доминација посредних пореза, веома скромно место пореза на доходак физичких лица, пореза на добит и пореза на имовину. Уосталом, то су аутори имплиците и навели (видети табела на стр. 11, 26, 35, 49, 78 и 82) а то је уочљиво и увидом у *Statistiques des recettes publiques*, публикацију ОЕЦД која пружа континуирану серију упоредивих података о јавним приходима од 1965. године.

Вредновање и оцена пореског система (и пореске политике) у целини, а не само појединих пореских облика, врше се са аспекта његове правичности, економске ефикасности, администра-

тивних трошкова, конкурентности, билансне издашности и других критеријума.

Директни порези, а посебно порези на доходак, омогућавају (применом прогресије) најзначајније испуњавање критеријума правичности, посебно вертикалне. Порези на потрошњу су потпуно инфериорни због изражених елемената регресивности и преваљивости. А порези на потрошњу, *via facti* нису само ПДВ, акцизе и царине, већ и све накнаде, таксе и новчане казне, као и неки директни порези (посебно порези на пренос имовине). Доминација ових пореза у пореском систему, као што је случај са Србијом, значи да економски слабији део становништва натпросечно сноси већи терет финансирања јавног сектора. При том, да се не заборави, Србија је данас у доњем делу по степену привредне развијености у Европи. Примера ради, у односу на развијенији део Европе (на пример, скандинавске земље) Србија, мерено дохотком *per capita*, заостаје више од десет пута!

О елементима економске ефикасности може се разговарати, али не и о критеријуму међународне пореске конкуренције. Пореска конкуренција у глобалној економији је инфериоран критеријум, потврђује студија ОЕЦД још из 2003. године,¹² нарочито када је реч о државама југоисточне Европе.¹³ Међу факторима конкурентности, наведена студија порески фактор ставља тек на 18 место(!) по значају. Уосталом, то индиректно потврђују и искуства Србије. Иако је у периоду од 2000. године имала најниже пореске стопе на рад, добит и капитал и имала уграђене унилатералне мере за спречавање односно елиминацију међународног двоструког правног опорезивања, стране инвестиције у Србији нису ни приближно томе кореспондентне.

Директни порези су административно сложенији и за обвезника и за државу, али се тај проблем хипертрофира, поготово у условима надпросечног напретка информационих технологија. Билансна издашност је критеријум који у великој мери зависи, када је реч о порезу на доходак, од кључних параметара (стопе, олакшица, неопорезивог износа, висине и интензитета прогресије и других битних параметара). Но, и код ПДВ (неоспорно) и код пореза на доходак може бити значајна (ако се жели реализација критеријума правичности).

12) *A Survey on the Role of Taxation in Foreign Direct Investment in South Eastern Europe, Stability Pact and OECD*, Paris 2003. стр. 35. Цитирано према Г. Илић-Попов, Пореска конкуренција у глобалној економији, Рачуноводство 11-12/2009, стр. 58-64.

13) Европа (практично Унија) тежи пореској хармонизацији, а не пореској конкуренцији, како се на једном месту у поменутој студији наводи, упркос релативно скромним донетима хармонизације (код посредних пореза и ми нимално код непосредних).

Уважавајући постављени циљ и валоризацијом наведених критеријума аутори су, у шест поглавља своје студије, презентовали основне правце пореске реформе у Србији. Њихове поруке односно предлози су, *grosso modo*, следећи:

1. У Србији су високи трошкови и низак квалитет услуга јавног сектора, уз релативно висок фискални дефицит. У структури јавних расхода доминирају текући расходи и ниске јавне инвестиције што је у супротности са развојним амбицијама државе;
2. Нужна је приходно неутрална пореска политика која треба да смањи опорезивање рада, а да повећа опорезивање потрошње;
3. Опорезивање дохотка треба реализовати једном од три могуће солуције које су интерпретиране: (а) увођењем пропорционалног пореза, (б) једноставнијом варијантом дуалног опорезивања (?) и (ц) синтетичким моделом опорезивања дохотка физичких лица. Практично, аутори се опредељују за пропорционално опорезивање јер у закључцима одговарајућег дела студије констатују да 'ефикасна примена неког од сложенијих пореских облика (синтетички или дуални) захтева и темељну и релативно дуготрајну припрему пореске администрације';¹⁴
4. Основни садржај наведеног концепта подразумева да се неопорезива основица плате повећа на 10.000 динара или на 16.500 динара (са садашњих 6.000 динара), а да се свака плата преко тога опорезује јединственом стопом од 20%. Такође, предлаже се и ослобађање плата од доприноса за обавезно здравствено осигурање и осигурање за случај незапослености тако да би се терет на нето плату од 100 динара смањило са садашњих 65 динара на око 47 динара. На тај начин, тзв. *flat* опорезивањем би се остварила умерена прогресивност у опорезивању плата и појачао критеријум вертикалне правичности;
5. Недостајућа средства би била обезбеђена повећањем стопа ПДВ са садашњих 18% на 22% и са 8% на 12%;
6. Повећањем стопа ПДВ, а смањивањем опорезивања зарада очекује се смањивање обима утаја пореза и сиве економије;
7. Реформисање пореза на добит (углавном преиспитивањем система пореских олакшица);
8. Одређене, ипак скромније, промене у систему опорезивања имовине са циљем повећања билансног значаја.

Наведеним променама (а има их још осим наведених) које су претходно у најкраћим потезима скициране аутори очекују да ће се обезбедити реализација следећих циљева:

- повећање запослености,
- побољшање конкурентности привреде,
- реализовање веће правичности у опорезивању,
- и посебно обезбеђивање довољно јавних прихода да Србија може да реализује, у догледно време, фискалну консолидацију уз прихватљив ниво фискалног дефицита.

На крају овог сумарног приказа резултата студије ваља казати да аутори сматрају да треба спровести избор између понуђених алтернатива као и све припреме, укључујући и новелацију пореског законодавства да би реформисани порески систем почео да се примењује од 01.01.2011. године.

