



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

M52 Часопис националног
значаја за теорију и њену
операционализацију

РАЧУНОВОДСТВО



ЧАСОПИС ЗА РАЧУНОВОДСТВО, РЕВИЗИЈУ И ПОСЛОВНЕ ФИНАНСИЈЕ

♦ др Надица ФИГАР
**САВРЕМЕНИ МОДЕЛИ
ТРАНСНАЦИОНАЛИЗАЦИЈЕ ПРЕДУЗЕЋА**

♦ др Мирослав ТОДОРОВИЋ
УВОД У БИХЕЈВИОРАЛНЕ ФИНАНСИЈЕ

♦ др Љиља АНТИЋ
**КОНЦЕПТИ “ТАЧНО НА ВРЕМЕ” И УПРАВЉАЊЕ
ЗАСНОВАНО НА АКТИВНОСТИМА У ФУНКЦИЈИ
СТРАТЕГИЈЕ ТРОШКОВНОГ ЛИДЕРСТВА**

♦ др Милан ЧУПИЋ
АНАЛИЗА И ОЦЕНА СТРАНИХ УЛАГАЊА

9-10

РАЧУНОВОДСТВО

ЧАСОПИС ЗА РАЧУНОВОДСТВО, РЕВИЗИЈУ И ПОСЛОВНЕ ФИНАНСИЈЕ
ГОДИНА LIV * Бр. 9-10 * Београд, септембар-октобар 2010.

Издавач:
"РАЧУНОВОДСТВО" д.о.о.

Суиздавач:
Савез рачуновођа и
ревизора Србије

Генерални секретар
и главни и одговорни уредник
др Перо Шкобић

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

Одговорни уредник
"Рачуноводства"
Рада СТОЈАНОВИЋ

Лектор
мр Ана Бојановић,

Технички уредник
Витомир Савић

РЕДАКЦИОНИ ОДБОР
Андреј 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 3345-008, 3344-931
Уредништво 3241-948
Саветници 3233-077, 3344-549
3345-043, 3345-329, 3345-429
Курсеви 33-43-140, 33-43-215, 3231-549
Маркетинг 3233-088
Ел. водич кроз посл. 3344-949, 3344-922
Претплата 3233-088, 3238-611
Рачуноводство 3344-405
Слободна телефонска линија (сугестије,
рекламације, коментари...) 33-45-001
Телефакс (011) 3231-220, 3345-527
E-mail: racunovodstvo@srrs.org.yu
Војвођанска банка А.Д. 355-1040232-19
Центробанка А.Д. 145-3232-76

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

Штампа: Космос, Београд, Светог Саве 16-18

СРП – Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд
657

РАЧУНОВОДСТВО : часопис за
рачуноводство, ревизију и пословне финансије
/главни и одговорни уредник др Перо Шкобић;
одговорни уредник Рада Стојановић. – 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

ИЗ РАДА САВЕЗА РР СРБИЈЕ

Информација о оснивању и раду Комитета за превод
Међународних рачуноводствених стандарда
за мале и средње ентитете 3

ПРОФЕСИОНАЛНА И ЗАКОНСКА РЕГУЛАТИВА

Рада СТОЈАНОВИЋ
Међународни рачуноводствени стандарди за јавни сектор
као инструмент хармонизације финансијских извештаја
ентитета јавног сектора. 5

УПРАВЉАЧКО РАЧУНОВОДСТВО

Надица ФИГАР
Савремени модели транснационализације предузећа. 18
др Љиља АНТИЋ, др Тамјана СТЕВАНОВИЋ
Концепти "тачно на време" и управљање засновано
на активностима у функцији стратегије трошковног лидерства. 29

мрс Јасмина ХАЈНРИХ
Финансијско извештавање
у функцији управљања кризом у предузећу. 40

ФИНАНСИЈСКО РАЧУНОВОДСТВО

Јасмина Д. ДИЛБЕР
Начело рачуноводствене опрезности као инструмент реализације
циљева политике добити у условима неизвесности 53

ПОСЛОВНЕ ФИНАНСИЈЕ

др Мирослав ТОДОРОВИЋ
Увод у бихејвиоралне финансије 63
мр Милан ЧУПИЋ
Анализа и оцена страних директних улагања 76

КОНТРОЛА И РЕВИЗИЈА

др Слободан В. ВИДАКОВИЋ
Поступци поновне ревизије финансијских извештаја. 85

ЈАВНЕ ФИНАНСИЈЕ

др Ђоко СЛИЈЕПЧЕВИЋ, др Младен ИВАНИЋ, мр Миломир АМОВИЋ
Јавно-приватно партнерство
у функцији савременог друштвено-економског развоја 91

ПРИКАЗ КЊИГЕ

Дејан МЛАДЕНОВИЋ
Рачуноводство привредних друштава
– Приручник за примену контног оквира у складу са МСФИ 100

Contents

FROM THE ASSOCIATION ACTIVITIES

Information on Foundation and Activities of the Committee for translation of International Accounting Standards for Small and Medium Entities	3
--	----------

PROFESSIONAL AND LEGAL REGULATION

Rada STOJANOVIC

International Public Sector Accounting Standards as an Instrument of Harmonization of Financial Statements of the Public Sector Entities	5
---	----------

MANAGEMENT ACCOUNTING

Nadica FIGAR, Ph.D.

Contemporary Models of Enterprise Trans-nationalization	18
--	-----------

Ljilja ANTIC, Ph.D., Tatjana STEVANOVIĆ, Ph.D.

The Role of Modern Cost Management Concepts In Developing and Implementing Cost Leader Strategy	29
--	-----------

Jasmina HAJNRIH, M. Sc.

Financial Reporting in the Function of Crisis Management in an Enterprise.	40
---	-----------

FINANCIAL ACCOUNTING

Jasmina D. DILBER

Accounting Prudence Principle as an Instrument of Realizing Income Policy Aims Under Uncertain Conditions	53
--	-----------

BUSINESS FINANCES

Miroslav TODOROVIC, Ph.D.

Behavioral finance: An Introduction	63
--	-----------

Milan CUPIC, M. Sc.

Analysis and Evaluation of Direct Foreign Investments	76
--	-----------

CONTROL AND AUDIT

Slobodan V. VIDA KOVIC, Ph.D.

Procedures of Repeated Audit of Financial Reports	85
--	-----------

PUBLIC FINANCES

Djoko SLIJEPCEVIC, Ph.D., Mladen IVANIC, Ph.D., Milomir AMOVIC, M.Sc.

Public Private Partnership within the Function of the Contemporary Social-Economic Development	91
---	-----------

A BOOK PREVIEW

Dejan MLADENOVIC

Accounting of Economic Societies – A Handbook for Implementation of Framework of Accounts According to International Financial Reporting Standards.	100
--	------------

Информација о оснивању и раду Комитета за превод Међународних рачуноводствених стандарда за мале и средње ентитете

У складу са Споразумом о сарадњи професионалних организација, као и прописаним процедурама Одбора за Међународне рачуноводствене стандарде (IASB), Савез рачуновођа и ревизора Републике Србије, Савез рачуновођа и ревизора Републике Српске и Институт сертифицираних рачуновођа Црне Горе су на седници одржаној 22.09.2010. донели Одлуку о именовану Комитета за преглед превода Међународних стандарда финансијског извештавања за мале и средње ентитете.

Наведени комитет је именован у следећем саставу:

1. Микеревић проф. др Драган, овлашћени ревизор, Економски факултет Бања Лука
2. Кондић проф. др Новак, овлашћени ревизор, Економски факултет Бања Лука
3. Крсмановић проф. др Бранко, овлашћени ревизор, Факултет пословне економије Бијељина
4. Шњегота доц. др Душко, овлашћени ревизор, Економски факултет Бања Лука
5. Пољашевић доц. др Јелена, Факултет за економију и менаџмент, Добој
6. Новићевић проф. др Благоје, овлашћени јавни рачуновођа, Економски факултет Ниш
7. Стојановић Рада, овлашћени јавни рачуновођа-овлашћени ревизор, уредник часописа *Рачуноводство*, СРРС
8. Нешић мр Ненад, овлашћени јавни рачуновођа, Институт за рачуноводство и ревизију Београд

9. Живковић Миодраг, овлашћени рачуновођа, извршни секретар СРРС
10. Петровић Предраг, овлашћени рачуновођа, виши саветник СРРС
11. Радуновић Весна, лиценцирани ревизор, Институт сертифицираних рачуновођа Црне Горе
12. Драговић Данко, дипл. ек., Министарство финансија Црне Горе.

Координатор формираног комитета је Шкобић мр Зоран, овлашћени јавни рачуновођа – овлашћени ревизор, СРРС.

Међународни стандарди финансијског извештавања за мале и средње ентитете донети су 9. јула 2009. године од стране Одбора за Међународне стандарде финансијског извештавања. Примена Међународних рачуноводствених стандарда за мале и средње ентитете је подржана од стране Међународне федерације рачуновођа у контексту репрезентовања интереса професионалних рачуновођа који пружају рачуноводствене услуге малим и средњим ентитетима. Доношење ових стандарда представља одраз интернационализације пословања малих и средњих ентитета, као и значаја који у националним економијама сваке земље имају ови ентитети. Процес доношења ових стандарда трајао је око 6 година током којих се расправљало о решењима садржаним у њима (стандарди су тестирани у 126 предузећа из 20 земаља), а подржале су их бројне, значајне међународне организације. Стандарди за мале и средње ентитете, који су практично дати кроз 35 одељака једног јединственог стандарда за мале и средње ентитете, који омогућавају састављање

финансијских извештаја малих и средњих ентитета, примењују се само на ентитете чијим хартијама од вредности се јавно не тргује. Мали и средњи ентитети у смислу ових стандарда су дефинисани као ентитети који немају јавну одговорност (њиховим дужничким и власничким инструментима се не тргује на тржишту и нису им поверена средства улагача као што су: банке, брокерске куће, осигуравајућа друштва, заједнички фондови, пензијски фондови и инвестициони фондови) и који презентују финансијске извештаје опште намене за екстерне кориснике.

Усвајање ових стандарда треба да доноси олакшање приликом вођења пословних књига и састављања финансијских извештаја код малих и средњих ентитета у оним државама које примењују МРС/МСФИ за ентитете који имају јавну одговорност. Према проценама мали и средњи ентитети у већини националних економија представљају више од 90% укупно регистрованих ентитета. На основу чињенице да је број страна код ових стандарда (око 400 страна, од чега се 230 страна односи на текст стандарда, док се остатак односи на смернице за приме) редукован у односу на МРС/МСФИ које примењују ентитети који имају јавну одговорност (око 2.800 страна), може се очекивати олакшање процеса финансијског извештавања код малих и средњих ентитета. Ови стандарди не представљају само пуко сажимање постојећих МРС/МСФИ, већ темељно преуређење ових стандарда које подразумева изостављање тема које нису од значаја за пословање малих и средњих ентитета, затим када МРС/МСФИ нуде више опција, узета је само једноставнија опција, чиме је поједностављено признавање и одмеравање и извршена редукација захтева за обелодањивањем (са око 3.000 захтева

код МРС/МСФИ смањен је број на 300 захтева за обелодањивањем информација уз финансијске извештаје).

Међутим, пракса ће бити најбоља потврда и критичар ових стандарда, чији је циљ: обезбеђивање упоредивих финансијских извештаја инвеститорима, купцима, добављачима и другим корисницима. Питање примене ових стандарда треба да се решава националним законодавствима појединих земаља, при чему нарочиту пажњу заслужује питање дефинисања малих и средњих ентитета, имајући у виду тренутне разлике у схватању овог појма. Поред тога, битна питања у вези са овим стандардима су: да ли ће МСФИ за мале и средње ентитете бити прикладни и за тзв. микро ентитете који запошљавају мање од 10 запослених, затим да ли значајно редуковање и поједностављење смерница одређених стандарда даје могућност за објективно одмеравање одређене ставке. У Републици Србији питање примене ових стандарда, као и питање њиховог званичног превода тек треба да се решавају актуелним Законом о рачуноводству и ревизији.

Комитет за превод Међународних стандарда финансијског извештавања за мале и средње ентитете на првом састанку одржаном 7. октобра 2010. године у Бијелини разматрао је поједине термине превода ових стандарда, при чему је узет став да у раду на побољшању превода ових стандарда максималан ослонац треба тражити у преводу МРС/МСФИ који се примењују на ентитете који имају јавну одговорност. На овом састанку је такође, крај октобра 2010. године одређен као рок за усаглашавање текста превода МРС за мале и средње ентитете.

*Рада Стојановић,
мр Зоран Шкобић*

Рада
СТОЈАНОВИЋ*

Међународни рачуноводствени стандарди за јавни сектор као инструмент хармонизације финансијских извештаја ентитета јавног сектора

Резиме: Јавни сектор, као сегмент социјалне и економске активности који је под контролом државе, треба да обезбеди добра која се сматрају кључним за функционисање једне друштвене заједнице, као што су национална одбрана, образовање, култура, социјална и здравствена заштита. Средства која омогућавају то кључно функционисање остварују се путем јавних прихода: порези, акцизе таксе, царине. Међународни рачуноводствени стандарди за јавни сектор који се примењују на финансијске извештаје опште намене, састављене на обрачунској рачуноводственој основи, путем своје међународне конвергенције и путем активног иступања у циљу заштите јавног интереса квалитетом финансијског извештавања представљају инструмент и меру хармонизације финансијских извештаја.

Заштита јавног интереса представља неопходан услов за одржање поверења пореских обвезника, као највећих инвеститора ентитета у јавном сектору, па самим тим и за одржање и развијање основних атрибута државе.

Кључне речи: јавни сектор, обрачунска рачуноводствена основа, Међународни рачуноводствени стандарди, финансијско извештавање

Увод

Термин "јавни сектор" у смислу финансијског извештавања, подразумева националне владе, регионалне управе (покрајинске, територијалне), локалне управе (градске, општинске) и сличне државне ентитете (агенције, одборе, комисије), који су корисници буџетских средстава. Основне карактеристике ентитета јавног сектора су: финансирање из јавних прихода и функционисање у јавном интересу. Неефективност, неефикасност јавног сектора, као и лоше инвестиционе одлуке у јавном сектору имају далекосежне последице по стање целокупне нације. Назначене чињенице су довољан разлог за доступност информација о пословању јавног сектора, односно за транспарен-

тне финансијске извештаје на основу којих поједини ентитети јавног сектора, као и јавни сектор у целини, пореским обвезницима и другим корисницима финансијских извештаја полажу рачун у вези са начином употребе поверених средстава и оствареним перформансама.

Развој рачуноводства у јавном сектору усмерава се у правцу промовисања буџетирања, унапређеног годишњег извештавања путем презентовања финансијских извештаја опште намене. Од пасивног посматрања и извештавања о променама и расподели готовине, рачуноводство се усмерава ка анализи и планирању будућих промена, што је створило претпоставке за значајне промене у јавном сектору и повезаним организацијама.

* Уредник часописа "Рачуноводство" и организатор континуиране едукације, СРРС.

Одрживи привредни раст и друштвену стабилност може да обезбеди само транспарентна влада. Међународни рачуноводствени стандарди за јавни сектор представљају инструмент који треба да омогући поређење између различитих влада.

Евиденције код ентитета јавног сектора врше се у оквиру буџетског рачуноводства којим треба да се обезбеди рачуноводство прихода, преузетих обавеза и расхода директних и индиректних буџетских корисника буџетских средстава. Буџетско рачуноводство такође треба да обезбеди поштовање законске регулативе и административне контроле над употребом буџетских средстава. Буџетско рачуноводство, дакле, евидентира: одобрени буџет конкретног ентитета (апропријацију, расподеле), затим преузете обавезе, као и обавезе према добављачима, уговоре, неизмирене обавезе и све исплате у складу са класификацијом издатака.

У Републици Србији овлашћења за установљивање буџетских прописа имају Влада и Министарство финансија. Влада ближе уређује: буџетско рачуноводство,¹ систем главне књиге трезора² и начин вођења консолидованог рачуна трезора. Министарство за финансије уређује: начин вођења рачуноводства буџета; садржај и начин финансијског извештавања за директне и индиректне кориснике, социјално осигурање, буџетске фондове и локалне власти; начин састављања и достављања завршних рачуна директних и индиректних корисника, социјалног осигурања и буџетских фондова.

Уредбом о примени Међународних рачуноводствених стандарда за јавни сектор ("Сл.гласник РС", бр.49/2010) уређено је да директни и индиректни корисници буџетских средстава, корисници средстава организација обавезног социјалног осигурања, буџетски фондови Републике Србије, буџетски фондови аутономне покрајине и јединица локалне самоуправе, почев од 1. јануара 2011. године, примењују Међународне рачуноводствене стандарде за јавни сектор приликом вођења пословних књига, састављања, презентације, достављања и обелодањивања података из финансијских извештаја. Наведена уредба се изузетно, примењује почев од састављања финан-

сијских извештаја корисника буџетских средстава, корисника средстава организација за обавезно социјално осигурање, буџета Републике Србије и локалне власти за 2010. годину.³

Чињеница је да држава у функцији остварења дефинисаних циљева економске, фискалне и социјалне политике, кроз своју регулаторну, економску и дистрибутивну функцију врши трансфер значајних средстава од приватног ка јавном сектору. Сагледавање облика и обима активности државе врши се на основу статистичких информација о целокупној економској активности националне економије и јавног сектора у целини или његових подсектора, као конститутивних елемената. Ове информације се презентују у статистичким извештајима који се припремају на бази методологије засноване на статистичким стандардима финансијског извештавања. Међународни статистички стандарди финансијског извештавања обухватају: Систем националних рачуна Уједињених нација (*United Nations System of National Accounts – UNSNA 1993 или SNA 1993*), Еуростатов 1995 Европски систем рачуна (*1995 European System of Accounts – ESA1995*) и Статистику државних финансија (*The Government Financial Statistics 2001 – GFS 2001*) Међународног монетарног фонда.⁴ С обзиром на основну тему овог рада, финансијски извештаји засновани на овим стандардима нису предмет овог рада.

1. Доношење

Међународних рачуноводствених стандарда за јавни сектор

Пошто у многим земљама постоји недостатак конкретније регулативе у вези са финансијским извештавањем ентитета у јавном сектору, затим због чињенице да су актуелне веома различите праксе финансијског извештавања у јавном сектору, као и због хармонизације овог извештавања и стварања услова за упоредивост финансијских извештаја ентитета јавног сектора у оквиру Међународне федерације рачуновођа (IFAC)⁵ 1996. године основан је Одбор за Међународне рачуноводствене стандарде за јавни сектор

- 1) Буџетско рачуноводство подразумева услове и начин вођења пословних књига, састављање, презентацију, достављање и обелодањивање финансијских извештаја.
- 2) Систем главне књиге трезора чине: главна књига трезора, главна књига директних и индиректних корисника и главна књига организација обавезног социјалног осигурања.
- 3) Из текста наведене уредбе не може се уочити образложење изузимања назначених ентитета, као ни начин реализовања назначене примене, јер се уредба не позива на конкретан превод стандарда, односно не садржи одредбе о томе ко преводи и ко објављује превод стандарда МРС ЈС. Очигледно је да је за спровођење уредбе потребно обезбеђивање инфраструктуре у виду додатних прописа који треба да уреде прецизно бројна питања у вези са применом МРС ЈС.
- 4) Мр Д.Јовић, *Стандардизација и хармонизација финансијског извештавања ентитета јавног сектора*, Зборник радова 41 Симпозијум СРРС, Златибор 2010;
- 5) Међународна федерација рачуновођа основана је 1977. године, данас има око 160 чланица из преко 120 земаља света, ова организација окупља преко 2,5 милиона рачуновођа. Ова асоцијација у свом статуту као основну мисију има назначено следеће: усмереност ка јавном интересу; јачање рачуноводствене професије на глобалном нивоу и допринос развоју јаке међународне економије; затим успостављање и промовисање поштовања професионалних стандарда високог квалитета, као и активности на међународном прихватању тих стандарда.

(IPSASB—*International Public Sector Accounting Standards Board*, у даљем тексту: Одбор).⁶

Одбор функционише под окриљем IFAC, као независно тело које доноси стандарде за јавни сектор. Он своје циљеве остварује:

- објављивањем Међународних рачуноводствених стандарда за јавни сектор (MPC JC – *IPSAS*);
- промовисањем њиховог прихватања и међународне хармонизације са овим стандардима; и
- објављивањем других докумената који садрже упутства у вези са питањима која се односе на финансијско извештавање у јавном сектору.

Одбор у поступку развијања и доношења MPC JC сарађује са:

- Одбором за Међународне рачуноводствене стандарде (IASB);
- професионалним рачуноводственим организацијама и
- другим организацијама заинтересованим за финансијско извештавање у јавном сектору (UN, UNESCO, Светска банка, Међународни монетарни фонд и друге).

Међународни стандарди за јавни сектор су висококвалитетни глобални стандарди финансијског извештавања намењени ентитетима у јавном сектору, осим јавних предузећа. Ови стандарди треба да омогуће хармонизацију националне и међународне регулативе, односно једнообразност финансијског извештавања на глобалном нивоу. Они су суштински усредсређени на принципе и праксу извештавања, а њихово доношење је извршено у циљу стварања одрживог рачуноводног система чији резултат су поуздани и транспарентни финансијски извештаји.

Доношење MPC JC повезано је са:

- опредељењем Међународне федерације рачуновођа да утиче на одговорност јавног сектора путем развоја рачуноводствених стандарда и њиховог прихватања;
- чињеницом да рачуноводство обезбеђује средства (оруђа) за ефективну комуникацију између заинтересованих страна;
- чињеницом да увођење рачуноводства на обрачунској основи (заснованог на насталим догађајима) захтева да финансијски извештаји укључују извештај о финансијском положају, извештај о перформансама, затим извештај о готовинским токовима и извештај о променама у нето имовини, односно капиталу.