Уместо закључка: шта ваља и када чинити?

Да треба новелирати систем и политику јавних финансија у Србији није уопште спорно. У том смислу наведена студија је изузетно добро дошла. Иако обухвата само један сегмент и то делимично (систем директног опорезивања), студија је покренула серију веома озбиљних питања. Оно што је посебно интересантно и вредно похвале аутори су своје погледе дали релативно заокружено и међусобно повезано, а на читаоцима је, и не само њима (имају се у виду посебно креатори пореског система и политике), да наведене ставове подрже или изнесу своје. У сваком случају, Србији предстоји озбиљан и велики посао на конципирању примереног и реално могућег пореског система и политике.

Упоредо са реформисањем система опорезивања у Србији трају расправе и истраживања о реформисању двају билансно веома значајних сегмената јавних расхода – система пензијског и инвалидског осигурања и система здравственог осигурања. Такође, сведоци смо и разматрања јавних расхода које провоцира народна одбрана у оквиру развоја стратегије професионализације војске. Реформисању јавних расхода доприносе и недовољно артикулисане расправе о смањивању администрације и превазилажењу проблема покривања очекиваних расхода које ће провоцирати реализација реституције.¹⁵ Све су то сусретна и потребна

14) Студија, стр. 60,

15) Процене указују на то да ће за реализацију програма реституције, осим физичког враћања одузете имовине где је то објективно могуће, бити потребна значајна средства. Процене веома варирају и није упутно у овом прилогу их износити. Но, ваља подвући да се питања реституције морају решити до укључивања у Европску унију.

разматрања која морају бити обједињена у крилу Министарства финансија Републике Србије.

Са правом аутори студије истичу да реформисање система јавних прихода треба учинити тако да њихова примена почне почетком идуће, 2011. године. Но, будући да постоје и другачије опције у вези са реформисањем система и политике јавних прихода, посебно пореза, аутор овог прилога је слободан да сугерише да се то обави темељно. У том смислу, будући да у Србији нема много познавалаца пореског система и његових специфичности, аутор овога прилога такође сматра да би било веома плодотворно да се ти људи окупе, аргументовано претресу могуће варијанте, јер две које су у овом тексту наведене (ауторова и варијанта изнета у студији) нису једине, да утврде шта је реално и могуће и да онда изађу у јавност и предложено бране.

Литература

1. Група аутора: *Пореска политика – поглед унапред*, Економски факултет, Београд и USAID, Београд, 2010, године, стр. 125,
2. Божидар Раичевић: *Јавне финансије*, Економски факултет, Београд, 2008. године, стр. 442,
3. Божидар Раичевић: „Јавне финансије Србије – шта да се ради?“, *Пословна политика* бр. 7-8/2009, Београд, стр. 2-3,
4. Дејан Поповић: *Пореско право*, Правни факултет, Београд, 2008. године, стр. 500,
5. Гордана Илић-Попов: „Пореска конкуренција у глобалној економији“, *Рачуноводство* бр. 11-12/2009, стр. 58-64,
6. OECD: *Statistiques des recettes publiques 1965-2008*, OECD, Paris, 2009.

мр Весна
НЕШИЋ*

Фискализација као инструмент у борби против пореске евазије и сиве економије

Резиме

Најзначајнији облик јавних прихода, путем кога се финансирају јавни расходи, јесу порези. Активности пореских обвезника усмерене на незаконито избегавање плаћања пореза су бројне, те је њихово сузбијање приоритетан циљ сваке владе. Фискализацијом, односно увођењем фискалних каса код обвезника који врше промет добара и услуга физичким лицима, може се допринети повећању пореских прихода. Неоправдано изузимање појединих обвезника из обавезе евидентирања промета преко фискалне касе може довести до неравноправности учесника на тржишту, што може имплицирати појаву пореске евазије у циљу постизања конкурентности на тржишту. Стога је доследна примена прописа, у циљу елиминисања пореске евазије и повећања јавних прихода, услов стабилизације и привредног развоја Србије и њеног укључивања у европски интеграциони процес.

Увод

Обавеза плаћања пореза је општа, а прописана је Уставом Републике Србије,¹ те је сваки грађанин Републике Србије, који се сматра пореским обвезником, дужан да плаћа порез, у складу са својом економском способношћу.

Приоритетан и дугорочан стратешки циљ Републике Србије² јесте њено прикључивање Европској унији, због чега се врше интензивне припреме неопходне за спровођење овог циља. У том смислу спроводи се реформа пореског система,³ како би постојећи порески систем био компатибилан са системима земаља Европске уније. Једна од препрека на путу европских интеграција

јесте све присутнија пореска евазија и деловање сиве економије.

У складу са уставним и националним опредељењем, органи Републике Србије имају обавезу да се одлучно боре против активности пореских обвезника усмерених ка незаконитом избегавању плаћања пореза.

1. Порески приходи као најиздашнији јавни приходи

Јавни приходи представљају новчана средства, којима се финансирају веома бројни јавни расходи.

* Виши саветник у предузећу „Рачуноводство“ д.о.о.

- 1) Одредбама члана 91. Устава Републике Србије („Сл. гласник РС“, бр. 98/06, у даљем тексту: Устав), прописано је да се надлежности Републике Србије, аутономних покрајина и јединица локалне самоуправе финансирају из средстава које се обезбеђују из пореза. Обавеза плаћања пореза и других дажбина, у складу са наведеним уставним одредбама, је општа и заснива се на економској моћи обвезника.
- 2) Национални програм за интеграцију у Европску унију (НПИ), Влада Републике Србије, октобар 2008. године.
- 3) Почетком 2001. године, започета је реформа пореског система, која је обухватала усвајање важних пореских и других прописа, затим измену система финансирања локалне власти, као и измене у начину утврђивања, контроле и наплате јавних прихода и, на крају, увођење пореза на додату вредност. Ова реформа, на неки начин, представља наставак реформе започете још 1991. године, која је услед различитих околности (грађански рат, увођење економских санкција и др.), била прекинута.

Најважнији облик јавних прихода јесу порези који се плаћају на приходе, имовину (директни порези) и на потрошњу (индиректни порези).

Порески приходи представљају основни извор јавних прихода, а најистакнутије место заузима порез на додату вредност. Учешће пореских прихода у јавним приходима у 2009. години у Србији износило је 87,25%, а учешће пореза на додату вредност 25,90%.⁴

У наставку је дат графички приказ структуре консолидованих прихода сектора државе у 2008. години.⁵

У структури јавних прихода, веома изражено место имају индиректни порези, посебно порез на додату вредност.

Почев од 2006. године у Републици Србији је константно присутан буџетски дефицит, који се

из године у годину повећава, тако да је у 2009. години износио чак 121,4 милијарди динара⁶. Разлог вишегодишњег буџетског дефицита налази се у извршавању јавних расхода преко плана⁷, а јавних прихода у складу са планом.

У будућности је реално очекивати смањење јавне потрошње, која је стално у центру пажње како текуће политике, тако и стручне и најшире јавности.⁸

2. Пореска евазија

Евазија пореза представља низ радњи и мера, предузетих од стране пореског обвезника, у циљу смањења висине обавезе плаћања пореза или његовог избегавања у потпуности. То је феномен, који је, у већој или мањој мери присутан у свим пореским системима.⁹ Пореска евазија може бити двојака, у зависности од тога да ли има упо-

Структура консолидованих прихода сектора државе у 2008. години



Извор: Меморандум о буџету и економској и фискалној политици за 2010. годину, са пројекцијама за 2010. и 2012. годину. (према фусноти 5 овог рада)

4) Извор: www.mfin.sr.gov.yu – Консолидовани биланс сектора државе у периоду 2005-2010. године.

5) Меморандум о буџету и економској и фискалној политици за 2010. годину, са пројекцијама за 2011. и 2012. годину, Влада Републике Србије, јун 2009. године („Сл. гласник РС“, бр. 103/09).

6) Извор: www.mfin.sr.gov.yu - Консолидовани биланс сектора државе у периоду 2005. - 2010. година.

7) Под планом се подразумева оквир који је дат у Меморандуму о буџету за одговарајућу годину, који усваја Влада Републике Србије.

8) др Петар Бојовић, др Ђорђе Павловић, *Макрофинансије*, Чигоја штампа и аутори, Београд, 2009. година, стр. 245.

9) проф. др Гордана Илић-Попов, др Ђорђе Павловић, *Лексикон јавних финансија*, Завод за унапређење и рентабилност пословања, Београд, 2003. година, стр. 101.

риште у закону, када се говори о законској евазији, или када нема законски основ, у ком случају се ради о незаконитој евазији. Законска евазија подразумева предузимање мера и радњи пореског обвезника, са циљем да се умањи висина пореске обавезе, при чему се не врши повреда позитивних законских прописа. Незаконита евазија подразумева да порески обвезник избегава плаћање пореза, при чему повређује позитивне законске прописе.¹⁰

Најчешћи облици незаконите пореске евазије су:

- непријављивање остварених прихода (не подношење пореске пријаве), при чему порески обвезник врши двоструко вођење пословних књига – с једне стране води пословне књиге за потребе пореског органа, а са друге стране пословне књиге у којима се приказује стварни промет;
- нетачно приказивање података у пореској пријави (делимично приказивање остварених прихода);
- набавка и продаја шверцоване робе, која се не уноси у пословне књиге и чије плаћање се врши готовински, при чему се не врши плаћање пореза на додату вредност, царина и других увозних дажбина приликом увоза те робе.

Пореска евазија доводи до разноврсних последица, пре свега до смањења јавних прихода, тако да је интерес државе њено сузбијање. С обзиром на то да у буџет не приспевају планирана средства, држава је принуђена да повећа пореске стопе или да уведе нове порезе, односно да смањи или укине неке јавне расходе.¹¹ Повећање пореских стопа негативно се психолошки одражава на пореске обвезнике будући да залази у сферу пословног, као и породичног и личног живота, коју порески обвезници нерадо откривају. Плаћање пореза имплицира слабљење економске снаге пореског обвезника, при чему је могућа и промена његовог социјалног статуса.¹² Стога, повећање пореског оптерећења може довести до тога да порески обвезник предузме одговарајуће радње у циљу смањења висине обавезе плаћања пореза или његовог избегавања, што доводи до евазије пореза.

Избегавање плаћања пореза на потрошњу (порез на додату вредност, акцизе), је најчешћи случај избегавања плаћања пореза у нашој земљи, а врши се тако што се остварени промет приказује у мањем износу него што реално јесте. Услов за приказивање мањег промета јесте плаћање у готовини, које је у Републици Србији веома присутно, и по-

ред тога што се прописима о платном промету,¹³ налаже да правна лица и предузетници, за плаћање у динарима, отворе текући рачун у банци, да воде средства на том рачуну и врше плаћање преко тог рачуна, као и да готов новац примљен по било ком основу, уплате на свој текући рачун истог, а најкасније наредног радног дана.

Међутим, обвезници који се баве прометом робе често не врше евидентирање оствареног промета преко фискалне касе, па пазар од продате робе, не уплаћују на свој текући рачун, већ исти користе за набавку нових добара, пошто је тако плаћена роба јефтинеја. Неуплаћивањем пазара од продате робе на текући рачун, избегава се плаћање више следећих врста јавних прихода: пореза на додату вредност, пореза на добит предузећа, односно пореза на приход од самосталне делатности и годишњег пореза на доходак грађана, те се на тај начин вишеструко оштећује буџет Републике Србије.