Одговорност према јавности, која треба да узима значајно место у пословању ентитета јавног сектора захтева нове приступе извештавању који могу да се постигну применом MPC JC: Прихватање и примена MPC JC не спречава јавни сектор да припрема и неке друге извештаје у складу са интерним потребама. Одбор за Међународне рачуноводствене стандарде за јавни сектор је формулисао две категорије стандарда: MPC JC засновани на обрачунској рачуноводственој основи (31 MPC JC) и стандард који је заснован на готовинској основи.

2. Конвергенција

Међународних стандарда за јавни сектор и Међународних рачуноводствених стандарда који се примењују у привреди

Објављивање Међународних рачуноводствених стандарда за јавни сектор заснованих на обрачунској основи, као општих конвенција, правила и процедура неопходних за дефинисање рачуноводствене праксе јавног сектора, започето је 2000. године објављивањем MPC JC 1 – *Презентација финансијских извештаја*. До 2010. године укупно је објављен 31 међународни рачуноводствени стандард за јавни сектор. Ови стандарди заснивају се на одговарајућим Међународним рачуноводственим стандардима, односно преузели су од њих основне принципе признавања и вредновања билансних ставки, али садрже и додатне коментаре, дефиниције и специфичне термине, како би била омогућена њихова примена на јавни сектор. Међународни рачуноводствени стандарди, односно Међународни стандарди финансијског извештавања (MPC/МСФИ) примењују се на финансијске извештаје опште намене свих профитно оријентисаних ентитета.

Јавна предузећа представљају посебну категорију ентитета који имају специфичан положај у остваривању својих функција, као и специфичне проблеме са којима се суочавају. Независно од тога што их је основао ентитет јавног сектора, с обзиром да су профитно оријентисана, јавна предузећа примењују MPC/МСФИ. Јавна предузећа карактерише следеће:

- основана су од стране ентитета јавног сектора,
- дато им је право на самостално управљања средствима,
- продају робу или услуге од општедруштвеног значаја,
- не ослањају се на наставак финансирања од стране ентитета јавног сектора,
- њихово пословање је под контролом ентитета јавног сектора.

6) Одбор за Међународне рачуноводствене стандарде за јавни сектор има 18 чланова који се састају три пута у току године; сви материјали који се разматрају на састанцима доступни су јавности. У оквиру Одбора организована је консултативна група која има саветодавни карактер и функционише на регионалном принципу претежно као електронски форум у циљу усмеравања развоја, хармонизације и примене међународне регулативе за јавни сектор.

Битна карактеристика јавних предузећа је одговорност према оснивачу, ентитету јавног сектора, али и према јавности (одговорност према јавности потврђује и честа појава јавног реаговања грађана услед незадовољства пословањем јавних предузећа чија делатност је условљена јавним интересом) обављају делатности од општег интереса). Делатности усмерене на општи интерес су: производња, пренос и дистрибуција електричне енергије; производња и прерада угља; истраживање, производња, прерада, транспорт и дистрибуција нафте и природног течног гаса; промет нафте и деривата нафте; железнички, поштански и ваздушни саобраћај; телекомуникације; издавање уџбеника; експлоатација, управљање, заштита и унапређење добара од општег интереса (воде, путеви, минералне сировине, шуме, пловне реке, језера, обале, дивљач) и комуналне делатности. Поред наведеног, ту су и делатности од стратешког значаја за

државу, као и делатности неопходне за рад државних органа и локалне самоуправе.

МРС ЈС су намењени ентитетима јавног сектора који нису профитно оријентисани. За разлику од МРС/МСФИ, који имају за циљ да штите улагаче и повериоце ван ентитета, МРС ЈС су промовисани ради побољшања положаја грађана који су најзначајнији корисници финансијских извештаја јавног сектора. МРС/МСФИ не могу бити директно примењени на ентитете јавног сектора због тога што не третирају одређена питања од значаја за пословање ентитета јавног сектора, као и због тога што одређена питања обрађена у њима треба да буду детаљније разрађена и адекватније прилагођена потребама јавног сектора.

Пошто су МРС ЈС засновани на МРС/МСФИ, у наставку је дата табела која указује на њихову конвергенцију.

Међународни рачуноводствени стандарди за јавни сектор (МРС ЈС – IPSAS)	Одговарајући Међународни рачуноводствени стандарди (МРС/МСФИ – IAS/IFRS)
МРС ЈС 1 – Презентација финансијских извештаја	МРС 1 – Презентација финансијских извештаја
МРС ЈС 2 – Извештај о новчаним токовима	МРС 7 – Извештај о новчаним токовима
МРС ЈС 3 – Рачуноводствене политике, промене рачуноводствених процена и грешке	МРС 8 – Рачуноводствене политике, промене рачуноводствених процена и грешке
МРС ЈС 4 – Учинци промена курса страних валута	МРС 21 – Учинци промена курса страних валута
МРС ЈС 5 – Трошкови позајмљивања	МРС 23 – Трошкови позајмљивања
МРС ЈС 6 – Консолидовани и појединачни финансијски извештаји	МРС 27 – Консолидовани и појединачни финансијски извештаји
МРС ЈС 7 – Улагања у придружене ентитете	МРС 28 – Инвестиције у придружене ентитете
МРС ЈС 8 – Учешћа у заједничким улагањима	МРС 31 – Учешћа у заједничким подухватима
МРС ЈС 9 – Приход из трансакција размене	МРС 18 – Приходи
МРС ЈС 10 – Финансијско извештавање у хиперинфлаторним привредама	МРС 29 – Финансијско извештавање у хиперинфлаторним привредама
МРС ЈС 11 – Уговори о изградњи	МРС 11 – Уговори о изградњи
МРС ЈС 12 – Залихе	МРС 2 – Залихе
МРС ЈС 13 – Лизинг	МРС 17 – Лизинг
МРС ЈС 14 – Догађаји након датума извештавања	МРС 10 – Догађаји након датума биланса стања
МРС ЈС 15 – Финансијски инструменти: обелодањивање и презентација	МРС 32 – Финансијски инструменти: обелодањивање и презентација*
МРС ЈС 16 – Инвестициона имовина	МРС 40 – Инвестиционе некретнине
МРС ЈС 17 – Некретнине, постројења и опрема	МРС 16 – Некретнине, постројења и опрема
МРС ЈС 18 – Извештавање по сегментима	МСФИ 8 – Сегменти пословања
МРС ЈС 19 – Резервисања, потенцијалне обавезе и потенцијална имовина	МРС 37 – Резервисања, потенцијалне обавезе и потенцијална имовина

* Реч је о МРС 32 - Финансијски инструменти: обелодањивање и презентација, у облику који је овај стандард имао после ревидирања 1998, касније измене овог стандарда паралелно су пропраћене садржајем МРС ЈС 28 и МРС ЈС 30.

Међународни рачуноводствени стандарди за јавни сектор (МРС ЈС– IPSAS)	Одговарајући Међународни рачуноводствени стандарди (МРС/МСФИ – IAS/IFRS)
МРС ЈС 20 – Обелодањивање повезаних страна	МРС 24 – Обелодањивање повезаних страна
МРС ЈС 21 – Умањење вредности имовине која не генерише готовину	МРС 36 – Умањење вредности имовине
МРС ЈС 22 – Обелодањивање информација о општем државном сектору	–
МРС ЈС 23 – Приходи од трансакција које нису трансакције размене (порези и преноси)	–
МРС ЈС 24 – Презентација буџетских информација у финансијским извештајима	–
МРС ЈС 25 – Примања запослених	МРС 19 – Примања запослених
МРС ЈС 26 – Умањење вредности имовине која генерише готовину	МРС 36 – Умањење вредности имовине
МРС ЈС 27 – Пољопривреда	МРС 41 – Пољопривреда
МРС ЈС 28 – Финансијски инструменти: презентација	МРС 32 – Финансијски инструменти: презентација
МРС ЈС 29 – Финансијски инструменти: признавање и одмеравање	МРС 39 – Финансијски инструменти: признавање и одмеравање
МРС ЈС 30 – Финансијски инструменти: обелодањивање	МСФИ 7 – Финансијски инструменти: обелодањивање
МРС ЈС 31 – Нематеријална имовина	МРС 38 – Нематеријална имовина
МРС ЈС 32 – Комбиновање ентитета путем трансакција са карактером размене*	МСФИ 3 – Пословне комбинације

* Процедура доношења овог стандарда још увек је у току, издат је његов нацрт који је достављен регулаторним телима и учињен доступним јавности.

3. Квалитативне карактеристике Међународних рачуноводствених стандарда за јавни сектор

Као инструмент хармонизације финансијског извештавања у јавном сектору, МРС ЈС представљају скуп правила и процедура високог квалитета, које се примењују на признавање, вредновање, презентацију и обелодањивање билансних ставки јавног сектора. Ови стандарди представљају битан фактор у процесу побољшања транспарентности пословања јавног сектора, који је са једне стране усмерен ка заштити инвеститора (односно грађана–пореских обвезника), а са друге на побољшању ефикасности јавног менаџмента.

Општу карактеристику садржаја свих МРС ЈС представља њихова структура која је заснована на структури МРС/МСФИ, што за сваки стандард подразумева следеће структурне елементе: циљ; делокруг; дефиниције; затим следи разрада основног предмета садржаја стандарда; обелодањивање и датум почетка примене. Одређени стандарди садрже и упутства за примену и основу за закључивање, односно делове који додатно појашњавају основни садржај стандарда.

Упркос томе што је садржај МРС ЈС заснован на садржају МРС/МСФИ, присутне су разлике између ова два сета рачуноводствених стандарда, које се манифестују у следећем:

- МРС ЈС у односу на МРС/МСФИ садрже додатне коментаре усмерене на примену ових стандарда на јавни сектор;
- МРС ЈС садрже другачије дефиниције у односу на МРС/МСФИ;
- МРС ЈС користе другачију терминологију за називе финансијских извештаја у односу на МРС/МСФИ и
- МРС ЈС садрже захтеве за додатна обелодањивања у односу на захтеве МРС/МСФИ.

У вези са илустровањем примене стандарда, такође, постоје разлике у присуству тих илустрација, као пратећих делова стандарда јер, по правилу, МРС ЈС садрже илустрације за примену стандарда, што није увек случај са МРС/МСФИ. Поред назначених општих разлика, поједини МРС ЈС се додатно разликују у конкретним смерницама у односу на стандарде на којима су засновани. Најзначајније разлике су наведене у наставку.

МРС ЈС 1 – Презентација финансијских извештаја прописује основу за презентацију фи-

нансијских извештаја (путем прописивања њихове структуре и минимума захтева у вези са њиховим садржајем). Он садржи коментаре о правремености финансијских извештаја и о одговорности за припрему финансијских извештаја, што није присутно у МРС 1. Овај стандард експлицитно не спречава презентацију ставки прихода и расхода које представљају ванредне ставке, док МРС 1 забрањује презентацију ванредних прихода и расхода.

МРС ЈС 2 – Извештај о новчаним токовима прописује извештај о новчаним токовима, на основу њега се идентификују извори прилива готовине и ставке на које је утрошена готовина. Реч је о информацијама које представљају основ за сагледавање одговорности за доношење одлука, као и сагледавање одрживости активности ентитета (на основу временског распореда и сигурности новчаних токова). Структуру извештаја о токовима готовине чине токови готовине из пословних и инвестиционих активности и токови готовине из активности финансирања.

МРС ЈС 3 – Рачуноводствене политике, промене рачуноводствених процена и грешке прописује критеријуме за избор и промену рачуноводствених политика, промену рачуноводствених процена и корекцију грешака, као и начин њихове евиденције. Његов циљ јесте повећање релевантности и поузданости финансијских извештаја, као и њихова упоредивост.

МРС ЈС 4 – Учинци курсева промена страних валута прописује начин укључивања трансакција у инострану валуту и иностраних пословања у финансијске извештаје ентитета, као и начин превођења финансијских извештаја у валуту за презентацију. Он садржи додатну прелазну одредбу којом се ентитету дозвољава да приликом прве примене МРС ЈС кумулативне разлике настале услед превођења процени као нулу, односно да их игнорише, док ове смернице нису садржане у МРС 21.

МРС ЈС 5 – Трошкови позајмљивања има за циљ прописивање поступака рачуноводственог обухватања трошкова позајмљивања. Он се разликује од МРС 23, на основу кога је настао, по томе што у вези са рачуноводственим третманом трошкова позајмљивања упућује на основни поступак (признавање трошкова позајмљивања као трошкови периода) и на алтернативни третман ових издатака (капитализовање), док МРС 23 усмерава само на један поступак – поступак капитализовања (не садржи основни и алтернативни поступак) када су испуњени одговарајући услови.

МРС ЈС 6 – Консолидовани и појединачни финансијски извештаји се разликује од МРС 27 по томе што овај стандард дозвољава ентитетима да користе метод удела за рачуноводствено об-

ухватање контролисаних ентитета у појединачним извештајима, док МРС 27 не пружа такву могућност, односно упућује на вредновање ових удела по набавној вредности или на њихово вредновање у складу са МРС 39 као финансијских инструмената.

МРС ЈС 7 – Улагања у придружене ентитете пружа основ за обрачун учешћа у придруженим ентитетима, он се примењује само на учешћа у формалној структури капитала која подразумева акцијски капитал или његов еквивалент (јасно одређен облик уложеног капитала који може бити одмерен). Улагања у придружене ентитете у консолидованим финансијским извештајима рачуноводствено се обухватају према методу удела (осим у случају изузетака назначених у параграфу 19 овог стандарда). Уколико постоји разлика између трошкова стицања и учешћа инвеститора у фер вредности нето имовине придруженог ентитета (било позитивна или негативна), та разлика се евидентира као гудвил. Улагање у придружени ентитет у појединачним финансијским извештајима ентитета који је извршио улагање рачуноводствено се обухвата: коришћењем метода удела, по набавној вредности или као финансијски инструмент.

МРС ЈС 8 – Учешћа у заједничким улагањима од МРС 31 се разликује по томе што не разматра применљивост МСФИ 3 и МСФИ 5, као и по томе што садржи прелазну одредбу која дозвољава ентитетима који усвоје поступак пропорционалне консолидације да не елиминишу сва салда и трансакције између учесника заједничког улагања, њихових контролисаних ентитета и ентитета које заједнички контролишу у периоду од три године од датума првог усвајања обрачунске основе рачуноводства; МРС 31 не садржи ову прелазну одредбу.

МРС ЈС 9 – Приход из трансакција размене се од МРС 18 разликује по томе што се његовим садржајем наглашава да се он не односи на трансакције које нису трансакције размене. Трансакције размене су дефинисане као трансакције у оквиру којих један ентитет прима средства или услуге, или измирује обавезе давањем приближно једнаке вредности (готовине, добара или услуга или пак, коришћења средстава) директно другом ентитету.

МРС ЈС 11 – Уговори о изградњи разликује се од МРС 11 по томе што се примењује и на обавезујуће договоре, као и на уговоре засноване на трошковима и на некомерцијалне уговоре.

МРС ЈС 12 – Залихе се разликују од МРС 2 по томе што прихвата чињеницу да се у јавном сектору неке залихе дистрибуирају без накнаде или по набавној цени, а затим такве трансакције искључује из свог делокруга. Овај стандард захтева када се залихе стичу кроз трансакцију која није

трансакција размене да се њихова фер вредност сматра набавном вредношћу. Када се залихе прибављају без накнаде или по номиналној цени, овај стандард захтева да се њихово вредновање врши по нижој од следећег: набавна вредност или текући трошак замене.⁷

МРС ЈС 13 – Лизинг садржи додатна упутства за примену којима се илуструје класификација лизинга, рачуноводствено обухватање финансијског лизинга од стране даваоца лизинга и израчунавање каматне стопе садржане у финансијском лизингу.

МРС ЈС 16 – Инвестициона имовина, се од МРС 40 разликује по томе што не разматрао применљивост МСФИ 4 – *Уговори о осигурању* и МСФИ 5 – *Стална имовина намењена продаји и престанак пословања*. Овај стандард садржи додатне одредбе којима се наглашава његова применљивост на имовину која се држи у циљу пружања друштвених услуга које генеришу приливе готовине, уз упућивање да се на такве услуге примењује МРС ЈС 17 – *Некретнине, постројења и опрема*. Разлика у односу на МРС 40 је и у томе што МРС ЈС 16 захтева да се имовина која се прибави бесплатно или уз плаћање минималне цене почетно вреднује по фер вредности на датум стицања, док МРС 40 упућује на набавну вредност. Овај стандард садржи додатне одредбе које указују на то да када ентитет усвоји обрачунску основу по први пут и призна инвестициону имовину која је до тада била непризната, кориговање треба да се евидентира у почетном стању резултата пренетог из ранијег периода.

МРС ЈС 17 – Некретнине, постројења и опрема, се разликује од МРС 16 по томе што не садржи измене које су узроковане објављивањем МСФИ 5 *Стална имовина намењена продаји*. Овај стандард наглашава да средства прибављена без накнаде треба да буду иницијално призната по фер вредности, док МРС 16 упућује на набавну вредност. Према МРС 16, повећања и смањења вредности средства поводом ревалоризације могу се сучељавати на нивоу појединачних, док МРС ЈС 17 упућује на сучељавање на нивоу групе средстава. Овај стандард за разлику од МРС 16 садржи прелазне одредбе на основу којих се ентитету пружа могућност непризнавања некретнина, постројења и опреме у периоду од пет година у односу на годину преласка на обрачунску основу. Такође, прелазним одредбама овог стандарда даје се могућност признавања некретнина, постројења и опреме по фер вредности приликом прве примене овог стандарда, независно од опредељене рачуноводствене политике вредновања након почетног признавања.

МРС ЈС 21 – Умањење вредности имовине која не генерише готовину се разликује од МРС 36 *Умањење вредности имовине* најпре по самом делокругу јер се односи само на готовину која не генерише готовину, док се на умањење вредности имовине која генерише готовину примењује МРС ЈС 26. Затим, МРС ЈС 21 из свог делокруга искључује имовину која не генерише готовину а која се вреднује по методу ревалоризације, што није случај код МРС 36 који се примењује независно од опредељене политике вредновања након почетног признавања. Одмеравање употребне вредности имовине која не генерише готовину, сходно примени МРС ЈС 21 врши се као одмеравање садашње вредности преосталог услужног потенцијала имовине (уз коришћење бројних приступа), док се према МРС 36 употребна вредност утврђује као садашња вредност будућих очекиваних нето новчаних токова од конкретне имовине. Промена тржишне вредности имовине се у МРС 36 јавља као један од индикатора умањења вредности, док то није случај у МРС ЈС 21.

МРС ЈС 21 садржи смернице које нису присутне у МРС 36 на основу којих је потребно да се приликом обустављања градње некретнине евидентира умањење вредности по том основу, а уколико дође до настанка градње треба евидентирати сторнирање умањења вредности. Из делокруга МРС 36 искључени су одређени облици имовине (као што су: биолошка средства, одложена пореска средства, одложени трошкови стицања, нематеријална имовина која настаје као резултат уговорних права осигуратеља у уговорима о осигурању, стална имовина намењена продаји и престанак пословања) који представљају делокруг МРС ЈС 21. Овај стандард се бави умањењем вредности појединачних средстава, док МРС 36 за средства која не генеришу готовину захтева груписање са средствима која генеришу готовину у јединице које генеришу готовину (као најмање групе средства чијом употребом настају токови готовине релативно независни од токова готовине који настају употребом осталих средстава).

МРС ЈС 22 – Обелодањивање информација о општем државном сектору, представља потпуно нов стандард који нема свој упоредни стандард у МРС/МСФИ. Општи државни сектор чине ентитети које контролише влада и који су првенствено укључени у нетржишне активности. То је сектор који обухвата ентитете који обављају основне државне функције као своју примарну делатност. Општи државни сектор чине сви организациони ентитети државе у складу са статистичким основама финансијског извештавања, његова најопштија класификација врши се на финансијске корпорације јавног сектора и нефинансијске корпорације јавног сектора.

7) Према параграфу 9 МРС ЈС 12, текући трошак замене представља трошкове које би ентитет морао да сноси уколико би прибављао имовину на датум извештавања.

Овај стандард поставља захтеве за обелодањивањем информација о општем државном сектору за ентитете који састављају консолидоване финансијске извештаје по обрачунској основи у складу са МРС ЈС. Те информације треба да обезбеде базу за статистичко извештавање. Пошто се овај стандард примењује само на консолидоване финансијске извештаје, практично обелодањивањем информација које он захтева, консолидовани финансијски извештаји се рашчлањују на основама утврђеним за потребе статистике.

МРС ЈС 22 захтева од ентитета који се одреде да обелодањују информације о општем државном сектору да примењују све МРС ЈС, осим МРСЈС 6 – *Консолидовани и појединачни извештаји*, због тога што овај стандард користи различита правила консолидовања од МРС ЈС 6, па информације из финансијских извештаја не би биле упоредиве са информацијама о општем државном сектору.

Обелодањивање информација о државном сектору не искључује потребу за обелодањивањем информација по сегментима на основу којих корисници сагледавају перформансе пословања.

Обелодањивање о општем државном сектору се усклађује са консолидованим финансијским извештајима владе, при чему се посебно указује на износ кориговања сваке ставке у тим финансијским извештајима.

МРС ЈС 23 – Приходи од трансакција које нису трансакције размене (порези и преноси) такође представља нов стандард који нема свој упоредиви стандард у оквиру МРС / МСФИ. Циљ овог стандарда је прописивање финансијског извештавања о приходима који нису настали по основу трансакција размене, као што су порези и преноси (субвенције, новчане казне, наследства, поклони, донације, јемства и сл.).