Поред високог степена фискалног оптерећења, један од фактора који доводе до пореске евазије јесу благе санкције за избегавање плаћања пореза. Наиме, у већини пореских закона казнене одредбе за непридржавање одредби закона су неадекватне, тако да делују као неефикасно средство у борби против пореске евазије. Једини изузетак представљају казнене одредбе Закона о порезу на додату вредност које, поред тога што су високе, ригорозно и доследно се примењују, што се не може рећи и за казнене одредбе у другим пореским законима.

3. Сузбијање активности усмерених ка умањењу пореске обавезе

Основна тежња сваког модерног пореског система јесте висок ниво пореске културе и пореског морала пореских обвезника и постизање добровољности у измиривању пореских обавеза. Јачање општег пореског морала и пореске културе пореских обвезника постиже се појачаном контролом пословања свих пореских обвезника, као и доследном применом прописа и смањењем корупције, док се трошењем пореских прихода на рационалан начин, утиче на пореске обвезнике да добровољно испуњавају пореске обавезе и да то буде њихова грађанска дужност.

Контролу правилности и законитости испуњавања пореске обавезе надлежни порески орган врши путем пореске контроле. У поступку порес-

10) проф. др Драгомир Ђорђевић, *Јавне финансије – Фискална економија и менаџмент јавног сектора*, Друго измењено и допуњено издање, Привредна академија, Нови сад, 2009, стр. 99.

11) *Op. cit.*, под 11, стр.101.

12) *Op. cit.* под 10, стр. 99.

13) Закон о платном промету („Сл. лист СРЈ“, бр. 3/2002, 5/2003 и „Сл. гласник РС“, бр. 43/2004 и 62/2006) и Одлука о условима и начину плаћања у готовом новцу у динарима за правна лица и за физичка лица која обављају дела тност („Сл. гласник РС“, бр. 57/2004, 114/2005, 45/2007, 12/2008 и 11/2010).

ке контроле надлежни порески орган обавља канцеларијску контролу, теренску контролу и радње са циљем откривања пореских кривичних дела.¹⁴

У Србији још увек није развијена пореска култура, која подразумева поштовање права пореских обвезника и испуњавање пореских обавеза као грађанске дужности. Добровољно измиривање пореских обавеза бележи стални раст, али и даље има случајева избегавања плаћања пореза, тако да су током примене Закона о порезу на додату вредност откривена бројна кривична дела и покушаји утаје пореза.

За добре резултате приликом наплате пореза на додату вредност заслужно је увођење фискалних каса, као и повезивање фискалне касе обвезника са надлежним пореским органом путем терминала за даљинско читавање промета. Надлежни порески орган и у вези са евидентирањем оствареног промета преко фискалне касе спроводи ригорозне контроле, тако да резултати нису могли да изостану. На контроли евидентирања промета преко фискалне касе мора се и даље инсистирати, јер се на тај начин доприноси повећању пореских прихода.

Такође, мора постојати више политичке воље да се важећи порески прописи доследно примењују и да се смањи сива економија. Дејство светске економске кризе и социјална угроженост становништва доводе често до одступања од доследне примене прописа, што води неравноправности пореског оптерећења пореских обвезника. Тако се долази до зачараног круга, где и они порески обвезници који су редовно измиривали своје обавезе прибегавају пореској евазији, како би остали конкурентни на тржишту.

4. Правни оквир фискализације

Одредбама Закона о порезу на промет¹⁵ и Уредбе о начину евидентирања промета преко регистар каса са фискалном меморијом и о динамици увођења тих каса¹⁶ била је прописана обавеза евидентирања промета преко фискалне касе. Почев од 1. јануара 2005. године, са почетком примене Закона о порезу на додату вредност,¹⁷

престао је да важи правни основ за уређивање начина евидентирања промета добара и услуга преко фискалних каса. Стога је било неопходно да се евидентирање промета преко фискалних каса уреди посебним законом.

У складу са тим, донет је Закон о фискалним касама,¹⁸ који се примењује од 1. јануара 2005. године. Доношењем овог закона прецизније је дефинисана обавеза евидентирања промета преко фискалне касе и створени услови за ригорознију контролу евидентирања промета преко фискалне касе.

На основу Закона о фискалним касама донети су бројни подзаконски акти:

1. Правилник о поступку фискализације, садржају евиденције о овлашћеним сервисима и сервисима, изгледу, садржају и начину вођења досијеа и сервисне књижице фискалне касе,¹⁹
2. Правилник о садржини и начину евидентирања промета издавањем фискалног рачуна, начину отклањања грешке у евидентирању промета преко фискалне касе и садржини и вођењу књиге дневних извештаја,²⁰
3. Правилник о контури и битмапи фискалног лога, изгледу фискалног документа и значењу појединих података садржаних у фискалним документима,²¹
4. Правилник о облику и садржини обавештења из члана 18. став 3. Закона о фискалним касама²² и
5. Правилник о садржини и изгледу ознаке којом се означава објекат у случају изрицања мере привремене забране обављања делатности, као и начину означавања таквог објекта.²³

Законом о фискалним касама прописана је обавеза евидентирања сваког појединачно оствареног промета добара на мало, односно сваке појединачно извршене услуге физичким лицима преко фискалне касе. Поред тога, Законом је уређено које техничке и функционалне карактеристике треба да поседују фискална каса и фискални документи, на који начин се врше отклањање грешака, ресетовање фискалне касе, стављање у промет фискалне касе, фискализација, сервисирање и поправка фискалне касе, контрола техничких и функционалних карактеристика фискалне касе,

14) Облици пореске контроле прописани су одредбама члана 117. Закона о пореском поступку и пореској администрацији („Сл. гласник РС“, бр. 80/02, ... и 61/07).

15) „Сл. гласник РС“, бр. 22/2001, 73/2001, 80/2002 и 70/2003.

16) „Сл. гласник РС“, бр. 5/2003, 39/2003, 72/2003, 2/2004 и 31/2004.

17) „Сл. гласник РС“, бр. 84/2004, 86/2004, 61/2005 и 61/2007.

18) „Сл. гласник РС“, бр. 135/2004.

19) „Сл. гласник РС“, бр. 140/2004.

20) „Сл. гласник РС“, бр. 140/2004.

21) „Сл. гласник РС“, бр. 135/2004.

22) „Сл. гласник РС“, бр. 140/2004 и 19/05.

23) „Сл. гласник РС“, бр. 140/2004.

контрола евидентирања промета преко фискалне касе и контрола рада овлашћених сервисера.

Обавеза евидентирања сваког појединачно оствареног промета преко фискалне касе прописана је за лице уписано у одговарајући регистар за промет добара на мало, односно за пружање услуга физичким лицима. Под прометом на мало подразумева се свака продаја добара физичком лицу, без обзира на то да ли се врши из малопродајног или veleпродајног објекта.

Наведена обавеза постоји и када се услуга пружа физичком лицу, а накнаду за пружене услуге сноси правно лице, односно предузетник, независно од начина плаћања (готовина, чек, картица и безготовинско плаћање).

У складу са Законом о фискалним касама, обавеза евидентирања оствареног промета преко фискалне касе не односи се на:

- пољопривредног произвођача и власника самосталне занатске радње који на пијачним тезгама и сличним објектима продају пољопривредне производе, односно сопствене производе занатства и домаће радиности,
- банкарске организације,
- осигуравајуће организације,
- ПТТ и јавна предузећа, која накнаду за продају добара, односно услуге пружене физичким лицима наплаћују испостављањем рачуна о обрачуну потрошње преко мерних инструмената (грејање, гас, телефон, електрична енергија, вода и др.).

Поред наведеног, Законом о фискалним касама дато је овлашћење Влади Републике Србије да може, на предлог министарства надлежног за послове финансија и министарства надлежног за послове трговине, да одреди и друге делатности приликом чијег обављања не постоји обавеза евидентирања промета преко фискалне касе. На основу датог овлашћења, Влада Републике Србије донела је *Уредбу о одређивању лица на која се, услед специфичности делатности које обављају, не односи обавеза евидентирања промета преко фискалне касе*,²⁴ која је престала да важи 24. марта 2009. године, односно даном почетка примене *Уредбе о одређивању делатности код чијег обављања не постоји обавеза евидентирања промета преко фискалне касе*²⁵ (у даљем тексту: *Уредба*).

Уредбом су одређене делатности приликом чијег обављања, полазећи од техничких и функционалних карактеристика фискалне касе и специфичности обављања тих делатности, не постоји

обавеза евидентирања промета преко фискалне касе. Делатности су утврђене по гранама и подгрупама из Класификације делатности, која чини саставни део Закона о класификацији делатности и о регистру јединица разврставањ.²⁶ Лица која обављају делатности наведене Уредбом немају обавезу евидентирања промета преко фискалне касе.

5. Критички осврт на одредбе Уредбе о одлагању увођења фискалних каса за поједине делатности

Одређене делатности, по претходном акту Владе Републике Србије нису биле обухваћене обавезом евидентирања промета преко фискалне касе, али је новом Уредбом за ове делатности уведена обавеза евидентирања промета преко фискалне касе, с тим што је утврђена динамика увођења фискалних каса.

У складу са тим, почев од 1. јуна 2009. године, обавезу евидентирања промета преко фискалне касе имају лица која обављају следеће делатности:

- 18220 – Производња остале одеће
- 52740 – Оправка на другом месту непоменуто – оправка одеће
- 63300 – Делатност путничких агенција и туроператора
- 851 – Здравствена заштита становништва, осим здравствених услуга које се обезбеђују из средстава обавезног здравственог осигурања
- 852 – Ветеринарске активности, осим примарне теренске здравствене заштите животиња, послови из Програма мера здравствене заштите животиња, послови дезинфекције и дератизације у објектима у којима се држе и узгајају животиње и активности спречавања појављивања, ширења и сузбијања заразних болести животиња.

За одређене делатности била је прописана обавеза увођења фискалних каса почев од **1. марта 2010. године**, али је та обавеза одложена до **31. августа 2010. године**. У складу са тим, делатности које, почев од 1. септембра 2010. године, имају обавезу евидентирања промета преко фискалне касе, су:

- 52630 – Остала трговина на мало изван продавница:
 - продаја преко путујућих продаваца – улична продаја сладоледа,
- 52730 – Оправка сатова, часовника и накита,
- 74111 – Адвокатски послови,

24) „Сл. гласник РС“, бр. 100/2004 и 106/2004.

25) „Сл. гласник РС“, бр. 18/2009, 109/2009 и 6/2010.

26) „Сл. лист СРЈ“, бр. 31/96, 34/96, 12/98, 59/98 и 74/99.

- 74700 – Чишћење објеката,
- 801 – Основно образовање,
- 802 – Средње образовање,
- 803 – Више и високо образовање.

За лица која обављају делатност из подгрупе 60220 – Такси превоз, најпре је била прописана обавеза увођења фискалних каса од **1. јануара 2010. године**, али је та обавеза, такође, одложена за **1. септембар 2010. године**.

Адвокати су успели да, путем организованог штрајка и блокаде правосуђа, одложе увођење фискалних каса у њихову професију, уз образложење да се увођењем фискалних каса нарушавају самосталност и независност адвокатске професије, као и обавеза чувања професионалне тајне. Основни разлог противљења увођењу фискалних каса у адвокатску професију адвокати правдају тиме што би порески инспектори, контролом исправности евидентирања промета преко фискалне касе добили увид у предмет и имали приступ одређеним подацима који су тајна. Као аргумент против увођења фискалних каса адвокати наводе и чињеницу да у земљама Европске уније не постоје фискалне касе за адвокате, већ се контрола пореских обавеза адвоката врши на други начин.