У трансакцијама које нису трансакције размене долази до признавања прихода у бруто износу очекиваних прилива будућих економских користи, а сваки одлив ресурса признаје се као трошак трансакције. Поред признавања прихода у тим трансакцијама долази и до признавања стечених средстава које се врши ако су испуњени основни услови (постоји извесност прилива будућих економских користи или услужног потенцијала и фер вредност тих средстава се може поуздано одмерити).

Почетно признавање средстава у трансакцијама које нису трансакције размене врши се, такође, по њиховој фер вредности на датум стицања; накнадно вредновање врши се по истој вредности у складу са МРС ЈС 12, МРС ЈС 16 и МРС ЈС 17. Ентитет признаје средство у вези са порезима када настане опорезиви догађај и када су задовољени критеријуми признавања.

Преноси обухватају: опрост дуга, новчане казне, наследства, поклоне, донације, робу и услуге

у природи. Њихово заједничко својство је вршење преноса ресурса са једног ентитета на други без обезбеђивања приближно једнаке вредности за размену. Преноси се признају као средства када конкретни облик преноса испуњава опште услове признавања. Услуге у природи могу да буду признате као средство (ако испуњавају опште услове), али то признавање није обавезно већ се признавање врши ако је тако предвиђено рачуноводственом политиком ентитета.

Овај стандард упућује на то да ентитет треба да анализира приливе ресурса од трансакција које нису трансакције размене ради одређивања да ли трансакције задовољавају критеријуме признавања средстава и прихода и ради одређивања да ли се поводом тих трансакција признају и обавезе које се признају у складу са смерницама МРС ЈС 19 – *Резервисања, потенцијална имовина и потенцијалне обавезе*.

МРС ЈС 24 – Презентација буџетских информација у финансијским извештајима представља основни инструмент за управљање и контролу финансија и централну компоненту процеса којим се за владу и скупштину обезбеђује надзор финансијског аспекта пословања. Влада, по правилу, саставља и објављује свој усвојени финансијски буџет као јавни документ.

Циљ овог стандарда је идентификовање обелодањивања која треба да изврше ентитети који су јавно одговорни за поступање и учинак у складу са усвојеним буџетом, без обзира на то да ли се финансијски извештаји и буџет састављају на истој основи (обрачунској или готовинској). Последња примена овог стандарда је повећање транспарентности финансијског извештавања у вези са буџетским средствима.

Према овом стандарду, финансијски извештаји ентитета јавног сектора, који се одредили да јавности учини доступним своје извештаје треба да садрже:

- поређење стварних износа са првобитним (планираним) износима у буџету;
- објашњење материјално значајних разлика између буџета и остварених износа;
- начин усклађивања стварних износа на буџетској основи са стварним износима презентованим у финансијским извештајима, уколико се буџетска и основа у финансијским извештајима разликују.

Стандардом се такође захтева обелодањивање у напоменама, или у посебном извештају, које се односи на објашњење разлика између планираног и коначно реализованог буџета, укључујући и то да ли су разлике последица прерасподела у оквиру буџета или мењања политике, природних непогода или других непредвиђених догађаја.

МРС ЈС 25 – Примања запослених се разликује под МРС 19, по томе што за есконтовање обавеза према запосленима МРС 19 захтева од ентитета да одреди дисконтну стопу на основу приноса на квалитетне корпоративне обвезнице у складу са валутом и проценом уговорних обавеза по истеку периода запослења, док МРС ЈС 25 захтева да ентитет приликом дисконтовања обавеза према запосленима примењују стопе које одражавају временску вредност новца. Поред тога, МРС ЈС 25 захтева да ентитет обелодани на основу које стопе је вршено дисконтовање.

МРС ЈС 25 захтева иницијално, при преласку на обрачунску рачуноводствену основу, утврђивање обавеза по основу планова дефинисаних доприноса.⁸ Ако се утврди да је износ који је иницијално признат мањи или већи од стварно потребног износа, износ разлике се евидентира као суфицит, односно као дефицит. МРС 19 дозвољава када су средства иницијално резервисана за планове дефинисаних доприноса у мањем или већем износу, да ентитет врши накнадна признавања резервисања за ове намене.

МРС ЈС 26 – Умањење вредности имовине која генерише готовину се разликује од МРС 36 – *Умањење вредности имовине*, по томе што у свом делокругу има само имовину која генерише готовину, док се МРС 36 примењује на сталну имовину (са изузецима за одређене облике имовине чије умањење је регулисано другим МРС/МСФИ). Затим, МСФИ ЈС 26 се не примењује на средства која генеришу готовину која се након почетног признавања у складу са МРС ЈС 17 вреднује по методу ревалоризације, док се МРС 36 примењује и на средства за која је у складу са смерницама МРС 16 опредељен метод ревалоризације.

МРС ЈС 26 се не примењује на нематеријалну имовину која се редовно ревалоризују на фер вредност, док се МРС 36 примењује на такву имовину. Овај стандард се не примењује ни на гудвил, док МРС 36 садржи бројне смернице и упутства за обезвређење гудвила, затим алоцирање гудвила на јединице које генеришу готовину и обезвређење јединице која генерише готовину.

МРС ЈС 26 дефинише јединицу која генерише готовину, при чему укључује и додатне коментаре који упућују на разлике између ове јединице и јединице која генерише готовину, дефинисане смерницама МРС 36.

У МРС ЈС 26 се као индикатор обезвређења не наводи чињеница да је књиговодствена вредност нето имовине (капитала) већа од тржишне капитализације ентитета. Затим, према МРС ЈС 26

принудна продаја није одраз фер вредности умањене за трошкове продаје, док је према МРС 36 принудна продаја одраз фер вредности умањене за трошкове продаје, уколико је руководство принуђено да средство хитно прода. Овај стандард се бави рачуноводственим третманом средстава која не генеришу готовину, а која доприносе генерисању готовине од стране средстава која генеришу готовину, док се МРС 36 не бави третманом таквих средстава.

МРС 26 садржи смернице за рекласификацију средстава која генеришу готовину у категорију средстава која не генеришу готовину, док такве смернице нису присутне у МРС 36.

МРС ЈС 27 – Пољопривреда, се од МРС 41 разликује по томе што се он примењује и на трансакције у којима се врши дистрибуција биолошких средстава без накнаде, што није случај у МРС 41. МРС 41 садржи захтеве за одмеравање државних давања у виду биолошких средстава у износу њихове фер вредности умањене за трошкове продаје, док МРС ЈС 27 не садржи такве смернице, због тога што су овакве трансакције предмет садржаја МРС ЈС 23 – *Приходи од трансакција које нису трансакције размене (порези и преноси)*.

МРС ЈС 27 захтева додатна обелодањивања биолошка за средства за чију употребу или продају ентитет има ограничења. Овај стандард такође захтева да се направи разлика између биолошких средстава намењених пословању и биолошких средстава која се држе за продају, између зрелих и незрелих биолошких средстава, као и биолошких средстава за која постоји намера уступања без накнаде. МРС 41 охрабрује, али не захтева оваква обелодањивања. Овај стандард, за разлику од МРС 41, садржи прелазне одредбе које се односе на усвајање обрачунске рачуноводствене основе по први пут.

МРС ЈС 28 – Финансијски инструменти: презентација, разликује се од МРС 32, поред опшних разлика, и по томе што садржи додатна упутства која се баве идентификовањем уговора који по својој суштини представљају финансијске инструменте. Овај стандард, такође, садржи упутства за идентификовање финансијских средстава и финансијских обавеза насталих као последица трансакција које не представљају трансакције размене.

МРС ЈС 28 садржи смернице које су предмет садржаја IFRIC 2 – *Учешћа чланова кооперативних ентитета и слични инструменти*, које нису у садржају МРС 32. Поред тога МРС ЈС 28 садржи и прелазне одредбе које се односе на прву примену обрачунске рачуноводствене основе, што није предмет садржаја МРС 32.

8) Планови дефинисаних доприноса су планови примања по престанку запослења по којима ентитет плаћа фиксне доприносе засебном ентитету (фонду), при чему ентитет нема законску нити изведену обавезу додатног плаћања у случају да тај фонд нема довољно средстава за исплату свих примања запосленима по основу њиховог рада у претходним периодима. Оваква обавеза за послодавца није предвиђена законском регулативом Републике Србије.

МРС ЈС 29 – Финансијски инструменти: признавање и одмеравање, разликује се од МРС 39 по томе што садржи додатна упутства у вези са кредитима који се односе на концесије и у вези са уговорима о финансијским гаранцијама који су закључени у номиналном еквиваленту, док се МРС 39 не бави њима. Садржај смерница IFRIC 9 – *Поновна процена уграђених деривата* и смерница IFRIC 16 – *Хеџинг нето инвестиција у иностраном пословању* укључен је у садржај овог стандарда, што није случај код МРС 39.

МРС ЈС 30 – Финансијски инструменти: обелодањивање разликује се од МСФИ 7 по томе што он садржи захтеве за обелодањивањем информација у вези са концесионим кредитима, док МСФИ 7 не захтева таква обелодањивања.

МРС ЈС 31 – Нематеријална имовина разликује се од МРС 38 по томе што МРС ЈС 31 из свог делокруга искључује права заснована на закону, уставу или еквивалентном извору. Затим, МРС ЈС 31 садржи смернице које су предмет садржаја тумачења SIC 32 – *Нематеријална имовина – трошкови веб-сајта*, као и илустративна упутства за примену релевантних рачуноводствених принципа.

МРС ЈС 31 не захтева нити забрањује признавање наслеђене нематеријалне имовине. Ентитет који врши признавање наслеђене нематеријалне имовине је дужан да у складу са захтевима овог стандарда обелодани одређене додатне информације о овој имовини, МРС 38 нема такве смернице. МРС 38 садржи смернице за признавање и вредновање гудвила и нематеријалне имовине стечене у пословној комбинацији, док МРС ЈС 31 не садржи такве смернице.

МРС 38 садржи смернице за рачуноводствени третман нематеријалне имовине стечене путем државног давања. Параграфи 50–51 МРС ЈС 31 представљају модификацију ових смерница које се примењују на нематеријалну имовину стечену у трансакцијама које немају карактер размене. При томе, МРС ЈС 31 наглашава да се таква имовина иницијално вреднује по фер вредности на дан њеног стицања. МРС 38 садржи упутство о трансакцијама размене имовине у случају када трансакција размене нема комерцијални карактер, док МРС ЈС 31 не садржи такве смернице.

4. Примена Међународних стандарда за јавни сектор на глобалном нивоу

Савремени услови, које карактеришу пораст становништва и ограничени ресурси, подразумевају суочавање државне службе са захтевима који се односе на пружање обимнијих и квалитетнијих

услуга. Имајући у виду да је јавност заинтересована за информације о томе како се долази до прикупљених буџетских средстава, јер сама сноси терет тог прикупљања као претходницу евентуалне користи, односно чињеницу да јавност захтева квалитативно и квантитативно виши ниво и већи обим информација, потребно је састављање финансијских извештаја за јавни сектор који ће бити доступни и разумљиви свим заинтересованим корисницима. Порески обвезници у демократским друштвима, којима је својствен процес јавне политике, желе да знају где су њихова средства утрошена и шта је друштво добило заузврат.

На већу транспарентност и захтеве за квалитетнијим финансијским извештавањем упућују и нови принципи и пракса финансијског менаџмента јавног сектора. Савремени јавни сектор карактерише и децентрализована организација која подразумева да сваки јавни ентитет води менаџер који за своје ангажовање полаже рачун, од чега истовремено зависи и његово награђивање. Основне битне карактеристике које би требало да има нови јавни менаџмент, према виђењу OECD, су: обраћање веће пажње на резултате и увећање вредности новца; опадање ауторитета и повећање флексибилности; одговорност и контрола; оријентисаност на клијента и услугу; јачање капацитета намењених развијању стратегије и политике, увођење конкуренције и других тржишних елемената.

Према томе, "нови јавни менаџмент" захтевао би понашање слично понашању на тржишту. Овај облик руковођења јавним ентитетима јавио се најпре у развијеним земљама које имају традиционално јаке друштвено уважене владе. Одговорност за припремање и презентацију финансијских извештаја, која је дефинисана правним системом, најчешће се везује лице које руководи ентитетом или вишег финансијског руководиоца, односно министра финансија. Увођење одговорности према јавности захтева не само нове приступе у извештавању (што подразумева и разматрање примене МРС ЈС), већ и нови приступ процени перформанси.

МРС ЈС представљају битан фактор у процесу побољшања транспарентности јавног сектора. За њихову имплементацију су заинтересоване владе, али и многе организације као што су IFAC, UN, OECD, UNESCO, Међународни монетарни фонд, Светска банка и многе друге. Наведено прати и констатација да преко 70 земаља у свету⁹⁾ су или већ усвојиле примену МРС ЈС или се налазе у процесу њиховог усвајања. Поред земаља у транзицији и земаља у развоју, ту су и Аргентина, Кина Француска, Мађарска, Индија, Израел, Холандија, Норвешка, Румунија, Русија, Шпанија, Швајцарска. Одређена група земаља примењује

9) Наведену констатацију доказује истраживање које је вршио Одбор за Међународне стандарде за јавни сектор. Истраживање је вршено путем комуникације са члановима овог тела, затим путем комуникације са владама земаља и путем контаката остварених електронском комуникацијом.

националне рачуноводствене стандарде за јавни сектор, чији је садржај у складу са садржајем МРС ЈС, а то су Аустралија, Канада, Нови Зеланд, Велика Британија и Америка.

Процес глобализације подразумева да проблеми одређених земаља немају само национални карактер, већ глобални, и да решавање тих проблема захтева транспарентност у праћењу средстава којима располажу националне владе, односно употребе средстава која су међународне организације пренеле или као помоћ или као позајмицу. Према плановима бројних светских организација заинтересованих за финансијско извештавање јавног сектора, затим плановима Међународног одбора за рачуноводствене стандарде за јавни сектор, као и према плановима влада многих земаља, потпуна примена ових стандарда требало би да се оствари 2012. године. Ова примена подразумева примену обрачунске рачуноводствене основе (њу треба да подржи нови менаџмент у јавном сектору), затим неопходна је подршка одређеног нивоа развоја информационе технологије, као и финансијске политике и (иако последње али не и најмање значајно), овај процес треба да подрже професионалне рачуновође у јавном сектору.

Према Развојном програму Уједињених нација, усвојеном 4. септембра 2009. године, примена МРС ЈС треба да се одвија у четири фазе. Прва фаза би требало да се одвија у 2009. години и да се односи на примену МРС ЈС 3 – *Рачуноводствене политике, промене рачуноводствених процена и грешке* и МРС ЈС 14 – *Догађаји након датума извештавања*. Друга фаза би требало да се реализује у 2010. години, применом МРС ЈС 4 – *Учинци промена курсева страних валута*, МРС ЈС 15 – *Финансијски инструменти: обелодањивање и презентација* и МРС 39 – *Финансијски инструменти: признавање и вредновање*. Трећа фаза увођења МРС ЈС треба да се реализује 2011. године, применом МРС 25 – *Примања запослених*. Четврта фаза која би била реализована у 2012. години подразумевала би потпуну примену МРС ЈС. То је само један од могућих приступа примени МРС ЈС; и друге релевантне организације имају своја виђења примене ових стандарда, али крајњи суд о томе доноси влада одређених држава.

Да су професионалне рачуновође незаобилазан и битан чинилац у овом процесу доказује и чињеница да у оквиру издања МРС ЈС (за 2007) од стране Одбора за Међународне рачуноводствене стандарде, поред текста стандарда и других саставних делова, садржај овог издања¹⁰ чини и део

који се односи на Признавање и квалификацију професионалних рачуновођа и део који се односи на Етички кодекс професионалних рачуновођа. Ова два дела усмерена су на глобализацију рачуноводствене професије, која као таква треба да обезбеди финансијске извештаје који ће бити поуздани и разумљиви, односно препознатљиви независно од тога у ком делу света је лоциран ентитет јавног сектора за који су састављени финансијски извештаји. Део који се односи на признавање и квалификацију професионалних рачуновођа бави се принципима¹¹ узајамног признавања професионалних звања у рачуноводству од стране различитих држава; као и самим процесом признавања. Део који се односи на Етички кодекс професионалних рачуновођа бави се особинама професионалног рачуновође и правилима понашања професионалног рачуновође.

5. Шта значи примена

Међународних стандарда за јавни сектор у нашим околностима?

МРС ЈС упућују на два алтернативна модалитета вођења пословних књига и састављања финансијских извештаја, то су: обрачунска основа која подразумева примену МРС ЈС од МРС ЈС 1 до МРС ЈС 31 и готовинска основа која подразумева примену МРС ЈС према готовинској основи.

Обрачунска основа, према дефиницији датој у МРС ЈС 2 – *Извештаји о новчаним токовима* (параграф 8) представља рачуноводствену основу према којој се трансакције и други догађаји признају у тренутку њиховог настанка (а не само када се прими или изда готовина или еквивалент готовине). Ова основа подразумева признавање трансакција и догађаја у финансијским извештајима за периоде у којима су се трансакције догодиле. Елементи који се признају по обрачунској основи су: имовина, обавезе, нето имовина (капитал), приходи и расходи. Обрачунска основа представља принцип евиденције пословних трансакција уз примену МРС ЈС.

Готовинска основа према параграфу 1.2 Стандарда: *Финансијско извештавање према готовинској основи*, представља рачуноводствену основу по којој се трансакције и остали догађаји признају тек када ентитет прими или исплати готовину или готовинске еквиваленте. Готовинска основа представља принцип заступљен при евиденцији пословних трансакција у јавном сектору у Републици Србији.

10) Садржај двотомног оригиналног издања МРС ЈС за 2010. годину има следећу структуру: Измене садржаја приручника из 2009; Одбор за Међународне рачуноводствене стандарде за јавни сектор; Међународна федерација рачуновођа; Предговор МРС ЈС; Увод у Међународне рачуноводствене стандарде за јавни сектор, затим је дат садржај појединачних МРС ЈС од 1 до 31; Међународни рачуноводствени стандард за јавни сектор на готовинској основи; Појмовник термина дефинисаних у МРС ЈС 1 до МРС ЈС 31; Смерница 2–Применљивост МРС ЈС при ревизији финансијских извештаја јавних предузећа и Преглед других докумената. Наведени садржај распоређен је на 1570 страна.

11) Ови принципи се односе на образовање професионалних рачуновођа, испите, искуство и остале факторе признавања.

Чланом 7. Уредбе о буџетском рачуноводству ("Сл.гласник РС, бр. 125/2003 и 12/06) прописано је да финансијски извештаји корисника ентитета у јавном сектору – буџетских средства садрже:

- 1) Извештаје на готовинској основи;
 - а. Извештај о капиталним издацима и финансирању;
 - б. Извештај о новчаним токовима.
- 2) Извештаје састављене на основу усвојених рачуноводствених политика са образложењима.
 - 1) биланс стања;
 - 2) биланс прихода и расхода;
 - 3) извештај о извршењу буџета сачињен тако да приказује разлику између одобрених средстава и извршења, уз који се сачињава :
 - а. објашњење великих одступања између одобрених средстава и извршења;
 - б. преглед примљених донација и кредита, домаћих и страних, као извршених отплата кредита, усаглашених са информацијама садржаним у извештајима о новчаним токовима;
 - 4) извештај о коришћењу средстава из текуће буџетске резерве;
 - 5) извештај о гаранцијама датим у току фискалне године.

Имајући у виду чињеницу да је актуелном законском регулативом¹² из области буџетског рачуноводства, односно Уредбом о примени Међународних рачуноводствених стандарда за јавни сектор ("Сл.гласник РС", бр. 49/2010) назначено да ће се МРС ЈС примењивати приликом састављања, приказивања и достављања финансијских извештаја ентитета јавног сектора, почев од јануара 2011, а за одређене ентитете почев од финансијских извештаја за 2010. годину, разумно је очекивање додатне регулативе¹³ која би обезбедила инфраструктурне услове за примену ових стандарда. Та регулатива би морала да дефинише примену рачуноводствене основе, затим морала би да садржи темељна упутства у вези са преласком са готовинске основе на обрачунску рачуноводствену основу, односно, на начело узрочности прихода и расхода.

Обрачунска рачуноводствена основа која треба да омогући примену МРС ЈС подразумева састављање следећих финансијских извештаја:

- 1) извештај о финансијском стању (биланс стања);
- 2) извештај о финансијској успешности (биланс успеха);
- 3) извештај о променама на капиталу;
- 4) извештај о новчаним токовима;
- 5) извештај који садржи поређење одобреног буџета и реализованих износа (посебан извештај или посебна колона у финансијским извештајима) и
- б) напомене уз финансијске извештаје.

Прихватање МРС ЈС не спречава ентитете јавног сектора да састављају и неке друге извештаје које захтева национална регулатива или менаџмент конкретног ентитета јавног сектора.

Комплетни сет финансијских извештаја састављених на обрачунској основи, треба да омогући реално исказивање стања имовине, обавеза и капитала, као и прихода и расхода корисника буџетских средстава. Регулатива која треба да омогући примену МРС ЈС, такође, треба да садржи и одредбе које се односе на превод МРС ЈС. Савез рачуновођа и ревизора Србије је професионална асоцијација која је од Одбора за Међународне стандарде за јавни сектор добила сва права за објављивање ових стандарда.

Закључак

Процес глобализације има за последицу повећање интересовања за принципе и начела на основу којих се састављају финансијски извештаји како у приватном, тако и у јавном сектору. Пошто се рачуноводство сматра инструментом комуникације, логично је да комуникација може да буде успешна само ако сви учесници примењују исте рачуноводствене принципе и начела, односно примењују иста рачуноводствена правила приликом састављања финансијских извештаја. Квалитет финансијских извештаја подразумева присуство следећих карактеристика: разумљивост, релевантност (материјалност), поузданост (фер презентација)

12) У Републици Србији финансијско извештавање у јавном сектору регулише следећа законска регулатива:

– Закон о буџетском систему („Сл. гласник РС“, бр. 54/09),

– Уредба о буџетском рачуноводству („Сл. гласник РС“, бр. бр. 125/03 и 12/06),

– Уредба о примени Међународних рачуноводствених стандарда за јавни сектор („Сл. гласник РС“, бр.49/10),

– Правилник о стандардном класификационом оквиру и Контном плану за буџетски систем („Сл. гласник РС“, бр.20/07, 37/07, 50/07–испр., 63/07, 25/08, 50/08, 3/09, 26/09, 37/09, 64/09, 110/09 и 11/10),

– Правилник о начину припреме, састављања и подношења финансијских извештаја корисника буџетских средстава и корисника средстава организација обавезног социјалног осигурања („Сл. гласник РС“, бр. 51/07 I 14/08).

13) Додатна регулатива је поред тога, неопходна и у смислу отклањања недоречености и бројних међусобно противречних одредби у постојећој регулативи. То додатно потврђује и чињеница да је на основу студије ММФ из 2008. године, наш рачуноводствени оквир у јавном сектору, окарактерисан као конфузан. Актуелна пракса извештавања у јавном сектору у Републици Србији заснована је на готовинској основи која није доследно примењена.

ција, суштина изнад форме, неутралност, опрезност, потпуност) и упоредивост.

Значајне разлике у пракси извештавања ентитета јавног сектора у различитим земљама могу да буду превазиђене сачињавањем финансијских извештаја у складу са смерницама МРС ЈС као професионалним оквиром који се примењује приликом састављања финансијских извештаја. Услов за квалитетне финансијске извештаје је свакако и укључивање у регулаторни оквир и јасно дефинисање контроле примене МРС ЈС и примена кодекса професионалне етике рачуновођа. Унапређење квалитета финансијских информација и квантитета њиховог обелодањивања представља услов за квалитетно управљање ограниченим средствима повереним јавном сектору са једне стране, док ефикасно управљање својим механизмима директно утиче на побољшање квалитета рачуноводствених информација јавног сектора, односно задовољење потреба корисника финансијских извештаја ентитета јавног сектора, у смислу информисања о начину потрошње буџетских средстава.

Литература

- Међународни рачуноводствени стандарди за јавни сектор, СРРС, Београд 2007.
- 2010 IFAC *Handbook of International Public Sector Accounting Pronouncement*, New York, 2010.
- IFAC—ов *Етички кодекс за професионалне рачуновође*, Савез рачуновођа и ревизора Србије, Београд, 2007.
- мр Даница Јовић, „Стандардизација и хармонизација финансијског извештавања ентитета јавног сектора“, Зборник радова 41. симпозијум СРРС, Златибор 2010;
- Закон о буџетском систему ("Сл.гласник РС", бр. 54/09)
- Уредба о буџетском рачуноводству („Сл. гласник РС", бр. 125/03 и 12/06)
- Уредба о примени Међународних рачуноводствених стандарда за јавни сектор ("Сл.гласник РС", бр.49/01)

Надица ФИГАР*

Савремени модели транснационализације предузећа

Резиме: Транснационално (ТНП), односно мултинационално предузеће (МНП) представља врсту предузећа које своју активност обавља у више земаља. Назив "транснационално" је добило зато што обавља активност ван (транс) националних граница, а назив "мултинационално" зато што је обавља у више (мулти) земаља, тако да транснационализација и мултинационализација са аспекта ширења активности представљају синониме. Различита литература даје предност једном или другом термину, док је у пракси, чини нам се, заступљенији назив "мултинационално". Историјски посматрано, различити фактори су били кључни за транснационализацију/мултинационализацију. Најпре су то били обилни и јефтине природни ресурси, затим тржиште, а у савременим условима, поред тржишта, кључни фактор је знање као инпут и знање као аутпут.

Иако су се кључни фактори мењали, циљ транснационализације/мултинационализације увек је био исти: већа укупна ефикасност пословања, мерена приносом на ангажоване ресурсе. За сврхе ефикасније транснационализације / мултинационализације креирани су и имплементирани бројни модели. Савремени модели наглашавају значај специфичних конкурентских предности ТНП/МНП, док је традиционална теорија била преокупирана степеном транснационализације / мултинационализације. У овом раду су изнете карактеристике три савремена модела (ОЛИ, ИРОЛ и "7Ц"), а користиће се термин "транснационално" зато што је локација кључни фактор перформанси предузећа које обавља своју активност и ван граница матичне земље.

Кључне речи: транснационално/мултинационално предузеће (ТНП/МНП), транснационализација, локација, степен транснационалности, матично предузеће, подружница, глобална фабрика, ОЛИ модел, ИРОЛ модел, "7Ц" модел.

УВОД

Транснационална предузећа (ТНП) су настала ширењем активности ван националних граница. Најпре се активност ширила због обилних и јефтених природних ресурса (нафте, руда, земљишта), а затим и због јефтине радне снаге. Касније се са транснационализације због ресурса прешло на транснационализацију због тржишта. Активност се из матичне земље ширила у земље где је постојало велико тржиште (мерено бројем становника), али су на тај начин снижавани и транспортни

трошкови аутпута. Данас се масовност тржишта не мери бројем становника, већ њиховом реалном, ефективном платежном способношћу. Атрактивне су земље чији становници имају високу и просечну куповну моћ, а као мерило куповне моћи се узима бруто домаћи производ по глави становника. Тако земље са високим и просечним растом бруто домаћег производа по становнику представљају најатрактивнија тржишта и најпожељније локације за подружнице. У данашњим условима то су земље тзв. БРИК блока (Бразил, Русија, Индија и Кина). Оне, поред ма-

* Редовни професор Економског факултета Универзитета у Нишу

совног и растућег тржишта, имају обиље јефтине и просечно плаћене радне снаге.¹

Знање постаје најважнији ресурс због којег се врши транснационализација активности, како као инпут, тако и као аутпут. За стицање знања као инпута потребна су велика улагања, која представљају фиксне трошкове. Да би та улагања донела задовољавајући принос, потребно је знање проширити и ван националних граница, преко трансфера технологије, know-how, менаџерских способности и др. На тај начин се знање директно или индиректно продаје као аутпут.

Потреба за континуираним стицањем знања (континуираним учењем) постаје израженија код ТНК него код предузећа која послују само на домаћем тржишту; не само због тога што су изложенија конкуренцији, већ и зато што је неопходна континуирана адаптација подружница локалном окружењу. Локација је кључни фактор код транснационализације активности, па је разумљиво што неки аутори уместо речи *мултинационализација* или *транснационализација* користе реч *делокализација пословања*.² Физичка инфраструктура (путна, железничка, телекомуникациона мрежа) и институционална инфраструктура (политички и правни систем, систем школства, отвореност земље, стабилност валуте и др.) утичу на избор локације подружница у иностранству, а даље се дефинише стратегија преко које ће се извршити делокализација. Зато нема модела транснационализације који не укључује локацију као кључни фактор. Други кључни фактор је *знање*, као ресурс, и *учење*, као процес, а трећи је *избор стратегије* за ширење активности ван националних граница. ОЛИ, ИРОЛ и "7Ц" су модели који су засновани на овим кључним факторима.

1. РЕТРОСПЕКТИВА И ПЕРСПЕКТИВА ТРАНСНАЦИОНАЛНОГ ПРЕДУЗЕЋА

Утемељивачем теорије транснационалног предузећа и академске дисциплине *Интернационализација бизниса* сматра се Канађанин Стефан Хајмер (Stephen Humer). У свом кратком животном веку (1934-1974. год.) дао је велики допринос теорији интернационализације бизниса како преко објављених радова, тако и подстицањем многих истраживача на даља истраживања ове проблематике. Његов рад се може поделити у три фазе.³

Прва фаза обухвата рад на изради докторске дисертације *International operations of national firms: A study of direct investment (Интернационално пословање националних фирми: студија директних инвестиција)*, коју је одбранио 1960. год. на Кембриџу под менторством Чарлса Киндбергера (Charles Kindleberger), а штампана је 1976. год. Она се темељи на Коузовој теорији трансакционих трошкова. Наиме, Хајмер тражи начин на који фирма може да прошири своју активност изван граница матичне земље, а да оствари минималне глобалне трошкове: да ли се то може постићи коришћењем механизма екстерног, иностраног тржишта или унутрашњом организационом структуром ТНП. У докторској дисертацији, а касније и у другим радовима, стратегију директних страних инвестиција предлаже као супериорнију у односу на стратегије извоза и лицензирања.⁴

Друга фаза почиње његовим чланком "*The multinational corporation: An analysis of some motives for international business integration*" ("*Мултинационална корпорација: анализа неких мотива за интеграцију интернационалног бизниса*"), који је објављен 1968. год. у француском часопису *Revue Economique*. У њему Хајмер разрађује стратегију интернационализације бизниса преко вертикалне и хоризонталне интеграције: вертикална интеграција треба да води минималним глобалним трошковима (трошковима на нивоу ТНП), а хоризонтална диверзификацији активности и стицању одрживе конкурентске предности по том основу. И даље се држи Коузове теореме, што значи да на транснационалну вертикалну и/или хоризонталну интеграцију треба ићи само уколико су глобални трошкови (трошкови на нивоу транснационалног предузећа) мањи од трошкова коришћења тржишног механизма (трансакционих трошкова), пошто је "интернационална фирма специјални случај, где имперфектност тржишта и усмеравање интернационализације активности захтевају контролу фирме изван националних граница".⁵ Али, као и остали истраживачи у том периоду, и он види само негативне последице функционисања ТНП, јер стварају монопол на глобалном тржишту, који води економском империјализму.

Трећа фаза Хајмеровог рада синтетизује његове ставове из претходних двеју фаза: Коузову теорију трансакционих трошкова и стварање монопола и олигопола. "Дуална природа мултинационал-

1) Високостручан инжењерски кадар у Индији за компаније из САД представља просечно плаћену радну снагу.

2) Н. Фигар: „Интернационализација малих и средњих предузећа“, *Економске теме*, Економски факултет Универзитета у Нишу, 4/2005, стр. 27-36.

3) P.J.Buckley: "Stephen Humer: Three phases, one approach?", *International Business Review*, April 2006, pp. 140-147.

4) P.J.Buckley: "Internalisation thinking: From the multinational enterprise to the global factory", *International Business Review*, June 2009, pp. 227-228.

5) Исто као под 1, стр. 143.

не корпорације проистиче из њене доминације на екстерном тржишту комбиноване са њеном способношћу за постизање ефикасности успешном координацијом интерно контролираних тржишта“.⁶ Критички став према функционисању ТНП је израженији, јер су оне агенти интернационалног (међународног) капиталистичког система, који проузрокује неједнакост, сиромаштво и неравномерну расподелу светског богатства. Чак дефинише ТНК као „острва моћи у светском океану“.⁷

Заиста, током 1970-их и 1980-их, ТНК су својим пословањем изазивале многе негативне ефекте, па су се њима бавиле и Уједињене нације. За Уједињене нације је било битно која компанија је мултинационална: 1971. год. је дефинисано да је МНК она која поседује и контролише активу у две или више земаља. Деценију касније, Уједињене нације су назив *мултинационална* промениле у *транснационална*, па транснационална компанија (ТНК) представља предузеће које има пословне ентитете у два или више земаља, руковођење у предузећу је јединствено, а одлучујућу реч у доношењу одлука има предузеће матица.⁸ У теорији су одмах дате примедбе на ову дефиницију - да је нејасна, јер не показује експлицитно да ли се ради о *две или више иностраних земаља*, или о укупно две или више земаља у оквиру ТНК. У конструктивној расправи искристалисало се схватање, које се одржало до данас, да је "МНП/ТНК предузеће које обавља и контролише активности у више од једне земље."⁹

Почетком 1974. Уједињене нације су припремиле *Кодекс понашања за МНК*, али он није никада примењен, јер су развијене земље и земље у развоју имале различита мишљења о његовој примени. Тек 1994. год. у *World Investment Report (Извештај о глобалним инвестицијама)* саопштено је да Владе виде МНК као агенте економског раста и промоције других економских и друштвених циљева.¹⁰

Сматра се да су Хајмеровим идејама највише били подстакнути на даља истраживања природе и функционисања ТНП Бакли и Касон (P.J. Buckle

и M.C. Casson). Они су 1976. год., исте године када је штампана Хајмерова докторска дисертација, објавили књигу *The Future of Multinational Enterprise (Будућност мултинационалног предузећа)*. Ова књига је имала велики утицај на даљи развој теорије и праксе интернационалног бизниса. Доживела је више издања: 1976, 1978, 1991, 1992, 1994. и 1998. 1993. год. је преведена на јапански, 1995. на корејски, а 2005. год. и на кинески. Они се сматрају утемељивачима *теорије интернализације (the internalization theory)* – теорије која се бави докле и где треба да се простиру "границе" ТНП, односно колико подружница треба да има ТНП, где и који степен контроле треба да задржи над њиховим пословањем.¹¹ Степен контроле над подружницама показује *степен интернализације*, док број подружница у иностранству показује *степен транснационалности*.

Степен интернализације и степен транснационалности су суштински потпуно различити показатељи: *степен интернализације* се заснива на схватању ТНП као интерног и екстерног тржишног система, а *степен транснационалности* потенцира географску дислокацију активности матичног предузећа ван националних граница.

Степен транснационалности се мери:¹²

- односом броја запослених у подружницама у иностранству са укупним бројем запослених у ТНК,
- односом активе подружница у иностранству са укупном активом ТНК,
- односом прихода подружница у иностранству са укупним приходом ТНК и
- укупним степеном транснационалности, који се добија када се саберу претходна три степена транснационалности и поделе са три.

Степен интернализације се може мерити степеном распрострањености и величином трошкова управљања ТНП. *Степен распрострањености* представља однос између стварног броја подружница у иностранству и могућег броја. *Величина трошкова управљања ТНП* показује колико матично предузеће кошта интегрисање подружница у интерни тржишни систем (у ТНП), изра-

6) Исто као под 3.

7) Исто као под 3, стр. 144.

8) В. Јовановић: „Улога мултинационалних компанија у савременом међународном пословању“, *Пословна политика*, Београд, новембар 1997, стр. 44.

9) Mark Casson, Ken Dark, Mohamed Ayyim Gulamhussen: "Extending internalization theory: From the multinational enterprise to the knowledge-based empire", *International Business Review*, June 2009, p. 239.

10) Filip De Beule, Daniel Van Den Bulcke: "Retrospective and prospective views about the future of the multinational enterprise", *International Business Review*, June 2009, p. 219.

11) Исто као под 6, стр. 217.

12) Н. Фигар: „Трошководна ефикасност глобалног предузећа“, *Рачуноводство*, Савез рачуновођа и ревизора Србије, Београд, јануар-фебруар 2006. год.

жено у сталним ценама. Овај показатељ има двоструки значај: прво, да се види да ли су трошкови интерног управљања већи или мањи у односу на трансакционе трошкове (трошкове екстерног тржишта) и друго, како се крећу из године у годину. Доминантан фактор величине трошкова управљања није број подружница, већ релације између подружница и матичног предузећа и њихова локација. Тако, већи степен распрострањености не мора да води већим трошковима интерног управљања и обрнуто: већи број подружница са тзв. лако управљивим односима изазива ниже трошкове интерног управљања, док мањи број подружница са тзв. тешко управљивим односима води већим трошковима интерног управљања. Стратегија транснационализације и локација подружница додатно утичу као корективни фактори. Отварање подружница у иностранству уз задржавање власништва над активом доноси ТНП тзв. специфичне предности од власништва (Specific-Firm Advantage, SFA) у односу на извоз, лиценцирање и франшизинг аранжмане. Стицање и оснивање подружница (Ownership), избор локације за подружнице (Location) и интернализација пословања ТНП (Internalization) су кључни фактори OLI модела.

1990-их се потенцира значај релација не само између матичног предузећа и подружница, већ и значај релација између подружница и релација подружница са локалним окружењем (окружењем земље у којој су лоциране; host country). "Мултинационално предузеће је модерна мрежна конфигурација".¹³ Оно је интерна и екстерна пословна мрежа: *интерна мрежа* са мултиплим релацијама између матичног предузећа и подружница и између подружница међусобно, а *екстерна мрежа* са мултиплим релацијама између подружница и локалног окружења. Међусобне релације подружница све више добијају тржишни карактер, па се ТНП посматра као интерни тржишни систем, систем који се састоји од три типа тржишта: тржишта роба и услуга, тржишта активности и бизниса и тржишта компетенција и пракси. "МНП су интерорганизационе мреже слободно повезаних подружница које карактеришу уникатни ресурси и способности".¹⁴ То је "хетерархија", "диференцирана мрежа", "трансационална солуција". У пословној мрежи где постоје мултипле релације између њених чланица и где функционише и интерно и екстерно тржиште нема поделе на интерне и екстерне ресурсе, већ су

они испреплетани и представљају *хибридне ресурсе*. Битно је да су уникатни и специфични, јер по том основу ТНП стиче одрживу конкурентску предност.

Будућност ТНП је ТНП као *глобална фабрика*. "Глобална фабрика је мрежа која поседује и врши контролу кључне имовине, тока знања и тока производа/услуга кроз мрежу".¹⁵ Кључни елемент глобалне фабрике је *флексибилност*, односно способност да се ресурси реалоцирају брзо и лако као одговор на промене. То подразумева да треба променити схватање о ТНП: оно не може остати велика организација, која се споро мења и постепено осваја тржиште; мора бити предузетничка, често према физичкој имовини мала организација која брзо креира тржиште, реалоцира ресурсе и одупире се шоковима. Зато свако ТНП не мора бити *глобална фабрика* (предузеће).

Глобално предузеће има следеће карактеристике:¹⁶

- визија и мисија су од самог оснивања глобалне,
- глобална су од самог оснивања или постају глобална у року од три године од оснивања,
- најмање 25% прихода од продаје мора бити остварено на иностраном тржишту у прве три године, а 75% за девет година,
- најмање 50% екстерне продаје мора бити остварено ван матичног континента,
- одређен је и минималан број континената на којима морају постојати подружнице (три континента),
- уместо економије обима и економије ширине, код савремених ТНП на значају добија економија времена.

2. OLI МОДЕЛ

ТРАНСАЦИОНАЛИЗАЦИЈЕ ПРЕДУЗЕЋА

OLI модел се сматра еклектичком парадигмом,¹⁷ јер интегрише више појединачних модела. По обухватности фактора транснационализације, он је холистички, али његов креатор Данинг (J.H. Dunning)¹⁸ сматра да је и ситуациони модел, јер су стратегија уласка у инострану земљу и локација ситуациони фактори. Према његовом мишљењу, директне стране инвестиције су најпрофитабилнија стратегија ширења активности изван

13) Daniele Cerrato: "The multinational enterprise as an internal market system", *International Business Review*, June 2006, p. 253.

14) Исто као под 8, стр. 255.

15) Исто као под 2, стр. 230.

16) Исто као под 12, стр. 50.

17) Еклектичка парадигма је комплексна парадигма, јер обједињује више појединачних парадигми.

18) J.H. Dunning: "The Eclectic (OLI) Paradigm of International Production: Past, Present, and Future", *International Journal of the Economics of Business*, 2/2001, pp. 173-190.

националних граница. Заснива се на анализи три фактора:

- власништво над подружницама у иностранству (**O** – Ownership),
- фактори локације (**L** – Location) и
- фактори интернализације (Internalisation factors).

O – Ownership. Већ је више пута речено да ТНП настаје ширењем ван граница матичне земље. Основни разлог је ефикасније коришћење ресурса (опипљивих и неопипљивих) и профитабилније пословање. Међутим, различите стратегије транснационализације имају различите ефекте. Овим питањем су се доста бавили Бакли и Касон још 1981.¹⁹ Они су емпиријским истраживањем показали да је до одређеног обима активности најеконичнији извоз, а када се прекорачи одређени обим активности извоз постаје скупљи од лиценцирања, а затим на вишем нивоу активности лиценцирање постаје скупље од страних директних инвестиција. Оно што Данинг назива "competitive ownership advantage", ова два аутора обрађују као избор између алтернатива "internalization or externalization". *Интернализација* представља обављање активности изван националних граница матичног предузећа под властитом менаџмент контролом. *Екстернализација* представља продају (извоз, лиценцирање и франшизинг – дод. Н. Ф.) на иностраном тржишту.²⁰ Директне стране инвестиције, стицање подружница у иностранству и joint venture спадају у *тзв. власничке стратегије*, а извоз и лиценцирање у невластичке. Директне стране инвестиције су, и према мишљењу ових аутора, најрентабилније. ТНП има неке ресурсе чије стицање је веома скупо, па се једино преко директних страних инвестиција може остварити принос. То су ресурси утемељени на знању: *know-how*, истраживање и развој, менаџмент и маркетинг компетенције и др. Једноставно, и компонента власништва (Ownership) у Данинговом **OLI** моделу се заснива на анализи *трансакционих трошкова* - трошкова тржишног механизма (извоза, лиценцирања, па и франшизинг аранжмана) и *трошкова "хијерархије"* (трошкова обављања целокупне активности у ТНК преко отварања подружница путем директних страних инвестиција и стицањем).