Као и адвокати, и такси превозници су оштро протествовали против увођења фискалних каса у њихову професију, путем организованог штрајка и блокаде свих важних саобраћајница. Замерке такси превозника односе се пре свега на то што би увођењем фискалних каса такси превозници били стављени у неравноправан положај у односу на остале врсте друмског, железничког и ваздушног саобраћаја.

Уважавајући аргументе које наводе адвокати, према нашем мишљењу, увођење фискалних каса у њихову професију неће битно утицати на обављање делатности, што у наставку и образлажемо.

Прво, у складу са позитивним прописима, адвокати и сада имају обавезу издавања рачуна клијенту, односно физичком лицу примаоцу услуге,²⁷ за сваку пружену услугу, само што тај рачун није фискални рачун. Ова обавеза постоји независно од тога да ли је извршено плаћање за пружену

услугу. Стога, увођењем фискалних каса у адвокатску професију неће доћи до битних разлика у односу на досадашњу праксу. Међутим, питање је да ли су адвокати поштовали прописе и у којој мери су издавали рачуне својим клијентима. Издавање рачуна обично је вршено по захтеву клијента или када је извршено плаћање за пружену услугу.

На основу издатих рачуна за извршене услуге, у пословним књигама адвокати треба да евидентирају приходе од вршења услуга, независно од тога да ли је извршено плаћање за пружену услугу, након чега настаје обавеза плаћања пореза на додату вредност,²⁸ уколико је адвокат обвезник ПДВ и обавеза плаћања пореза на добит правних лица,²⁹ односно пореза на приходе од самосталне делатности.³⁰ Неплаћање рачуна за извршене услуге од стране клијента не може бити разлог за неевидентирање прихода и неплаћање пореза од стране адвоката – пружаоца услуге. Неиздавањем рачуна и неевидентирањем уплате на текући рачун стварају се услови за евазију пореза, пошто се на тај начин не евидентира остварени приход, а самим тим се не врши плаћање пореза. На тај начин би сви други порески обвезници били у неравноправном положају у односу на адвокате, што је супротно закону, с обзиром на то да су сви порески обвезници изједначени пред законом.

Ово у истој мери и са истом аргументацијом важи и за такси превознике.

Друго, адвокати имају обавезу вођења пословних књига, осим адвоката којима је одобрено паушално опорезивање, тако да су њихове пословне књиге, у претходном периоду, биле предмет контроле, при чему није било примедби на рачун одавања професионалне тајне и независности адвокатуре. Међутим, чињеница је да контрола исправности и законитости пословања адвоката није адекватно вршена у претходном периоду, због њиховог друштвеног статуса.

Треће, тачна је констатација адвоката да чланице Европске уније нису увеле фискалне касе у адвокатску професију, али то није учињено из разлога што се у Европској унији примењује другачији начин опорезивања адвокатске струке.

27) Обавеза издавања рачуна за сваку пружену услугу потрошачу прописана је одредбама члана 20. Закона о заштити потрошача („Сл. гласник РС“, бр. 79/05). Овим одредбама прецизирани су елементи рачуна (датум пружања услуге, врста пружене услуге, цена и други подаци у складу са посебним прописом).

28) Рок за плаћање ПДВ утврђен је одредбама члана 51. став 1. Закона о ПДВ („Сл. гласник РС“, бр. 84/04, 86/2004, 61/2005, 61/2007 и 18/2010), односно плаћање ПДВ врши се у року од 10 дана по истеку пореског периода.

29) Порез на добит правних лица плаћа се у виду месечних аконтација у току године, а након п одношења пореског биланса и пореске пријаве за текућу годину утврђује се коначна обавеза и плаћа разлика пореза, у складу са одредбама чл. 67. и 66. Закона о порезу на добит правних лица („Сл. гласник РС“, бр. 25/2001, 80/2002, 43/2003, 84/2004 и 18/2010).

30) Утврђивање и наплата пореза на приходе од самосталне делатности врши се у складу са одредбама члана 110. до 114. Закона о порезу на доходак грађана („Сл. гласник РС“, бр. 24/2001, 80/2002, 135/2004, 62/2006, 65/2006, 31/2009, 44/2009 и 18/2010).

У складу са наведеним, може се констатовати да увођење фискалних каса у адвокатску професију и такси превоз неће битно утицати на обављање ових делатности, али ће се на тај начин добити увид у стварни промет који адвокати и таксисте остварују, па ће и опорезивање ових обвезника бити адекватно приходима које остварују. Преко терминала за даљинско читавање промета Пореска управа ће у сваком тренутку имати увид у евидентирани промет преко фискалне касе од стране адвоката, чиме ће се битно олакшати пореска контрола ових обвезника.

Већина адвоката, порез на приход од самосталне делатности плаћа према паушално утврђеном приходу, па ако се узме у обзир да се овакав начин опорезивања може примењивати само уколико адвокат не остварује укупан промет већи од 3.000.000 динара годишње,³¹ долази се до чињенице да већина адвоката у Републици Србији не зарађује више од 3.000.000 динара годишње, што је веома спорно ако се узме у обзир ценовник њихових услуга. Након увођења обавезе евидентирања сваког оствареног промета преко фискалне касе, један број адвоката ће имати обавезу евидентирања пореза на додату вредност, уколико остваре укупан промет већи од 4.000.000 динара у претходних 12 месеци,³² тако да ће се увођењем фискалних каса у њихову професију повећати како порез на приходе од самосталне делатности, тако и порез на додату вредност. Напомињемо да је неоспорно да постоје адвокати који годишње не зарађују више од 3.000.000 динара, али ће се у крајњој инстанци то показати након увођења фискалних каса.

Може се закључити да сви аргументи које износе адвокати и такси превозници нису убедљиви и немају доказну моћ, пошто је и код других делатности било проблема приликом увођења фискалних каса (нпр. туристичке агенције и здравствена делатност), али су ти проблеми превазиђени. Исто тако, могуће је предвидети све техничке детаље у вези са увођењем фискалних каса у адвокатску професију и такси превоз, тако да се неометано отпочне евидентирање промета преко фискалне касе.

Стиче се утисак да адвокати, под изговором да бране професионалне интересе, опортуним ставом против фискалних каса, у ствари бране личне интересе на рачун јавних интереса. Ослобађање од обавезе евидентирања промета преко фискалне касе прописано је само за лица која обављају специфичне делатности и код којих увођење фискалних каса није технички изводљиво. Неоправ-

даним ослобађањем од обавезе евидентирања промета преко фискалне касе одређених лица, као што су адвокати и такси превозници ствара се неравноправност учесника на тржишту, чиме се стварају услови за избегавање евидентирања промета преко фискалне касе код лица обухваћених Законом о фискалним касама, а самим тим и до евазије пореза од стране тих лица.

С обзиром на то да се приближава рок за увођење фискалних каса у адвокатску професију и такси превоз (1. септембар 2010. године), поставља се питање да ли ће се Влада принципијелно и одлучно супротставити одлагању увођења фискалних каса или ће попустити под притиском адвоката и такси превозника и поново продужити рок за увођење фискалних каса, а можда, овога пута, и потпуно изузети наведене делатности из обавезе евидентирања промета преко фискалне касе. Одступање од доследне примене прописа и немогућност Владе да се одупре притисцима појединих интересних група може се негативно одразити на порески морал пореских обвезника и њихову мотивисаност да добровољно измирују своје обавезе.

Закључак

Пореска евазија и сива економија присутни су у скоро свим савременим пореским системима, само што се степен њихове присутности разликује од земље до земље. Свако избегавање плаћања пореза има за последицу немогућност подмиривања неких од планираних расхода који се финансирају из јавних прихода. У таквим условима држава је принуђена да умањи неке од планираних издатака или да увећа пореско оптерећење, што може довести до тога да порески обвезник предузме мере са циљем умањења обавезе плаћања пореза.

С обзиром на то да је обавеза плаћања пореза општа, сви грађани Републике Србије, који су обвезници плаћања пореза, дужни су да измирују своје обавезе по основу пореза сходно својој економској моћи. Самим тим сви порески обвезници треба да буду изједначени, а доследна примена пореских прописа мора бити трајно опредељење. Ако постоје услови за евазију, порески обвезник ће их искористити, тако да ће порески приходи бити мањи, а расподела пореског оптерећења неравноправна.

Увођење фискалних каса представља важан инструмент у борби против избегавања плаћања пореза, јер се прописивањем обавезе евидентирања сваког појединачно оствареног промета преко

31) У складу са одредбама чл. 40. став 2. тачка 4) Закона о порезу на доходак грађана.

32) У складу са одредбама чл. 38. став 1. Закона о порезу на додату вредност.

фискалне касе утиче на то да порески обвезник врши евидентирање прихода, а самим тим и да евидентира обавезу за порез на додату вредност и порез на приходе од самосталне делатности, односно порез на добит правних лица. Ефикасном контролом евидентирања оствареног промета преко фискалне касе и плаћања обавеза по основу наведених пореза обезбеђује се боља наплата пореских прихода, као најважнијих јавних прихода.

Изузимање из обавезе евидентирања оствареног промета преко фискалне касе требало би да буде изузетак за делатности код којих, због специфичности њиховог обављања, није технички изводљиво увођење фискалних каса. Неоправданим изузимањем из обавезе увођења фискалних каса појединих делатности стварају се услови за неједнако пореско оптерећење пореских обвезника, које није у складу са њиховом економском моћи, што је супротно уставном опредељењу и неминовно доводи до пореске евазије. Делатности, као што су адвокатска професија и такси превоз, нису делатности код којих није технички изводљиво увођење фискалних каса, тако да су неоправдани захтеви адвоката и такси превоза за изузимањем ових делатности из увођења фискалних каса.

Литература

1. Драгомир Ђорђевић, *Јавне финансије - Фискална економија и менаџмент јавног сектора*, друго измењено и допуњено издање, Привредна академија, Нови Сад, 2009. година,
2. Гордана Илић-Попов, др Ђорђе Павловић, *Лексикон јавних финансија*, Завод за унапређење и рентабилност пословања, Београд, 2003. година,
3. Дејан Поповић, *Порески систем*, Виша пословна школа, Београд, 1997. година,
4. Борис Беговић, *Економска анализа корупције*, Центар за либерално-демократске студије, Београд, 2007. година,
5. Петар Бојовић, Ђорђе Павловић, *Макрофинансије*, Чигоја штампа и аутори, Београд, 2009. година,
6. *Устав Републике Србије* („Сл. гласник РС“, бр. 98/06),
7. *Уредба о одређивању делатности код чијег обављања не постоји обавеза евидентирања промета преко фискалне касе* („Сл. гласник РС“, бр. 18/2009, 109/2009 и 6/2010),
8. *Закон о фискалним касама* („Сл. гласник РС“, бр. 135/2004),
9. *Закон о буџетском систему* („Сл. гласник РС“, бр. 54/09),
10. *Закон о порезу на додату вредност* („Сл. гласник РС“, бр. 84/2004, 86/2004, 61/2005 и 61/2007),
11. *Закон о платном промету* („Сл. лист СРЈ“, бр. 3/2002, 5/2003 и „Сл. гласник РС“, бр. 43/2004 и 62/2006),
12. *Закон о пореском поступку и пореској администрацији* („Сл. гласник РС“, бр. 80/02, ... и 61/07),
13. *Закон о порезу на доходак грађана* („Сл. гласник РС“, бр. 24/2001, 80/2002, 135/2004, 62/2006, 65/2006, 31/2009 и 44/2009),
14. *Закон о порезу на добит правних лица* („Сл. гласник РС“, бр. 25/2001, 80/2002, 43/2003, 84/2004 и 18/2010),
15. *Закон о заштити потрошача* („Сл. гласник РС“, бр. 79/05),
16. *Одлука о условима и начину плаћања у готовом новцу у динарима за правна лица и за физичка лица која обављају делатност* („Сл. гласник РС“, бр. 57/2004, 114/2005, 45/2007, 12/2008 и 11/2010),
17. Национални програм за интеграцију у Европску унију (НПИ), Влада Републике Србије, октобар 2008. године,
18. *Меморандум о буџету и економској и фискалној политици за 2010. годину, са пројекцијама за 2011. и 2012. годину*, Влада Републике Србије, јун 2009. године („Сл. гласник РС“, бр. 103/09),
19. *Консолидовани биланс сектора државе у периоду 2005. - 2010. година*, Министарство финансија, ажурирано 5. марта 2010. године,
20. www.mfin.sr.gov.yu,
21. www.poreskauprava.sr.gov.yu.