L – Location. Локација подружница је фактор који омогућава коришћење предности власништва, али их може претворити у недостатке. О локацији као кључном фактору говори чињеница да

је ни један аутор који се бавио проблематиком функционисања ТНП није изоставио. Менаџери великих ТНП истичу да су два кључна проблема приликом ширења активности изван националних граница: *шта* жели да се пренесе изван граница матичне земље и *где*. *Шта* зависи од *где*. И увек је много једноставније направити концепт, него га реализовати.²¹ Под локацијом се генерално подразумева земља где се подружница отвара, а *степен делокализације* се мери степеном распрострањености укупног броја подружница и степеном распрострањености броја подружница у иностранству. Степен распрострањености преко различитих димензија локације утиче на трошкове адаптације локалном окружењу. Данинг дели локационе факторе на институционалне и инфраструктуру. Под инфраструктуром подразумева развој телекомуникационе, путне, железничке и других географских мрежа, а под институционалним факторима систем институција у земљи где се подружница лоцира (законска регулатива, систем школства, систем вредности и сл.). Дас и Тенг (Т. Das и В. S. Teng)²² истичу да је *институционална дистанца* од великог утицаја на профитабилност подружница, а чине је:

- *нормативна дистанца* (друштвене норме и убеђења),
- *когнитивна дистанца* (језик, образовање, култура) и
- *регулативна дистанца* (пословна пракса, законска регулатива).

Значајем локације се посебно бавио и Гајзингер (S. Guisinger) у чланку "*From OLI to OLMA: Incorporating higher levels of environmental and structural complexity into the eclectic paradigm*" ("*Од ОЛИ до ОЛМА: Инкорпорирање виших нивоа структурне комплексности и комплексности окружења у еклектичку парадигму*") (*International Journal of the Economics of Business*, 2/2001, pp. 257-272). У ствари, као и код Данинга, тако и код Гајзингера, фактор локације је неодвојив од фактора **I** – Internalization. Локација условљава стратегију уласка на конкретно тржиште, али и унапред одређена стратегија уласка одређује локацију где ће се подружница основати или стећи. Гајзингер је то уочио и креирао "проширену еклектичку парадигму": еклектичка парадигма OLI је проширена у еклектичку парадигму OLMA. "**M**" (Mode of entry) означава модалитет, стратегију уласка у инострану земљу, а "**A**" (Adaption) нужност прилагођавања окружењу. Свака земља има специфичне факторе окружења који делују на мода-

19) P.J.Buckley & M.C. Casson: "The optimal timing of a foreign direct investment", *Economic Journal*, No 361, pp. 75.87.

20) Исто као под 2, стр. 227-228.

21) Исто као под 2, стр. 228.

22) T.Das, B.S.Teng: "Alliance Constellations: A Social Exchange Perspective", *The Academy Management Review*, 3/2002, p. 608.

литет уласка, на дужину трајања периода адаптације и износ трошкова адаптације. Локација која изазива високе трошкове адаптирања се избегава, нарочито ако постоји велика вероватноћа да ће ти трошкови расти. Све у свему, ни **OLI**, ни **OLMA** модел не представљају нове моделе, већ само обједињују факторе који утичу на транснационализацију, а обрађивали су их други аутори. Зато се с правом, и један и други, називају *еклектички модели*.

3. БИРКИНШОВ МОДЕЛ ТРАНСНАЦИОНАЛИЗАЦИЈЕ ПРЕДУЗЕЋА

Биркиншо (J. Birkinshaw) је 2.000. год. у својој књизи *Entrepreneurship in the global firm (Предузетништво у глобалној фирми)* ТНП дефинисао као интерни тржишни систем.²³ По њему, ТНП је мрежа састављена од матичног предузећа и подружница, а функционише на тржишном принципу: активности које изазивају ниже трошкове управљања од трансакционих трошкова обављају се у ТНП, а активности које имају веће трошкове управљања од трансакционих трошкова екстернализују се, односно уступају се екстерном тржишту. Модел је сличан "*адмиралском*" моделу ("flagship" моделу), где матично предузеће има улогу бродског адмирала, а подружнице су под његовом јаком контролом. Стратешке одлуке доноси матично предузеће на принципу "или-или": *или* ће се активности обављати у оквиру ТНП - *или* ће се уступити екстерном тржишту. У Биркиншовом моделу се примењује принцип "*и-и*": ТНП је систем *и* интерног *и* екстерног тржишта. Односи између матичног предузећа и подружница су мултипли, а не само двосмерни: подружнице су чланице интерног система, односно ТНП, али и система из екстерног окружења (нпр. неких организација из локалног окружења од којих могу учити како да се лакше прилагоде том окружењу).

Ако се има у виду да Биркиншо разликује три интерна тржишта, његов модел се може назвати **IROL** модел:

- **I** (Internalization of business),
- **R** (Resource-based view),
- **OL** (Organizational Learning).

Internalization of business (Интернализација бизниса). Последњих година теорија интернализације са територијалног принципа прелази на

мрежни принцип: ТНП се посматра као интерно тржиште, без обзира где су и у колико земаља лоциране подружнице. Интерно тржиште се посматра кроз три типа:²⁴

- тржиште производа и услуга,
- тржиште бизниса и активности и
- тржиште компетенција и пракси.

Тржиште производа и услуга функционише између подружница унутар ТНП, а подружнице имају однос *добављач-купац*. Уколико је дугорочно гледано јефтинија набавка неких производа/услуга на екстерном тржишту, подружница се сматра непрофитабилном и гаси, осим ако њена активност није од стратешког значаја. "Стратешка оријентација може бити описана као *continuum*, јер се води рачуна о два екстрема: на једној страни је фокус на стабилности и очувању равнотеже у бизнис моделу, а на другој фокус на флексибилност и ставове према променама".²⁵ Кључни проблем је успоставити *оптимални однос између стабилности и флексибилности интерног тржишта*.

Тржиште бизниса/активности. Неке подружнице обављају активност или бизнис за који има одговорност ТНП. То су подружнице са специфичним компетенцијама и, најчешће, функционишу као *центри изврности*. Савремено ТНП функционише као глобална мрежа састављена од подружница различитих компетенција, које дају право подружници да сама управља својим бизнисом. У оваквим условима, управљање у ТНП је децентрализовано, а честа и отворена комуникација је услов за опстанак интерног тржишта.

Тржиште компетенција и пракси. Док се тржишта производа/услуга и тржишта активности/бизниса заснивају на конкуренцији на интерном тржишту, тржиште компетенција и пракси се темељи на кооперацији између подружница. Трансфербилност компетенција и пракси унутар ТНП је битна за глобалну ефикасност. "Левериџ компетенција и пракси између различитих подружница у ТНП допушта извлачење супериорне ренте из специјализованог знања у односу на коришћење тог знања само у једној подружници".²⁶ Трансфер компетенција и пракси између подружница тражи улагање ресурса, а трансфер *тзв. прећутног знања* је компликован. Што је степен прећутног знања већи, то је и вероватноћа неефикасности овог тржишта већа. Висок степен кооперације између подружница може спречити аси-

23) Исто као под 8, стр. 253.

24) Исто као под 8, стр. 253-277.

25) Исто као под 8, стр. 265.

26) Исто као под 8, стр. 270.

метричност информација и појаву моралног хазарда.²⁷ Као и код тржишта бизниса, тако и код тржишта компетенција и пракси, само честа и отворена комуникација могу створити ефикасно тржиште, односно убрзати и појефтинити процес организационог учења.

Resource-based approach (R) (*Приступ заснован на ресурсима*). Од самог настајања, теорија ТНП се заснива на ресурсном приступу: матично предузеће оснива/стиче подружнице које располажу ресурсима који му доносе одрживу конкурентску предност. Као што је раније речено, то су, најпре, били природни ресурси (нафта, руда, земљиште и други материјали узети из природе), а касније јефтина, па затим висококвалификована радна снага.²⁸ Савремена теорија и пракса ТНП потенцира значај неопипљивих ресурса, као што су знање и тржиште. Знање је често ресурс због којег се пословање шири ван граница земље, јер се само тако могу покрити високи трошкови стицања знања. Тржиште се сматра фактором повећања обима тражње и смањења трошкова транспорта и трошкова комуницирања са купцима. У новије време, уместо тражње на иностраном тржишту као неопипљивог ресурса, потенцира се значај тражње као финансијског ресурса. Наиме, није битна само потенцијална, већ реална тражња: потенцијална тражња је неефективна уколико нема покриће у платежно способној тражњи, па је ефективна тражња финансијски ресурс. У том смислу, за ТНП су јако битни износ и кретање бруто домаћег производа по становнику у земљама где намерава да има подружнице, па је индекс конкурентности смерница за глобалну стратешку политику. Он, према дефиницији коју је дао Светски економски форум,²⁹ обухвата осам фактора: финансије, технологију, инфраструктуру, систем управљања државом, менаџмент, радну снагу, институције и отвореност државе. Интересантно је да овај индекс не обухвата експлицитно корупцију као фактор, иако је у последњих година присутна чињеница да корупција и мито знатно повећавају трансакционе трошкове при добијању послова на иностраном тржишту.³⁰

Просечне и високе стопе раста бруто домаћег производа су атрактивне за избор локације подружница, јер одражавају ефективан, реални тржишни потенцијал за потрошњу. Зато Бразил, Русија, Индија и Кина (тзв. земље БРИК блока) последњих година представљају веома атрактивне земље за отварање подружница преко директних страних инвестиција. Кина се посебно потенцира, па се назива The People's Republic (Најмногољуднија земља).³¹ Директне стране инвестиције доводе до раста бруто домаћег производа и у матичној и у иностраној земљи, што ствара услове за већу ефективну тражњу и отвара спиралу економског раста за све земље у којима ТНП функционише.

У последњој деценији је интересантно истраживање о срећним нацијама, које се, такође, сматра фактором локације. Агенција *Галуп* је саопштила резултате четворогодишњег истраживања о срећним нацијама (за период 2005-2009), који показују "да су богате земље углавном срећније од сиромашних. Скандинавским земљама заиста иде добро. Једно од објашњења зашто је тако јесте да су њихове основне потребе збринуте на вишем нивоу него у другим земљама. Када се погледају сви подаци, те основне потребе објашњавају везу између прихода и благостања", рекао је Џим Хартер, један од главних истраживача у *Галупу*.³² Истраживана су два фактора благостања: од више хиљада испитаника тражено је да на скали од 1 до 10 рангирају: 1) укупно задовољство животом и 2) оцене осећања која су обележила њихов претходни дан. Десет најсрећнијих држава су: Данска, Финска, Норвешка, Шведска, Холандија, Костарика, Нови Зеланд, Швајцарска, Аустралија и Канада. Србија је од 155 држава на 91. месту, а њено место између 10 држава у региону је следеће: Словенија (58. место), Црна Гора и Хрватска (61), Румунија (73), БиХ (79), Србија (91), Македонија (96), Мађарска и Албанија (103) и Бугарска (137). САД су на 14. месту, В. Британија на 17, а Француска на 44.

Organizational Learning (OL) (*Организационо учење*). "Учење је друштвени процес заснован на интеракцијама подружница. Подружнице савре-

27) Познато је да *асиметричност информација* подразумева различит степен информисаности странака, у овом случају подружница, и таква појава увек доноси добитак информисанијој страни, а губитак мање информисаној. То је тзв. *добитак/губитак по основу информисања*. *Морални хазард* представља начин на који се стичу и користе асиметричне информације (опортунистичко понашање, независна селекција и др.).

28) Компаније из САД отварају подружнице у неким земљама Далеког Истока (Кореја и Сингапур) због јефтине радне снаге, у Кини због изобиља радне снаге, а у Индији због висококвалификованог инжењерског кадра.

29) www.weforum.org/pdf/Global_Competitiveness_Reports/Reports/

30) Анкета на узорку од 16.752 привредника у Србији показује да 14.324 привредника на прво место као узрок кризе ставља *корупцију и криминал*.

31) Lynn S. Paine: "The China Rules", *Harvard Business Review*, June 2010, pp. 103-108.

32) Исто као под 26, стр. 7.

меног ТНП су повезане у мреже, које омогућавају учење³³. *Организационо учење* је кључно са аспекта користи које се стичу у процесу учења и прилагодљивости локалном окружењу. Сваки процес учења је скуп, али се креирају стратегије које доносе веће користи од улагања у процес учења. У ту сврху, Биркиншо разликује три типа ТНП:³⁴

- традиционално ТНП,
- виртуелно ТНП и
- ТНП као фирма са интерним тржиштем.

Традиционално ТНП се заснива на хијерархији *матично (родитељско) предузеће* → *подружнице (предузећа "кћери", филијале)*. Управљање ТНП је централизовано, јер матично предузеће, преко главног штаба, доноси све важне одлуке. У том случају, процес организационог учења се базира на *глокализацији*: подружнице уче од локалног окружења (окружења где су лоциране) и преносе знање главном штабу, који води глобалну политику. У којој мери ће главни штаб усвојити знање зависи од њега самог, а не од подружница.

Виртуелно ТНП има велики број подружница расутих у већем броју земаља, а координација је преко тржишног механизма. Подружнице су имплементатори стратегије главног штаба, али у процесу имплементације уграђују карактеристике локалног окружења. Код виртуелног ТНП је битнији процес учења подружница од процеса учења главног штаба и он је ефикаснији, пошто се учи "на лицу места".

ТНП као мрежа интерног тржишта је тип ТНП којим се бави Биркиншо. Главни штаб креира "правила игре", а она су различита за тржиште производа/услуга, тржиште бизниса/активности и тржиште компетенција и пракси. Процес организационог учења је најтежи на тржишту компетенција и пракси и због тога најскупљи. На њему уместо конкуренције мора преовлађавати кооперација подружница како би знање могло неометано да се преноси. Ефикасан процес учења је тешко обезбедити, јер је интерно тржиште компетенција у пракси имперфектно. То ствара потребу ТНП за екстерним тржиштем и на тај начин га чини динамичним: мора да буде флексибилно и да брзо реагује на промене.

4. "7Ц" МОДЕЛ УПРАВЉАЊА ТРОШКОВИМА ТРАНСНАЦИОНАЛНОГ ПРЕДУЗЕЋА

И у традиционалној, и у савременој теорији интернализације, глобални трошкови (укупни трошкови ТНП) имају централно место: у традиционалној теорији се пореде трошкови "хијерархије" (управљања) у ТНП и трансакциони трошкови са екстерним тржиштем; у савременој теорији се пореде трошкови и користи на интерном са трошковима и користима на екстерном тржишту. Како интерно тржиште чини ТНП као мрежа подружница, то су трошкови интерног тржишта једнаки трошковима "хијерархије", а трошкови екстерног тржишта су једнаки трансакционим трошковима.

Шилдс и Јанг (М. Shields & М. Young) су 1989. год. предложили модел за управљање трошковима заснован на седам димензија рада. Пошто на енглеском језику свака од ових димензија почиње словом "Ц", модел је назван "7Ц". Реч је о следећим димензијама:³⁵

1. Culture (култура),
2. Champion (шампион, борац),
3. Change Process (процес промена),
4. Control (контрола),
5. Compensation (компензација, накнада),
6. Commitment (ангажовање, обавеза, задатак),
7. Continuous Education (континуирано учење).

Герт Хофстед (Geert Hofstede) је још 1980. елементе система културе груписао у пет димензија и анализирао их током 20 година на узорку од 50 нација, како би искристалисао карактеристичне димензије културе за поједине нације, а то су:³⁶

1. индивидуализам / колективизам,
2. ауторитет / моћ,
3. потреба за успехом,
4. прихватање / избегавање ризика,
5. Конфучијевски динамизам.

Питер Бевер (Peter Bewe), доцент на Катедри за рачуноводство на Мајами универзитету у Оксфорду, умрежио је карактеристике модела "7Ц" са Хофстедевом систематизацијом културних вредности и предложио модел за управљање трошковима у транснационалним предузећима. Димензије рада је приказао у облику куће, при

33) Исто као под 8, стр. 256.

34) Исто као под 8, стр. 259.

35) Р. Brewer: "Managing Transnational Cost Management Systems", *Journal of Cost Management*, 6/1997, p. 35.

36) Исто као под 30, стр. 36-37.



Слика 1 – Модел "7Ц"

чему *континуирано учење* представља темељ куће, а *култура* кров. То значи да су тип шампиона, систем контроле, систем компензација, процес промена и однос према обавезама условљени културом конкретне земље, а *учење* је континуирани процес стицања знања и прилагођавања окружењу. На тај начин Бевер истиче *значај локације* (као Данинг) и *значај организационог учења* (као Биркиншо) за ефикасност подружница и ТНП. Према њему, нације носе различита "културна сочива", па различито виде исте ствари. Зато исти степен распрострањености може водити разлици у профитабилности ТНП.

1. *Индивидуализам / колективизам* изражава степен са којим се преферира аутономно (индивидуалистичко) понашање/приврженост групи (колективизам). Уколико се подружница лоцира у земљи са индивидуалистичким понашањем, треба имати у виду да јефтина радна снага може бити јако скупа, јер ће бити високи трошкови интеграција у глобалну организациону културу. Менаџери подружница морају бити менаџери *expatriate managers*, односно менаџери из матичне земље на привременом раду у иностраној земљи.³⁷

Уколико се подружница лоцира у земљи са израженим колективизмом, процес прилагођавања подружнице локалном окружењу је бржи и јефтинији. Од 50 земаља, колико је Хофстед проучавао у узорку, следећих пет има најизраженији степен индивидуализма: САД (91 бод), Аустралија (90 бодова), В. Британија (89 бодова), Канада и Холандија (по 80 бодова) и Нови Зеланд (79 бодова).

Следећих пет држава има најизраженији степен колективизма: Гватемала (6 бодова), Еквадор (8 бодова), Панама (11 бодова), Венецуела (12 бодова) и Колумбија (13 бодова).

2. *Ауторитет/моћ* изражава степен аутократског/партиципативног стила одлучивања. Аутократски стил одлучивања није погодан за мрежну конфигурацију ТНП, јер подружнице у таквим земљама немају предуслове за стварање мултиплих релација са другим подружницама, а и адаптација локалном окружењу је тежак и скуп процес учења. Ако је матично предузеће лоцирано у таквој земљи, улога главног штаба је велика, а управљање ТНП централизовано.

Уколико се ради о земљама са партиципативним стилем управљања, и матично предузеће и подружнице су склоне мрежним релацијама, а трошкови "хијерархије" и трошкови учења су нижи. Партиципативни стил рада уопште, а не само управљања је ефикаснији, што важи и за ТНП. Земље са најизраженијим аутократским стилем управљања су: Малезија (104 бода), Панама и Гватемала (по 95 бодова), Филипини (94 бода), Мексико и Венецуела (по 81 бод) и Еквадор и Индонезија (по 78 бодова). Земље са најизраженијим партиципативним стилем управљања су: Аустрија (11 бодова), Израел (13 бодова), Данска (18 бодова), Нови Зеланд (22 бода), Норвешка и Шведска (по 31 бод).

3. *Избегавање/прихватање ризика*. Грчка (112 бодова), Португалија (104 бода), Гватемала (101

37) Н. Фигар: "Регрутовање и усмеравање менаџера подружница у иностранству", *Рачуноводство*, Савез рачуновођа и ревизора Србије, септембар-октобар 2008, Београд, стр. 49-56.

Табела 1 – Мрежа димензија културе и димензија рада

Димензије рада	Димензије културе														
	Индивидуализам/ Колективизам			Ауторитет/ Партиципација			Избегавање/ Прихватање ризика			Потреба за успехом			Конфуцијански динамизам		
	САД	Јапан	Дан- ска	САД	Јапан	Дан- ска	Сад	Јапан	Дан- ска	САД	Јапан	Дан- ска	САД	Јапан	Дан- ска
Cultura (Култура)															
Champion (Шампион)															
Change Process (Процес промена)															
Control (Контрола)															
Compensation (Компензација)															
Commitments (Обавезе)															
Continuous Education (Континуирано учење)															

бод), Уругвај (100 бодова), Салвадор и Белгија (са по 94 бода) су земље са најизраженијом аверзијом према ризику. Уколико је матично предузеће лоцирано у овим земљама, степен транснационалности ће бити низак, јер отварање подружница подразумева велики степен неизвесности и ризика у пословању. Примеренији су односи централизације и двосмерни односи (матично предузеће - подружница), док је мрежна структура ТНП непримерена оваквој култури.

Земље са најнижим степеном аверзије према ризику су: Сингапур (8 бодова), Јамајка (13 бодова), Данска (23 бода), Хонг Конг и Шведска (са по 29 бодова), В. Британија и Исланд (са по 35 бодова). Уколико је матично предузеће лоцирано у некој од ових земаља, има највише предуслова да ТНП буде глобална фабрика: флексибилна конфигурација која брзо реагује на промене у окружењу.

4. *Потреба за успехом* је различито изражена како код појединаца, тако и код организација. Јапанци, Аустријанци, Швајцарци, Италијани и Мексиканци теже изузетном успеху, док Шведска, Холандија, Данска и Костарика заузимају најниже место на тој скали. Уколико је матично предузеће лоцирано у земљи са израженом потребом за успехом, може се очекивати висок степен распрострањености подружница и брз процес транснационализације. Између подружница је изражен такмичарски дух,

тако да ТНП заиста представља мрежу интерног и екстерног тржишта.

5. *Конфуцијански динамизам* изражава степен у којем је земља оријентисана на краткорочне / дугорочне резултате. Хонг Конг (96 бодова), Тајван (87 бодова), Јапан (80 бодова), Северна Кореја (75 бодова) и Бразил (65 бодова) су земље са најизраженијом оријентацијом на дугорочне резултате, а Пакистан (0 бодова), Филипини (19 бодова), Канада (23 бода), САД (29 бодова) и Нови Зеланд (30 бодова) су фокусиране на краткорочне резултате.

Интересантан је пример Данске. Она спада у земље са највишим степеном партиципативности у одлучивању, са најнижим степеном аверзије према ризику и са најмање израженом потребом за успехом, а Данци су, према наведеном истраживању агенције *Галуп*, најсрећнија нација у периоду 2005-2009. год.

Наведених пет димензија културе утиче на организациону културу и матичног предузећа и подружница, па их треба умрежити са елементима из модела "7Ц". На тај начин би се допунила Беверова "кућа" и јасније уочио значај културе за профитабилност ТНП. Таква мрежа би била креирана пре доношења одлуке о избору локације за подружнице и служила као усмеравајуће средство за транснационализацију (Табела 1).

ЗАКЉУЧАК

С обзиром да су у оквиру разматрања сваког модела детаљно изнете његове карактеристике, у закључку се могу истаћи сумарне карактеристике теорије и праксе ТНП:

- ТНП је врста предузећа, па теорија интернализације представља огранак теорије фирме (предузећа),
- то значи да се историјски развој теорије ТНП може сагледавати кроз историјски развој теорије фирме,
- као и теорија фирме, и теорија ТНП је на садашњем нивоу развоја еклектичка, односно обухвата карактеристике више ранијих теорија,
- Коузова теорија трансакционих трошкова је остала основа и савремене теорије ТНП,
- знање и време су најважнији ресурси савременог ТНП,
- по организационој структури, савремено ТНП је систем интерног тржишта (мрежа мултиплих релација између матичног предузећа и подружница и између самих подружница),
- по стратешкој архитектури, савремено ТНП је систем екстерног тржишта (мрежа мултиплих односа између подружница и екстерног окружења),
- савремено ТНП је глобално,
- није свако ТНП глобално,
- степен глобализације се мери учешћем прихода остварених у подружницама у укупном приходу ТНП, бројем континената где су лоциране подружнице и брзином транснационализације,
- крива укупних трошкова ТНП има облик слова "S", а крива укупних трошкова глобалног предузећа има облик инверзног слова "U".

ЛИТЕРАТУРА

1. Н. Фигар: *Управљање ресурсима предузећа*, Економски факултет Универзитета у Нишу, 2007. год.

2. P.J.Buckley: "Stephen Hymer: Three phases, one approach?", *International Business Review*, April 2006.
3. P.J.Buckley: "Internalization thinking: From the multinational enterprise to the global factory", *International Business Review*, June 2009.
4. Filip De Beule, Daniel Van Den Bulcke: "Retrospective and prospective views about the future of the multinational enterprise", *International Business Review*, June 2009.
5. Daniel Cerrato: "The multinational enterprise as an internal market system", *International Business Review*, June 2006.
6. Н. Фигар: "Трошкова ефикасност глобалног предузећа", *Рачуноводство*, Савез рачуновођа и ревизора Србије, Београд, јануар-фебруар 2006.
7. J.H.Dunning: "The Eclectic (OLI) Paradigm of International Production: Past, Present, and Future", *International Journal of the Economics of Business*, 2/2001.
8. P.J.Buckley & M.C. Casson: "The optimal thinking of a foreign direct investment", *Economic Journal*, No 361.
9. T.Das, B.S.Teng: "Alliance Constellations: A Social Exchange Perspective", *The Academy of Management Review*, 3/2002.
10. www.weforum.org/pdf/Global_Competitiveness_Reports/Reports/
11. Економ: east group: "Тешко је наћи доброг клијента", *Предузеће*, Београд, бр. 86/87.
12. P. Brewer: "Managing Transnational Cost Management Systems", *Journal of Cost Management*, 6/1997.
13. Н. Фигар: "Регрутовање и усмеравање менаџера подружница у иностранству", *Рачуноводство*, Савез рачуновођа и ревизора Србије, Београд, септембар-октобар 2008.

др Љиља АНТИЋ*,
др Тамјана
СТЕВАНОВИЋ**

Концепти "тачно на време" и управљање засновано на активностима у функцији стратегичке трошковног лидерства

Резиме: Креирање и развој одрживе конкурентске предности предузећа у савременом пословном окружењу осветљава релевантност развијања и реализације стратегије трошковног лидерства, тј. развијања супериорних трошковних структура предузећа. Успешност развијања и реализације ове стратегије у значајној мери је потпомогнута применом савремених концепата управљања трошковима и предузећем у целини, попут ЈИТ система пословања, обрачуна трошкова по активностима и управљања заснованог на активностима. У раду ћемо најпре сагледати значај стратегије трошковног лидерства у креирању одрживе конкурентске предности предузећа, а затим указати на савремене концепте управљања трошковима предузећа и њихову улогу у развијању и реализацији ове стратегије. У раду ће бити примењене методе анализе на основу релевантне и расположиве иностране литературе и праксе, методе синтезе и методе компарације. Од рада се очекује да домаћој и стручној јавности укаже на повезаност стратегије трошковног лидерства и савремених концепата управљања трошковима и перформансама предузећа.

Кључне речи: конкурентска предност, стратегија трошковног лидерства, савремени концепти управљања трошковима

Увод

Услови турбулентног окружења у којем предузећа послују утичу на креирање различитих стратешких праваца којима ће се остварити постављени пословни циљеви. Како циљеви могу бити променљиви и вишеструки зависно од низа интерних и екстерних чинилаца, стратегије морају бити саткане од широког спектра приступа и механизма који ће се комбиновати и примењивати зависно од наметнутих потреба из окружења.

Стратегија лидерства у трошковима јавља се седамдесетих година XX века, истичући значај анализе криве искуства и проналажења фактора

који утичу на трошковну позицију предузећа. Суштина ове стратегије састоји се у одржавању трајних конкурентских предности производњом производа или пружањем услуга који су по функционалним и квалитативним карактеристикама слични конкурентским, али се производе по нижим трошковима и продају по нижим ценама.

Динамично окружење је довело и до развоја савремених концепата управљања трошковима и перформансама предузећа. Улога ових концепата у реализацији пословних стратегија, самим тим и стратегије трошковног лидерства, истовремено указује и на утицај који они имају на креирање и развој одрживе конкурентске предности предузећа.

* ванредни професор Економског факултета у Нишу

** асистент Економског факултета у Нишу

1. Значај стратегије трошковног лидерства у креирању одрживе конкурентске предности предузећа

Да би биле успешне у глобалној економији, компаније морају понудити своје производе и услуге уз ниже трошкове од својих конкурената. Стратегија трошковног лидерства наглашава ефикасност менаџмента производње, а изискује улагање капитала у операције великог обима и ефикасну технологију, као и контролу трошкова, строги надзор над радном снагом ради остварења високог нивоа продуктивности и јефтину дистрибуцију.

Ефикасност стратегије лидерства у домену трошкова већа је у индустријским делатностима у којима има више могућности за економију обима, као што је производња стандардизованих функционалних артикала (нпр. сатови, бела техника, хемијски производи итд.), када је тражња еластична, а сва предузећа у грани производе релативно хомогене стандардне производе.

Компаније које постижу лидерство у трошковима обично продају стандардне производе и стављају значајан стратешки нагласак на повећање обима производње или постизање апсолутне предности у трошковима проналажењем и искоришћавањем свих извора те предности. Опредељење предузећа за стратешки приступ вођства у трошковима има основ у настојању да се достигне степен ефикасности у обављању активности унутар ланца вредности који ће бити недостижан за конкуренте барем у догледно време. Услед тога, јављају се ниски трошкови производа и услуга који олакшавају избор алтернатива у политици продајних цена и остварење главних финансијских циљева предузећа. То подразумева да, при истим или сличним продајним ценама производа, предузећа која поседују најниже трошкове могу остварити највеће профитне стопе на тржишту, а на располагању им је и могућност додатног снижавања цена, чиме себи омогућавају пораст тржишног учешћа и прихода од продаје. Сходно томе, стратегија трошковног лидерства усмерена је на развијање најповољније релативне трошковне позиције предузећа у грани, чиме се ствара добра основа за постизање ценовне конкурентности и натпросечних приноса на уложена средства.

У савременом предузећу обавља се велики број активности од настанка производа или услуга до њихове дистрибуције на тржишту. Опредељење предузећа за стратегију вођства у трошковима упућује на увођење стратешке анализе трошкова. Први корак у овој анализи је идентификовање “ланца вредности” предузећа као повезаног сета активности од извора основних сировина

до крајњих производа за финалну употребу који се испоручују крајњим потрошачима. Идентификовањем активности ствара се основ за детерминисање стратешких активности међу њима, да би се затим, свакој активности у ланцу доделили трошкови зависни од већег броја фактора које називамо узрочницима трошкова. Последишно, коришћењем добијених информација омогућава се управљање стратешким активностима ланца вредности ефикасније од конкурената. Стратешка анализа трошкова такође подразумева идентификовање ланца вредности и деловање узрочника трошкова конкурената у циљу разумевања релативне конкурентности и проналажења могућности снижења трошкова. На снижење трошкова утиче се или побољшањем контроле узрочника трошкова или реконфигурацијом ланца вредности одређивањем подручја у ланцу у којима фирма има компаративну предност.¹

Ланцем вредности пословање предузећа се дезагрегира на стратешки релевантне активности, чијим ефикаснијим обављањем предузеће стиче значајну конкурентску предност. Детерминисање стратешких активности започиње идентификовањем дистинктивних карактеристика производа процењених од стране постојећих купца, као и карактеристика које предузеће може развити на најбољи начин и тиме креирати вредност за будуће купце. Ове карактеристике свакако обухватају квалитет, употребљивост, атрактивност и бројне друге опипљиве или неопипљиве особине производа предузећа. Након идентификовања дистинктивних карактеристика, неопходно је утврдити које специфичне активности предузећа су одговорне за креирање одабраних карактеристика производа. Управо те активности представљају најзначајније активности ланца вредности, стратешке активности које предузећу обезбеђују конкурентску предност.²

Активности које из перспективе купца доприносе вредности заправо стварају вредност дуж целокупног ланца, од снабдевања основним сировинама и материјалима до испоруке крајњег производа намењеног потрошачима. Било која активност ван вредносног ланца сматра се активношћу која не доприноси вредности. Као пример таквих активности могу се навести премештање и складиштење производа и многи административни послови, чијим елиминисањем се обезбеђује очување ресурса и продаја производа и услуга по нижим ценама, без смањења вредности за потрошача.

Пословни процес започиње активностима истраживања и развоја везаним за креирање производа или услуга. Операције прибављања ресурса потребно је извршити ради допремања материја-

1) Drury, C., 1996, *Management and Cost Accounting*, International Thompson Business Press, ITP, p. 846.

2) Donelan, J. and Kaplan, A., 1998., “Value Chain Analysis: A Strategic Approach to Cost Management”, *Journal of Cost Management*, march/april, 7-15, p. 8.

ла или делова до производних погона, где се обављају производне операције. Ове фазе чине тзв. *upstream* активности. Након завршетка производње започињу продајне промотивне активности, активности физичке дистрибуције роба и услуга на тржишту, као и активности везане за сервисирање потрошача, тј. “*downstream*” активности.³

Сврха рашчлањавања пословања предузећа на наведене активности састоји се у идентификовању подручја у којима је могуће остварити уштеде у трошковима односно извршити кориговања и унапређења. Посматрајући сваку фазу у ланцу вредности кроз перспективу односа добављач - потрошач, при чему на свакој карики ланца добављач тежи да задовољи потребе свог потрошача, задовољство крајњег потрошача је неминовност.

Свака фаза ланца вредности изискује одређене ресурсе, ниво потребних улагања и специфичне стручне способности. *Upstream* активности захтевају строгу контролу трошкова, логистичку координацију и ефикасно управљање операцијама, док се *downstream* активности нарочито заснивају на интерперсоналним и креативним способностима. Координацијом и усмеравањем појединих делова ланца вредности на тимски рад стварају се услови за унапређење задовољства потрошача, а све то на темељу ефикаснијег управљања трошковима и формулисања, развијања и имплементације успешне стратегије управљања квалитетом.

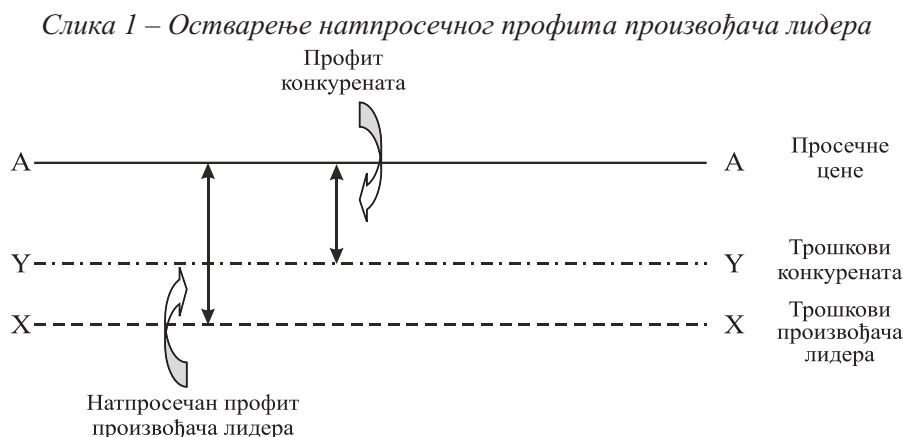
Адекватним развијањем стратегије трошковног лидерства, које подразумева анализу места и начина снижавања трошкова унутар ланца вредности, а резултира успешном имплементацијом ове стратегије, предузећа могу генерисати следеће стратешке опције:

- редукција трошкова у фази дизајнирања;
- усавршавање односа са добављачима којим се обезбеђује материјал високог квалитета уз истовремену редукцију трошкова;

- кооперација са другим предузећем при обезбеђивању одређене компоненте (стратегија *outsourcing-a*);
- економија обима која доприноси опадању цене по јединици производа;
- коришћење криве учења, тј. искуства предузећа, које доприноси његовој већој способности редуковања трошкова;
- повећање степена искоришћености капацитета које у условима високих фиксних трошкова води редукцији трошкова по јединици производа;
- избор већег или мањег степена аутоматизације у производњи;
- избор одговарајуће комбинације канала продаје итд.⁴

Ради ближег објашњења развијања стратегије вођства у трошковима, послужићемо се Сликаом бр.1. Као што се на њој може уочити, остварење профита омогућено је када су лидери у трошковима способни да продају своје производе на тржишту по цени која се креће око просечне (линија AA). Уколико перформансе таквих производа нису прихватљиве за купце, предузеће ће бити принуђено да обори продајне цене испод нивоа цена конкуренције, како би остварило прихватљив приход од продаје.

У односу на посматрано предузеће, конкуренција послује са вишим трошковима, који су представљени линијом YY на слици. Након успешне примене ове стратешке опције, трошкови произвођача лидера ће по дефиницији бити нижи од трошкова конкуренције (линија XX), што ће му обезбедити натпросечан профит. Треба истаћи да лидерство у трошковима не значи истовремено продају по ниским ценама, с обзиром на то да предузеће може имати просечне продајне цене и на тај начин остварити екстрапрофит.



Извор: Lynch, R., 2003, *Corporate Strategy*, Prentice Hall financial times, England, London, Boston, p. 468.

3) Douglass, S. и Craig, S., 1997., *Глобална маркетинг стратегија*, Пословни систем “Грмеч”, Београд, с. 104.

4) Lynch, R., 2003, *Corporate Strategy*, Prentice Hall Financial Times, England, London, Boston, p. 496.

При развијању стратегије трошковног лидерства предузеће се мора придржавати познате констатације да се економија обима мора раздвојити од искоришћености капацитета. У овом другом случају, трошкови опадају повећаним искоришћењем капацитета, али само до тачке достигања пуног капацитета. Економија обима се може јавити у подручјима ван производње, попут истраживања и развоја (у неким случајевима само велике операције могу оправдати употребу софистициране и скупе опреме), маркетинга (само велике компаније могу да обједине посебне буџете за рекламирање у један масиван фонд и да остваре екстра попусте у медијима) и дистрибуције (роба се може селектовати и груписати како би се максимизовала употреба транспортних капацитета између фиксних дестинација).

Упркос томе што аутори попут Портера истичу предности и користи од економије обима, неки доводе у сумњу опсег редукације трошкова. Сумње, поткрепљене практичним примерима, групишу се око аргумента да већи погони обезбеђују ниже трошкове. Изградња огромне фабрике Форда у Батон Ружу 1930. године била је мотивисана економијом обима. Међутим, у пракси су постојали проблеми проузроковани већом сложености и нефлексибилношћу великог погона, механичком природом рада и деперсонализованом и у знатној мери демотивисаном радном снагом. Огромне челичане, које су се током деведесетих година прошлог века сматрале темељем редуковања трошкова, постале су застареле услед појаве нових технологија, које су пружале исту ефикасност уз мањи обим производње. Коначно, конкурентска предност великих фабрика се истопила онда када се тржиште поделило на сегменте боље подмирене од стране фабрика које производе варијанте основних добара којима се директније подмирују потребе купаца, чак и са вишим трошковима.

На основу истраживања спроведеног шездесетих година прошлог века, доказано је да се може извући емпиријска релација између редукације трошкова и кумулативног аутпута, у свим гранама од осигурања до прераде челика. Трошкови су редуковани 15% сваки пут када се аутпут удвостручи. Релација је објашњена тиме што се уз економију обима могу постићи даље уштеде кроз технички прогрес, боље познавање и владање процесом или веће вештине запослених.⁵

Додајмо да извори снижења трошкова као што су економија обима и ефекат искуства, постају све мањи ослонац стратегије редуковања трошкова, а континуирана побољшања, иновације, унап-

ређена процесна технологија, побољшани дизајн производа и редизајн процеса, реструктурирање, којима се могу додати и искоришћење капацитета, цене инпута и резидуална ефикасност, све више добијају на значају.⁶

У вези за развијањем стратегије лидерства у трошковима, критичари указују на сет логичких проблема и њихових емпиријских доказа, међу којима су основни следећи:

- онда када и конкуренти имају могућности да сниже трошкове на дужи рок, поставља се питање како предузеће може одржавати своју конкурентску предност без ризика;
- вођство у трошковима треба везивати за редукацију трошкова по јединици производа, али овај концепт има ограничену употребљивост;
- лидерство у трошковима претпоставља предвидљивост промена технологије, али радикалне промене могу изменити позицију садашњих и будућих конкурената, тако да се вредност концепта умањује на високотехнолошким тржиштима;
- редукација трошкова води конкурентској предности само када су купци у могућности да праве поређења, што значи да лидер у трошковима мора да буде и лидер у снижавању цена или ће га конкуренти сустићи и то уз нижу профитну стопу.

2. Савремени концепти управљања трошковима предузећа

Технолошке иновације, интензивна глобална конкуренција и захтеви потрошача утицали су на промене у самом предузећу. Мења се начин производње, начин организације, примењују се нове пословне филозофије, као и инструменти, методе и технике управљања, тј. нови концепти управљања трошковима и осталим стратешким димензијама производа.

Као нове пословне филозофије појављује се филозофија “тачно на време” или ЈИТ филозофија, филозофија “тоталног квалитета”, филозофија “континуираног унапређивања” итд.

Савремени инструменти, методи и технике управљања изражавају се у облику “цилног трошка”, обрачуна трошкова по активностима и управљања заснованог на активностима, управљања трошковима животног циклуса производа, управљања континуираним уштедама у трошковима итд.

5) Исто, р. 497.

6) Grant, R., 1998., *Contemporary Strategy Analysis*, Blackwell Publishers Ltd., р. 200, према Новићевих, Б., Антић, Љ. и Секулић, В., 2006, *Трошкови као фактор стицања и одржања конкурентских предности*, Економски факултет, Ниш, стр. 19.

7) Douglass, S. and Craig, S., 1997, op. cit., р. 121-122 и Lynch, R., 2003, op. cit., р. 470.

У наставку рада размотрићемо неке од помнутих пословних филозофија, инструмената, метода и техника управљања савременим предузећима уз сагледавање њихове улоге у развијању и реализацији стратегије трошковног лидерства.

2.1. ЈИТ систем пословања

Систем пословања “тачно на време” (Just in Time – ЈИТ) почео је да се примењује 60-их година двадесетог века, најпре у фабрици аутомобила “Тојота” у Јапану. Циљ овог система је најпре био смањење залиха материјала, недовршене производње, готових производа и робе. Данас је његова основна усмереност на елиминисање свих врста губитака средстава и рада у производњи и пословању у целини, а све у циљу постизања веће конкурентности предузећа на тржишту.

На појаву система “тачно на време” утицале су промене како у окружењу, тако и промене у предузећу. Масовна производња условила је све већу диверзификацију производа. Осим тога, интензивира се процес систематског скраћивања животног циклуса производа, стимулишу се перманентне иновације постојећих производа и лансирају се нови производи. Промене су присутне како у подручју процесирања, тако и у подручјима управљања и организације. Све је то довело до преиспитивања трошкова у циљу њихове контроле и рационалног и ефикасног коришћења свих производних фактора.

Основна идеја ЈИТ филозофије је поједноставити погон да би се смањили трошкови, залихе недовршене производње и време производње и усавршити односе, тј. прецизирати тајминг у односима са добављачима. Реализацијом овакве идеје омогућава се веома брзо кретање поручбина кроз погон, чиме нестаје потреба за сложенем погонском контролом која изазива високе трошкове.⁸

У ЈИТ фабрикама, производња и тражња су синхронизоване зато што производња не почиње све док се не прими наруџбина. Набавке материјала не треба да буду веће од стварних дневних потреба. На крају радног дана не би требало да постоји недовршена производња, а готови производи се одмах испоручују купцима. “Материјал се добија тачно на време када га треба дати у производњу, делови бивају довршавани у моменту када их треба монтирати, а готови производи се довршавају тачно у моменту када их треба испоручити купцима”.⁹

Основни циљеви ЈИТ система обухватају: елиминисање активности које не стварају вредност (као што су неке активности у набавци), одсуство залиха и дефеката, серије од једне јединице и 100% правовремене испоруке.¹⁰ Иако се ради о циљевима који су идеални и тешко остварљиви у пракси, они ипак представљају подстицај за стална побољшања и достизање савршенства у пословању. Начин достизања ЈИТ циљева може бити у сагласности са стратегијом трошковног лидерства, чиме долази до изражаја улога овог концепта управљања у развијању и реализацији поменуте стратегије.