**GOVERNMENTAL
AND NONPROFIT ACCOUNTING**
Theory and Practice
(Буџетско и непрофитно рачуноводство)
Теорија и пракса

Аутори: R. Freeman, C. Shoulders, G. Allison, T. Patton, G.R. Smith, Jr.
Издавач: Pearson Education, Inc., New Jersey, 2009. стр. 856

Књига *Буџетско и непрофитно рачуноводство*, чији су аутори R. Freeman, C. Shoulders, G. Allison, T. Patton и G.R. Smith, Jr., угледни професори, практичари и чланови највиших стручних државних тела из области буџетског и непрофитног рачуноводства у САД, представља истовремено резултат најсавременијих теоријских и стручних достигнућа буџетског и непрофитног рачуноводства, као и веома користан практичан водич за решавање бројних питања из овог домена у раду државне и локалне управе и непрофитних организација. Ова књига у САД већ дужи низ година представља веома широко прихваћено штиво за све који се баве проблемима рачуноводства, финансијског извештавања и ревизије из овог домена. У 9. издању ове књиге аутори су настојали да, знатним изменама и побољшањима претходног издања, заокруже и подигну на што виши ниво поступак изучавања проблема из области буџетског и непрофитног рачуноводства уз, како сами истичу, гесло: “кроз очи ученика”.

Буџетско и непрофитно рачуноводство као области рачуноводства представљају његове делове који су у последње време претрпели веома значајне промене, у релативно кратком року, а што се огледало у развијању одговарајућих рачуноводствених стандарда, комплексности израде финансијских извештаја за управне ентитете и непрофитне организације и прилагођавању веома брзим променама окружења, уз вођење рачуна о задовољавању захтева ревизије из овог домена.

Све ово чини изучавање буџетског и непрофитног рачуноводства веома сложеним процесом који је неопходно на прикладан начин схватити и применити у пракси. Отуда је намена ове књиге да послужи као јасан, користан, комплетан и практичан водич за вођење књига, извештавање и ревизију у буџетском и непрофитном рачуноводству. С обзиром на системски приступ и разматрање веома великог броја фактора из области буџетског и непрофитног рачуноводства, ова књига, *de facto*, представља својеврсну монографију достигнутог нивоа развоја и остварених резултата у пракси из ове области у САД. Разматрање достигнутог развоја и остварених резултата из области буџетског и непрофитног рачуноводства у САД свакако су веома интересантни за домаћу стручну литературу и праксу из овог домена, нарочито због тога што се у нашим приликама овој проблематици посвећује значајнија пажња тек у последњих неколико година. Поред тога, ова књига је веома интересантна и за едукацију студената на свим нивоима образовања (основне, мастер и докторске студије) као будућег кадра који ће радити у буџетским институцијама и непрофитним организацијама. Имајући све ово у виду, ову књигу топло препоручујемо свима који желе детаљније да се упознају са специфичношћима вођења буџетског и непрофитног рачуноводства, састављања финансијских извештаја и спровођења поступака ревизије у овом домену.

Књига садржи двадесет поглавља у којима је приказан веома широк спектар примене буџетског и непрофитног рачуноводства ради указивања на специфичности ревизије у овим областима рачуноводства, и то:

- 1) буџетско и непрофитно рачуноводство: окружење и карактеристике,
- 2) рачуноводство државне и локалне управе и модел финансијског извештавања: основе,
- 3) општи извори и извори специјалних прихода,
- 4) буџет, буџетско рачуноводство и буџетско извештавање,
- 5) рачуноводство прихода-буџетски извори,
- 6) рачуноводство трошкова – буџетски извори,
- 7) извори капиталних пројеката,
- 8) извори сервисирања дугова,
- 9) општа основна средства; опште дугорочне обавезе; перманентни извори – увод у рачуноводство интерних извора, општих основних средстава и општих дугорочних извора,
- 10) извори предузећа,
- 11) извори интерног сервиса,
- 12) извори осигурања: преглед рачуноводства интерних извора, општих основних средстава и општих дугорочних обавеза,
- 13) финансијско извештавање: основни финансијски извештаји и неопходност суплементарних информација,
- 14) финансијско извештавање: извођење буџетских финансијских извештаја и неопходна усаглашавања,
- 15) финансијско извештавање: годишњи финансијски извештај и финансијско извештавање ентитета,
- 16) невладине и непрофитне организације: приближавање SFAS (Statements of Financial Accounting Standards) 116 и 117,
- 17) рачуноводство за колеџе и универзитете,
- 18) рачуноводство за здравствене организације,
- 19) рачуноводство државне управе и
- 20) ревизија управних и непрофитних организација.

Пред нама је изузетно вредна и потребна књига, веома актуелна, јасно и прегледно написана. Упркос томе што је материја тешка због тога што се ради о области чије изучавање код нас је релативно ново и не баш широко распрострањено, књига се лако чита и разуме. Ово је књига која заслужује многобројне похвале, а намењена је свима који се баве проблемима буџетског и непрофитног рачуноводства, како у свету, тако и код нас.

*др Драган СТОЈАНОВИЋ**

*) Професор Економског факултета у Крагујевцу