Према Drury-ју, под губицима се подразумева све оно што не додаје вредност производу, а ЈИТ систем се описује као филозофија управљања усмерена на елиминисање губитака. Израз активности које не додају вредност производу (непродуктивне) односи се на оне активности које директно не повећавају вредност производа за потрошача, као што су: складиштење директног материјала, припрема машина и време током којег су људи или машине неупослени (мртво време). Редуковањем или елиминисањем ових активности остварују се уштеде у трошковима које обично не утичу на сатисфакцију потрошача. Насупрот њима, активности које додају вредност производу повећавају вредност за потрошача, као што су: дизајнирање производа, сви производни процеси, производња према спецификацијама потрошача, уходани канали дистрибуције.¹¹

Ускладиштење великих количина залиха може довести до проблема ликвидности. Зато је један од циљева ЈИТ система смањење или елиминисање трошкова који су везани за чување залиха. Држање залиха не доприноси вредности зато што изазива високе трошкове повезане са складиштењем, укључујући трошкове камате, застаривања, осигурања, пореза. Идеално, набављени предмети треба да стигну у фабрику тачно на време да би били искоришћени у производном процесу, док за чувањем готових производа, као сигурносних залиха, нема потребе ако се производи могу производити према тражњи.

У ЈИТ окружењу истиче се значај превентивног одржавања и обављања посла “исправно из првог пута”, зато што дефектни делови или хаварије прекидају ток производње. “Да би се постигао циљ “нула дефеката” квалитет мора бити “упројектован” у производ пре него што ће се то остварити инспекцијом дефектних производа у току или на крају производног процеса. Стога, у ЈИТ систему производи морају бити дизајнирани на

8) Henry, C., 2001, “*JIT Production*”, Technology and Operations Management, California Polytechnic and State University, p. 1.

9) Марковски, С., 1993, “Систем пословања ‘тачно на време’ и његов рачуноводствени третман”, Књиговодство бр. 5, с.10.

10) Drury, C., 1996, *Management and Cost Accounting*, International Thompson Business Press, ИТП, p. 28.

11) Meigs, R., Meigs, M., Bettner, M. and Whittington, R., 1996, *Accounting: The Basis for Business Decision*, Mc Graw – Hill Companies, Inc., p. 934.

начин који поједностављује производни процес и смањује ризик од дефеката”.¹²

Концепт “производити без недостатака из првог пута” елиминисае многе трошкове повезане са слабиим квалитетом, јер дефекти захтевају поправке, отпатке, потребе за провером и онемогућавају правовремене испоруке. Овакви трошкови се сматрају трошковима који не доприносе вредности будући да се могу елиминисати постизањем савршеног квалитета. Овај циљ захтева континуирана унапређивања и висок степен учешћа радника. У ЈТ систему радници морају бити вишеструко обучени. Како се производи производе само кад су потребни, радници морају бити оспособљени да се брзо преусмере са једног на други производ, извршавају различите задатке и контролишу различите машине.

Време припреме је време потребно за подешавање опреме и промену алата за неки други производ. Ово време не доприноси стварању вредности јер доводи до гомилања залиха и продужења времена производње. Дуже време припреме, у циљу повећања економичности, захтева производњу већих серија. Међутим, производња великих серија доводи до кашњења у производњи и до стварања велике количине залиха. Зато се у ЈТ производњи тежи скраћењу и евентуалном елиминисању времена припреме. У оваквим условима, производња мањих серија постаје економична. Мање серије олакшавају постизање вишег квалитета, рано откривање дефеката, смањење залиха недовршене производње и снижење општих трошкова.

Предности код серијске производње опадају како се време припреме приближава нули. Када се достигне нула, оптимална величина серије је један. У овом случају “не постоји потреба за складиштењем и планирањем прихватања јединице

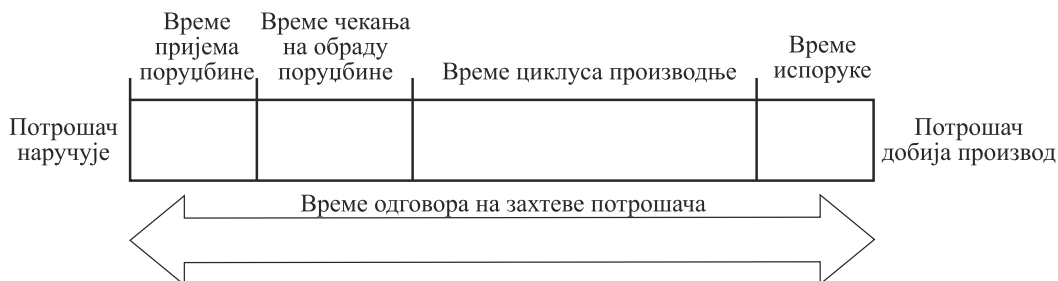
производа од стране следеће машине. Мале партије, комбиноване са кратким производним циклусом омогућавају да се предузеће лакше прилагоди краткорочним флукуацијама тражње, јер производња не зависи од планираних дугих времена припреме”.¹³

Значај управљања временом у данашњем конкурентском окружењу је велики. Предузећа морају настојати да скрате време одговора на захтеве потрошача јер брзина реаговања представља још један од веома битних аспеката њихове сатисфакције. Потрошачи све више постају „временски осетљиви“, тј. вреднују време, што се одражава на њихово понашање при куповини.¹⁴ Унапређења у реаговању на потребе потрошача могу захтевати повећање ефикасности и скраћење времена трајања циклуса производње и скоро увек унапређења у квалитету.¹⁵

Време одговора на захтеве потрошача, представља време од пријема наруџбине за производ или услугу до момента његове испоруке наручиоцу. У савременим условима пословања савршено је јасно да је ово време круцијална конкурентска варијабла с обзиром на то да конкурентска тржишта у све већој мери постају временски сензитивна. Компоненте времена реаговања на захтеве потрошача приказане су на Слици 2.

Са слике се може уочити да прву компоненту чини време пријема поруџбине, чијим скраћењем се може значајно утицати на скраћење времена одговора на захтеве потрошача. Многе компаније су скратиле време пријема поруџбина увођењем електронског наручивања. Такође, време чекања на обраду поруџбине може се скратити увођењем интерних компјутерских мрежа базираних на интернет стандардима и развојем дигиталне технологије. Организације минимизују време испоруке пажљивим коришћењем ресурса и одржа-

Слика 2 - Време одговора на захтеве потрошача



Извор: Hilton, R.W., Maher, M.W., and Selto, P.H., 2000, *Cost Management*, McGraw - Hill Hagler Education, New York, p. 457.

12) Ibid, p. 934.

13) Berliner, C. and Brimson, J., 1988, *Costs Management for Today's Advanced Manufacturing*, H.B.S. Press, Boston, p. 30.

14) Christofer, M., 2005., *Logistics and Supply Chain Management - Creating Value-Adding Networks*, Prentice Hall financial times, England, London, Boston, p. 145

15) Hilton, R.W., Maher, M.W. and Selto, P.H., 2000., *Cost Management*, McGraw - Hill Hagler Education, New York, p. 456.

вањем одређених резервних капацитета за случај неочекиваних, али вредних поруџбина, као и коришћењем специјализованих експедитера. Међутим, највећа унапређења ће бити могућа елиминисањем активности које не додају вредност производу и последично, скраћењем времена трајања циклуса производње, као најзначајније компоненте времена одговора на захтеве потрошача.

Време трајања циклуса производње представља укупно време од почетка производног процеса до тренутка када је производ спреман за продају, а састоји се од: времена процесирања, времена премештања производа, времена чекања и времена контроле. Само време процесирања додаје вредност производу. У тзв. „just in time - ЈИТ“ пословном окружењу тежи се елиминисању последња три елемента јер се то време сматра сувишним или временом које не додаје вредност производу. Већ поменути учачањем и елиминисањем оних активности које не стварају вредност, истовремено се врши и елиминисање времена непотребно утрошеног за њихово обављање. Дакле, једино активности које сачињавају време процесирања додају вредност производима, па се избацавањем осталих активности из пословних процеса могу остварити значајне уштеде у трошковима и времену.¹⁶

“Користи од редуцирања времена трајања циклуса производње укључују мање залихе недовршене производње, што доводи до:

- *нижих трошкова капитала ангажованог у залихама,*
- *уштеда погонског и складишног простора и трошкова,*
- *смањених опитних трошкова руковања и испоруке материјала,*
- *смањеног ризика од застаревања,*
- *бржег реаговања на захтеве купаца и скраћења времена испоруке”.*¹⁷

За постизање поменутих циљева, предузећа су проширила ЈИТ филозофију и на функцију набавке. У ЈИТ окружењу драстично се смањује број добављача уз све чешћа опредељења за дугорочне уговоре са једним од њих, који се придржава захтева у вези са одређеним инпутом. Дугорочни уговори са малим бројем поузданих добављача могу обезбедити сигурну и благовремену набавку. То подразумева да се предузеће мора повезати са провереним и ефикасним добављачима. Од добављача се очекује да гарантује квалитет материјала који испоручује и проверава га пре испоруке. На тај начин значајно је скраћено време за инспекције које представљају непродуктивне активности.

Фундаментални циљ примене ЈИТ концепта у односу са добављачима је да се елиминишу све врсте губитака, тј. све оно што је изнад минималних количина опреме, материјала, делова и рада. Испоруком материјала и делова перфектног квалитета постиже се смањење губитака, одржавање континуитета производног процеса и побољшање тржишне позиције предузећа. Осим тога, заједничко пројектовање делова и материјала и непрекидна побољшања њиховог квалитета у односима између произвођача и добављача, доводе до стандардизовања материјала и делова и смањења разноврсних губитака, а тиме и укупних трошкова.

Компаније које су прихватиле ЈИТ размену стално повећавају број појединачних набавки које садрже мањи број јединица. Променом дужине уговорног споразума, фреквенције и величине испорука, мења се карактер интеракција произвођача и добављача и знатно повећава ефикасност пословања предузећа.

2.2. Обрачун трошкова по активностима

Обрачун трошкова по активностима (Activity-Based Costing - АВС) настао је као одговор на захтеве за утврђивањем поузданих и тачних информација о трошковима производа у условима енормног пораста општих трошкова у структури цене коштања. Традиционални методи обрачуна трошкова нису могли у потпуности да одговоре на информационе захтеве менаџера савремених предузећа, која се боре за опстанак на глобалном тржишту. Основна разлика између традиционалних метода обрачуна трошкова и АВС метода огледа се у избору концептуалног основа обрачуна и основа за алокацију општих трошкова. Традиционални методи обрачуна трошкова имају за концептуални основ уже организационе делове предузећа и користе основе за алокацију које су повезане са физичким обимом производње. АВС метод има за концептуални основ активности које се обављају у оквиру ужих организационих делова. Поред основа за алокацију који су везани за физички обим производње, АВС метод користи мноштво кључева независних од обима производње.

Предуслов за функционисање АВС метода јесте избор активности и избор основа за алокацију трошкова.

Свако предузеће карактеришу специфична организациона структура, величина, делатност, људски ресурси и сл., што условљава различите начине избора и анализе активности. Приликом избора и анализе активности могуће је користити различите приступе: анализа пословних функција, анализа пословних процеса, анализа организационих јединица и сл.

¹⁶ Drury, C., op. cit., p. 28.

¹⁷ Zimmerman, J., 1997, *Accounting for Decision Making and Control*, McGraw – Hill, USA, p. 656.

Циљеви анализе активности су:¹⁸

- боље разумевање текућих трошкова и перформанси значајних активности,
- стварање основе за детерминисање алтернативних активности у циљу смањивања трошкова или унапређења перформанси,
- стварање основе за унапређење метода рационализовања и осавремењавања текућих активности,
- идентификовање неограничених, секундарних и активности које не додају вредности и
- идентификовање проблема организације.

Било који приступ приликом избора и анализе активности да се примени, као резултат се добија листа активности које се обављају у предузећу. Једном дефинисана и утврђена листа активности мора бити предмет сталног преиспитивања како би се извршила могућа усавршавања.

Након извршеног поступка избора активности који се спроводи анализом активности, менаџерима на располагању стоје следеће информације: које активности се обављају у предузећу, који ресурси и у којој количини су неопходни за обављање сваке активности, колико је људи је ангажовано и колико времена утрошено за обављање појединих активности и сл.

Обрачун трошкова по активностима полази од претпоставке да је за производњу производа и пружање услуга неопходно извршити одређене активности, а за обављање активности неопходно је утрошити ресурсе. У складу са тим поступак алокације трошкова се обавља на два нивоа. Најпре се трошкови ресурса алоцирају на активности, а затим се трошкови са активности алоцирају на производе. И на једном и на другом нивоу алокације од суштинског је значаја да се изврши избор адекватних основа (кључева) за алокацију општих трошкова.

Узрочник трошкова се може означити као “било који фактор који узрокује промену у трошковима активности”.¹⁹ Термин *узрочник трошкова* се користи приликом приписивања трошкова ресурса активностима, на првом нивоу алокације, тзв. узрочник потрошње ресурса, као и на другом нивоу алокације, приликом алоцирања трошкова са активности на носиоце трошкова, тзв. узрочник активности.

Предност АВС метода у односу на традиционалне методе обрачуна трошкова огледа се, између осталог и у томе што међу узрочницима трошкова, овај метод разликује две групе: узроч-

нике трошкова повезане са обимом производње и узрочници трошкова који нису повезани са обимом производње. Ово је посебно значајно за предузећа која производе производе различитог обима, комплексне производе и производе који имају различите потребе за подржавајућим активностима. Наиме, са порастом комплексности процеса производње и потреба за подржавајућим активностима, расте значај узрочника трошкова који нису повезани са обимом производње.

Приликом избора адекватног узрочника трошкова на оба нивоа алокације треба, пре свега, имати у виду степен корелације између трошења ресурса и трошења узрочника потрошње ресурса, односно између трошења активности и трошења узрочника активности.²⁰ Основна концепција АВС метода огледа се у приписивању трошкова ресурса активностима сразмерно томе колико свака активност захтева узрочника потрошње ресурса, као и приписивању трошкова сваке активности на носиоце трошкова сразмерно томе колико сваки носилац трошкова захтева узрочника активности.

Првобитни АВС модел, осмишљен за потребе утврђивања поузданих информација о трошковима производа, путем претходно наведеног поступка алокације трошкова, временом прераста у дводимензионални АВС модел, илустрован на Слици 3. Наиме, поуздане и тачне информације о трошковима производа јесу неопходан, али не и довољан услов успешног управљања трошковима. За успешно управљање трошковима и предузећем у савременим условима пословања менаџерима су биле неопходне информације за интерна и екстерна усавршавања, а са циљем очувања и унапређења конкурентске позиције на висококонкурентном глобалном тржишту.

Поред вертикалне димензије, која илуструје алокацију трошкова дводимензионални АВС модел има и хоризонталну димензију која илуструје процес, као серију активности које су повезане ради остваривања постављених циљева. Активности као део „потрошачког ланца“, обављају се заједно са циљем стварања вредности за екстерне потрошаче. Свака активност у ланцу вредности је „потрошач“ претходне активности и истовремено има своје „потрошаче“ у активностима које следе. Уколико у свакој карики ланца „добављач“ тежи и успе да успешно одговори на потребе свог „потрошача“, предузеће ће успешно одговорити на захтеве крајњег, екстерног потрошача.

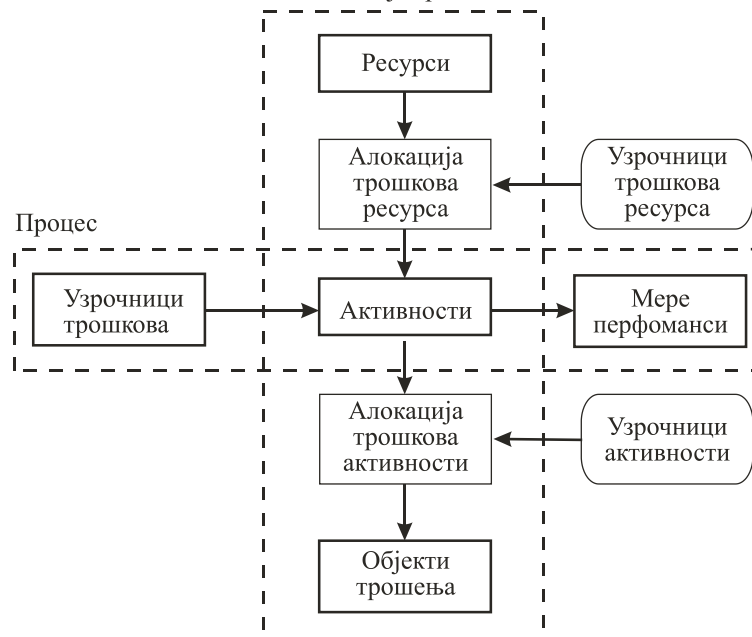
Дводимензионални АВС модел је осмишљен тако да продукује мноштво информација о трош-

18) Brimson, J., 1991, *Activity Accounting*, John Wiley and Sons, INC, New York, p. 78.

19) Sakurai, M., 1996, *Integrated Cost Management*, Productivity Press, Inc. Portland, p. 96.

20) Hilton, R.W., 1994, *Managerial Accounting*, Mc Graw-Hill, Inc, New York, str. 210. i Hansen, D., and Mowen, M., 1994, *Management Accounting*, South-Western Publishing Co., Cincinnati, Ohio, p. 224.

Слика 3 - Дводимензионални АВС модел
Алокација трошкова



Извор: Прилагођено према: Turney, P., 1997, *Activity Based Costing: The Performance Breakthrough*, Kogan Page Limited, London, p. 96.

ковима и активностима уз помоћ којих менаџери могу наћи одговор на следећа питања:²¹

- зашто се активност обавља;
- који догађаји покрећу обављање активности;
- колико напора мора бити уложено за обављање неке активности;
- које активности захтевају навише ресурса;
- које врсте ресурса су неопходне за обављање ових активности;
- који фактори имају негативан утицај на обављање активности;
- које активности узрокују високе трошкове;
- колико је успешно активност обављена;
- колико ефикасно, брзо и квалитетно се посао обавља;
- које су могућности за развој производа и услуга, као и за смањење трошкова;
- какве су могућности за померање фокуса са непрофитабилних на профитабилне производе, услуге или купце;
- у којој је мери активност одговорила на потребе интерних и екстерних потрошача.

Информације које се налазе у базама података АВС метода пружају много могућности за праћење, контролу и управљање трошковима, а самим тим и за решавање бројних проблема при-

ликом доношења одлука везаних за развијање и реализацију стратегије трошковног лидерства. Располагање информацијама које се могу добити из дводимензионалног АВС метода, олакшава менаџерима да успешно развију и реализују стратегију трошковног лидерства.

2.3. Управљање засновано на активностима

На темељу АВС метода настао је нови концепт управљања трошковима, активностима, а самим тим и предузећем – управљање засновано на активностима (Activity Based Management – АВМ).

АВМ у основи има тежњу да се остваре два циља која су значајна за свако предузеће, а чијом реализацијом ће оно одговорити на захтеве све пробирљивијих потрошача, успешно реализовати постављену стратегију и очувати и побољшати конкурентску позицију. Први циљ се односи на повећање вредности за потрошаче, а други на повећање профита предузећа, које ће проистећи из остварења првог циља.²²

АВМ представља процес који се састоји од четири фазе: идентификовање активности које додају и активности које не додају вредност, реинжењеринг предузећа путем реинжењеринга активности које се у њему обављају, бенчмаркинг

21) Turney, P., 1997, *Activity Based Costing: The Performance Breakthrough*, Kogan Page Limited, London, p. 83 -107.

22) Turney, P., op. cit, p. 140

активности које додају вредност и развијање система мерења перформанси које ће допринети сталном развоју.²³ У свакој фази овог концепта постоје могућности смањења трошкова.

У примени концепта АВМ кључно је идентификовати активности које додају вредност – увећавају вредност и потрошачи су спремни да плате обављање таквих активности или су неопходне за функционисање предузећа. Успешно управљање овим активностима подразумева повећање ефикасности њиховог обављања. Успешно управљање активностима које не додају вредност за потрошаче или нису неопходне за функционисање предузећа, али повећавају време процеса производње и трошкове, подразумева изналагање могућности за њихово елиминисање или свођење на разумну меру. На тај начин ће се елиминисати непотребно трошење ресурса и скратити време производње, што ће се довести до смањења трошкова производа.

Након елиминисања или свођења на разумну меру активности које не додају вредност, постоји још могућности за смањење трошкова, а један од њих је реинжењеринг предузећа. Циљ реинжењеринга, који са аспекта активности подразумева редизајнирање начина на који се посао обавља кроз активности, јесте да се одређене активности учине ефикаснијим и ефективнијим. Предузеће може, на пример, смањити трошкове елиминисањем активности које се тичу складиштења, поручивања и контроле материјала, уколико се повеже чврстим дугорочним уговорима са ограниченим бројем атестираних добављача, који послују по принципима менаџмента укупног квалитета и који су спремни са обезбеде сигурну и благовремену испоруку материјала у мањим количинама.

Окончањем фазе реинжењеринга предузеће садржи само активности које додају вредност. Међутим, то што нека активност додаје вредност не значи да се извршава ефикасно и ефективно. Остале могућности за смањење трошкова налазе се у фази бенчмаркинга активности које додају вредност. Кључне активности које додају вредност у овој фази се пореде са сличним активностима другог предузећа, за које се сматра да има најбољу праксу и изналазе начине за побољшања, при чему се имају у виду фактори као што су: квалитет, време, флексибилност и трошкови. На бази извршеног поређења могуће је утврдити начине даљег повећања ефикасности и ефикасности обављања активности које додају вредност и смањење трошкова.

На крају, усвајање система мерења перформанси, у чијој основи се налази филозофија сталног развоја, олакшава предузећима да континуираним праћењем активности и трошкова пронађу

начине за смањење трошкова, елиминисање губитака и унапређење квалитета.

Поред напред наведених начина за редукацију трошкова у различитим фазама процеса АВМ указаћемо на још неке.²⁴

Један од начина подразумева редуковање времена и напора који су потребни за обављање активности. Редуковање трошкова на овај начин може се постићи усавршавањем процеса или производа. Време и напор потребни за припрему машина могу се редуковати обучавањем радника који обављају ове активности, елиминисањем конфликта приликом делегирања задатака радницима и сл. Такође, могуће је променом дизајна производа смањити време и напор за обављање одређене активности.

Приликом обављања неке активности могуће је изабрати различите начине за њено извођење. Примена различитих начина извођења активности неће утицати на функционалност производа, нити на његову вредност за потрошаче. Међутим, различити начини извођења подразумевају употребу различитих ресурса у различитим количинама, што ће проузроковати различите трошкове. У том случају треба изабрати активност са нижим трошковима. Приликом дизајнирања производа и процеса често постоји могућност избора активности са нижим трошковима. На пример, уградња компоненте на плочу приликом израде електронских производа може бити извршена ручно или аутоматски. Обављање активности уграђивања избором једног од та два начина, који изискују различите трошкове потребних ресурса, имаће утицаја на висину трошкова.

Преусмеравање и упошљавање “ослобођених” и неискоришћених ресурса је још један начин да се смање трошкови. Редуковање обима посла у оквиру једне активности не подразумева истовремено редуковање опреме и броја упуслених који су били неопходни за њено обављање. Менаџери морају донети рационалне одлуке о упошљавању “ослобођених” и неискоришћених ресурса, на пример преусмеравањем ка другим активностима којима су потребни.

АВМ представља стални процес, који никад није завршен. Уколико дође до промена у условима пословања треба поново анализирати активности, извршити додатни реинжењеринг, нови бенчмаркинг и преиспитати постојеће мере перформанси.

Процес сталног идентификовања активности које додају вредност, изналагања начина за њихово ефикасније и ефективније обављање у суштини значи процес сталног усавршавања свих аспеката пословања предузећа.

23) Burch, J., 1994, *Cost and Management Accounting – A Modern Approach*, West Publishing Co., Saint Paul, p. 496-505.

24) Више о томе погледати: Turney, P., op. cit., p. 152-156.

Закључак

Стратегија трошковног лидерства је један од начина креирања одрживе конкурентске предности предузећа у турбулентном пословном окружењу. Суштина ове стратегије састоји се у одржавању задовољавајуће конкурентске позиције предузећа на тржишту, производњом производа или пружањем услуга релативно прихватљивог нивоа квалитета и поузданости, али по нижим трошковима и продајним ценама од конкурентских. Дакле, развијањем супериорних трошковних структура предузећа настоје да обезбеде што веће тржишно учешће у условима бесомучног тржишног надметања.

Савремено пословно окружење изискује појаву нових пословних филозофија, инструмената, метода и техника управљања, тј. нових концепата управљања трошковима и осталим стратешким димензијама производа. Пораст њихове улоге и значаја посебно долази до изражаја при развијању и реализацији стратегије трошковног лидерства.

Основна усмереност ЈТ система пословања односи се на елиминисање свих врста губитака средстава и рада у производњи и пословању у целини, у циљу постизања веће конкурентности предузећа на тржишту. Достижање ЈТ циљева, попут елиминисања активности које не додају вредност, одсуства залиха и дефеката, серије од једне јединице и 100% правовремених испорука, сагласно је постулатима стратегије трошковног лидерства, чиме се наглашава улога овог концепта у развијању и реализацији поменуте стратегије.

Утврђивање тачних и поузданих информација о трошковима производа у условима енормног пораста општих трошкова у структури цене коштања омогућено је увођењем обрачуна трошкова по активностима. Располагање информацијама које се могу добити из дводимензионалног АВС метода отвара широке могућности за праћење, контролу и управљање трошковима, а самим тим и за доношење адекватних одлука везаних за развијање и реализацију стратегије трошковног лидерства.

У основи управљања заснованог на активностима су циљеви повећања вредности за потрошаче, као и повећања профита предузећа, чије достизање указује на успешну реализацију постављене стратегије, очување и побољшање конкурентске позиције предузећа. Свака од фаза овог концепта, идентификовање активности које додају и активности које не додају вредност, реинжењеринг предузећа путем реинжењеринга активности које се у њему обављају, бенчмаркинг активности које додају вредност и развијање система мерења перформанси које ће допринети сталном развоју, представља простор за смањење трошкова и успешну реализацију стратегије трошковног лидерства.

Литература

1. Berliner, C. and Brimson, J., *Costs Management for Today's Advanced Manufacturing*, H.B.S. Press, Boston, 1988.
2. Brimson, J., *Activity Accounting*, John Weley and Sons, INC, New York, 1991.
3. Burch, J., *Cost and Management Accounting – A Modern Approach*, West Publishing Co., Saint Paul, 1994.
4. Christofer, M., *Logistics and Supply Chain Management - Creating Value-Adding Networks*, Prentice Hall financial times, England, London, Boston, 2005.
5. Donelan, J. and Kaplan, A., "Value Chain Analysis: A Strategic Approach to Cost Management", *Journal of Cost Management*, march/april, 7-15, 1998.
6. Douglass, S. и Craig, S., *Глобална маркетинг стратегија*, Пословни систем "Грмеч", Београд, 1997.
7. Drury, C., *Management and Cost Accounting*, International Thompson Business Press, ITP, 1996.
8. Hansen, D., and Mowen, M., *Management Accounting*, South-Western Publishing Co., Cincinnati, Ohio, 1994.
9. Henry, C., *"JIT Production"*, Technology and Operations Management, California Polytechnic and State University, 2001.
10. Hilton, R.W., Maher, M.W. and Selto, P.H., *Cost Management*, McGraw - Hill Hagler Education, New York, 2000.
11. Hilton, R.W., *Managerial Accounting*, Mc Graw-Hill, Inc, New York, 1994.
12. Lynch, R., *Corporate Strategy*, Prentice Hall financial times, England, London, Boston, 2003.
13. Meigs, R., Meigs, M., Bettner, M. and Whittington, R., *Accounting: The Basis for Bussines Decision*, Mc Graw – Hill Companies, Inc., 1996.
14. Sakurai, M., *Integrated Cost Management*, Productivity Press, Inc. Portland, 1996.
15. Turney, P., *Activity Based Costing: The Performance Breakthrough*, Kogan Page Limited, London, 1997.
16. Zimmerman, J., *Accounting for Decision Making and Control*, McGraw – Hill, USA, 1997.
17. Марковски, С., "Систем пословања 'тачно на време' и његов рачуноводствени третман", Књиговодство бр. 5, 1993.
18. Новићевић, Б., Антић, Љ. и Секулић, В., *Трошкови као фактор стицања и одржања конкурентских предности*, Економски факултет, Ниш, 2006.

мрс Јасмина
ХАЈНРИХ*

Финансијско извештавање у функцији управљања кризом у предузећу

Резиме: Здраво и успешно вођено предузеће карактерише добар финансијски положај, задовољавајућа рентабилност и зарађивачка способност. Међутим, током пословања свако предузеће пролази кроз различите развојне фазе које, између осталог, обухватају и периоде стагнације и кризе. Кризе као нежељене појаве могу бити изазване различитим интерним и/или екстерним факторима који угрожавају основне полуге стабилног пословања у толикој мери, да се поставља питање опортуности даљег одржавања таквих предузећа. У таквим ситуацијама мора се донети одлука да ли предузеће ликвидирати или га угасити стечајем, или има основа за примену одговарајуће стратегије опоравка. У овом раду анализира се управљање кризом у предузећу које захтева поседовање специфичних знања и располагање правовременим и квалитетним информацијама на основу којих менаџмент утврђује врсту и фазу кризе у пословању, анализира избор и примену одговарајућих санационих мера и врши континуелан надзор над њиховим спровођењем. Квалитетно финансијско извештавање у овом контексту представља неискрпан информациони ресурс у функцији подршке кризном менаџменту у процесу управљања кризом и одабиру стратегије опоравка.

Кључне речи: Криза, стратегија опоравка, финансијски извештаји, квалитет, информација, узроци кризе

УВОД

Савремено корпоративно предузеће услед интензивних промена у окружењу у којем послује постаје све динамичније, брже и захтева флексибилан менаџмент који ће остварити његову суштину у виду тржишне оријентисаности. Намеће се нови модел пословног менаџмента који подразумева нова увећана знања, нов начин размишља-

ња и предвиђања, иновације и уградњу конкурентских модела. Нови менаџер мора да одговори на промене у окружењу, да им се прилагоди. Чак и када услови привређивања постану хаотични, он мора да оспособљава запослене раднике, користи информације и осети кад је време за промену. С обзиром на то да је нестабилно тржиште поставило у први план управљање конкурентском пози-

* Књиговодствена агенција "Коректа", Нови Сад

цијом предузећа, намеће се потреба за креирањем комбинације екстерних расположивих извора и извора унутар предузећа, као што су менаџерске и експертске структуре, стратешка решења која усмеравају предузеће ка постизању жељене позиције на тржишту. Међутим, уколико та остварена жељена позиција на тржишту постане угрожена, менаџмент предузећа мора правовремено да реагује, откривањем узрока кризе и доношењем одлуке да ли предузеће угасити или постоје оправдани разлози за његову санацију. Истраживање у функцији овог рада је спроведено над једним предузећем из Новог Сада које послује у области графичке индустрије, а у циљу решавања проблема у вези са откривањем симптома и фазе кризе, могућностима опоравка предузећа и одабиром и применом адекватне стратегије опоравка, и сам рад је развијан у три поменуте етапе. Коришћењем рацио показатеља и метода и техника анализе финансијског и приносног положаја предузећа, намера је указивање на домет финансијских извештаја у области управљања кризом у предузећу, као и на чињеницу да финансијски извештаји представљају подршку менаџменту приликом доношења веома битних пословних одлука.

1. ИНФОРМАЦИОНИ КАПАЦИТЕТ ФИНАНСИЈСКИХ ИЗВЕШТАЈА У ПРОЦЕСУ ОТКРИВАЊА КРИЗЕ У ПРЕДУЗЕЋУ

Рачуноводствени информациони систем предузећа према својим карактеристикама треба да представља поуздан и релевантан ослонац менаџменту предузећа у процесу пословног одлучивања. Анализом финансијских извештаја добијају се неопходне информације које указују на то да ли је пословање предузећа здраво или је у кризи. Овим информацијама претходи познавање одлика, фаза и симптома кризе, које у комбинацији са рачуноводственим показатељима представљају услов за спознају да ли предузеће улази у зону кризног пословања. Криза предузећа представља критичну тачку у извршавању сета управљачких активности и може довести до угрожавања његове егзистенције. Обележја кризе предузећа¹ су:

- представља преломну тачку у низу неуспешних догађаја и поступака,
- има озбиљне консеквенце за све учеснике, власнике, повериоце, управу, запослене,

- представља такав spoj догађаја који захтева нове услове за успех,
- ствара неизвесност, захтева процену ситуације и смишљање алтернативе за њено савлађивање,
- смањује контролу догађаја и могућност утицаја на њих,
- захтева елиминисање фактора који делују стресно на све учеснике,
- информације које учесницима стоје на располагању по правилу су недовољне,
- мења односе међу учесницима.

Ефикасан менаџмент мора препознати важност квалитета финансијских извештаја јер се на њиховим информацијама заснивају веома важне пословне активности и одлуке. Адекватне управљачке активности менаџмента у нормалним условима пословања су претпоставка реализације мисије и циљева предузећа, што гарантује избегавање кризних ситуација. Међутим, кризе су нежељена, некада и неминовна појава у пословању. У таквим ситуацијама менаџмент поприма другачија обележја, јер управљати предузећем у кризи искаче из оквира редовних управљачких задатака менаџерског тима у предузећу. Кризни менаџмент подразумева процес управљачких активности који имају за циљ да се настала криза превазиђе и предузеће поново врати у нормалне токове дугорочне способности за опстанак у конкурентском тржишном окружењу. Да би уопште могли да препознају кризу, менаџери морају бити упознати са врстама, фазама у развоју и симптомима кризе као првим сигналимa да предузеће улази у период неизвесности у пословању.

1.1. Класификација, фазе и симптоми кризе предузећа

Класификовање кризе у предузећу могуће је извршити према различитим критеријумима, али са становишта реализације претходно постављених конкретних циљева предузећа, кризе се деле на:

- **Кризу ликвидности предузећа** означава пословно-финансијска ситуација у којој оно није у могућности да измирује своје доспеле новчане обавезе или није у могућности да их уопште измирује. Симптоми ове кризе се први појављују као нежељено стање узроковано неадекватним планирањем и реализацијом новчаних токова, тј. несинхронизова-

1) др Ката Шкарић Јовановић, „Корисност финансијских извештаја за потребе санационог менаџмента“, *Зборник радова, XXXII симпозијум СРРС, мај 2001.*

ним приливом и одливом готовине. Разлози за појаву ове кризе могу се тражити у појави губитака у пословању предузећа и/или његовој неповољној финансијској структури;

- **Криза успеха** или оперативна криза представља пословно-финансијску ситуацију у којој је зарађивачка способност предузећа неизвесна. У овој ситуацији предузеће не може да реализује циљ очувања уложеног капитала и циљ добитка тако да, иако постоји приносни потенцијал, предузеће га не користи већ послује са губитком. Рентабилитетни положај предузећа је неповољан. Препознати кризу успеха је много теже у поређењу са кризом ликвидности нарочито у инфлаторним условима, нестабилним условима привређивања;
- **Стратешка криза** представља пословно-финансијску ситуацију у којој је трајније угрожена основа за остваривање мисије и циљева предузећа, односно за остваривање циља очувања уложеног капитала и циља рентабилитета. Ова криза настаје због пропуштених или лоше одабраних и реализованих стратегија у вези са јачањем технолошке предности, освајањем нових тржишта, уштедом у трошковима и сл.

Криза у предузећу није статична појава, то је динамичан процес који има своје развојне фазе. Познавање ових фаза је веома важно како би менаџмент предузећа кризу идентификовао и правовремено реаговао адекватним санационим мерама. Криза угрожава остваривање циљева предузећа, па се и фазе кризе разликују у мери у којој угрожавају њихову реализацију. Тако се разликују:

- 1) **Почетна криза** – без обзира да ли је реч о стратешкој или оперативној кризи погоршава се приносни положај предузећа и самим тим ликвидност је лоша. Ипак, овакво стање не утиче на егзистенцију предузећа, јер менаџмент има довољно времена за предузимање корективних мера;
- 2) **Криза у развоју** – захтева се веома брза реакција менаџмента јер времена је све мање, а смењује се и број могућих стратешких мера за опоравак;
- 3) **Криза негативног исхода** – у овој фази финансијски и приносни положај предузећа је веома лош, те не постоји реално оправдање за предузимање стратегија опоравка.

Симптоми кризе су назнаке са карактеристичним обележјима које указују на постојање

кризе у предузећу. Симптоме и узроке кризе је због своје природне повезаности некада врло тешко одвојити и тако их анализирати. Симптоми кризе се манифестују на разне начине и могуће је да буду засновани на случајностима или на истим или сличним индикацијама као и прави узроци кризе. Неки симптоми кризе остану незапажени, а неки уопште и нису знак да се ради о кризи предузећа. Због овога је некада веома тешко закључити да ли је предузеће у кризи и о којој врсти кризе се ради. Пошто су симптоми индиције у вези са постојањем кризе, који од њих ће се заиста јавити зависи од фазе кризе у којој се предузеће налази и од њене врсте. У наредном поглављу детаљно су размотрени симптоми кризе по врстама и информације на основу којих се она открива.

1.2. Корисност финансијског и управљачког рачуноводства при откривању кризе у предузећу

Симптоми кризе, са аспекта рачуноводствено-финансијске информационе подршке, испољавају се појединачно или у комбинацији са различитим интензитетом и представљају поуздане показатеље да је предузеће у кризи која би могла да угрози његов опстанак. Најчешћи показатељи да је предузеће у кризи, а који се утврђују анализом финансијских извештаја су следећи симптоми:

- значајна флукуација Cash Flow-a,
- раст финансијског леверица,
- пад ликвидности,
- пад рентабилитета,
- пад продаје и
- пораст расхода пословања.

Симптоми кризе ликвидности се испољавају кроз повећање трошкова финансирања, раст меничних обавеза, условљеност авансним плаћањем. Овде се ради о константном недостатку слободних новчаних средстава и паду Cash Flow-a. Тешкоће у плаћању могу бити повезане са ниским рентабилитетом или губитком у пословању, али то и не мора бити случај, бар не у кратком року. Криза ликвидности шаље сигнале путем информација из биланса стања, чијом анализом утврђујемо погоршање финансијског положаја предузећа услед раста краткорочних обавеза. Биланс успеха, такође, указује на симптоме кризе ликвидности путем информација о повећаним трошковима финансирања. Идентификовање кризе ликвидности могуће је већ у њеној првој фази због информационе подршке биланса стања и биланса успеха.

Симптоми кризе успеха испољавају се падом рентабилитета, тј. погоршањем зарађивачке способности предузећа. Информације из финансијских извештаја које указују на ову кризу су пад пословних прихода, неадекватно смањење, задржавање на истом нивоу или чак повећање трошкова предузећа. У овој ситуацији наговештаји кризе леже и у незадовољству топ и средњег менаџмента, као и напуштању предузећа од стране неких менаџера или експерата. Ова криза има за последицу пад добитка, што доприноси сигурном уласку предузећа, у наредној фази кризе, у зону губитка.

Стратешка криза је криза успеха са јачим интензитетом. На њену појаву указују нам рачуноводствене информације у виду презадужености и константном опадању продаје. У првој фази ова криза ће за последицу имати пад прихода од продаје и пад добитка, а у другој фази долази до појаве губитка. Поред ових сигнала из интерног окружења, сигнали стратешке кризе су и неповољни утицаји из окружења, глобално опадање активности, застарела технологија и сл.

Из наведеног може да се закључи да стратешку и оперативну кризу у првој фази наслућујемо из биланса успеха у паду пословног резултата, с тим што је код стратешке кризе тај пад условљен искључиво падом прихода, а код оперативне кризе симптоми могу бити и пад прихода, али и пораст расхода пословања.

Криза ликвидности се у првој фази назире анализом биланса стања кроз погоршање финансијског положаја предузећа јер расту краткорочне обавезе, али и из биланса успеха кроз пораст трошкова финансирања у оквиру групе 56.

Постојање кризе у предузећу веома је тешко утврдити у њеној првој фази само на основу информација из финансијског рачуноводства, јер се у овој фази погоршање финансијског положаја и пад рентабилитета испољавају благим интензитетом, па не мора ни да значи да предузеће које има пад прихода улази у зону кризе. Међутим, овде долази до изражаја други део рачуноводственог информационог система у предузећу, а то је управљачко рачуноводство, које путем својих интерних извештаја менаџменту даје непроцењиво важне аргументе, који заједно са информацијама из основних финансијских извештаја веома прецизно могу да укажу на присуство симптома кризе већ у њеној првој и за опоравак најважнијој фази. Сегментно финансијско извештавање које је у домену управљачког рачуноводства покрива свако функционално подручје у предузећу, те се за њих прате кључни пара-

метри активности и врши се стално поређење планираних и остварених величина.

Наговештаји кризе који се констатују у основним финансијским извештајима путем погоршањег финансијског положаја предузећа, могу се надоградити информацијама из интерних извештаја менаџменту предузећа, потврдити или одбацивати. Сегментно извештавање подразумева на пример праћење прихода од продаје по производима или продајним каналима и може бити на месечном нивоу, кварталном, полугодишњем. Поређењем планираних прихода од продаје са реализацијом плана, менаџмент добија јасне сигнале да ли у предузећу постоји стратешка или оперативна криза. Поређењем остварених продаја по месецима, путем упоредних приказа текуће и претходне године одражава се тренд у пословању на основу ког менаџмент може да закључи да ли предузеће има узлазну, стагнирајућу или силазну путању реализације учинака.

Истакнути значај управљачког рачуноводства у процесу откривања кризе у предузећу је несумњиво заслужан, али информације које оно пружа у контексту ове теме морају бити комбиноване са финансијским рачуноводством и као такве представљају информациони ресурс менаџменту за идентификовање нежељених стања у пословању. У свему овоме менаџмент мора бити спреман да прихвати чињеницу да предузеће на чијем се челу налази улази у кризу, иако дугогодишња пракса у нашој земљи показује управо супротно. Да би прикрили показатеље кризе, менаџери приступају „креативном“ рачуноводству и презентују финансијске извештаје тако да се та чињеница не уочи. Оваква ситуација води преузимању додатних екстерних извора финансирања који у неком моменту доведу предузеће до стратешке кризе из које нема повратка, јер предузеће више није у стању да измирује своје обавезе ни краткорочно ни дугорочно.

Моћно оружје које менаџменту стоји на располагању у фази откривања кризе у предузећу је техника анализе финансијских извештаја на основу које се добијају показатељи који са сигурношћу потврђују да ли за предузеће наступа неки облик кризе у пословању. Ови показатељи су симптоми кризе који менаџерима треба да укажу где проблем постоји. Аналитичке методе обухватају финансијске извештаје из финансијског рачуноводства модификоване за потребе анализе краткорочне и дугорочне финансијске равнотеже. Ово указује на високу корелацију информација екстерног и управљачког рачуноводства за потребе идентификовања кризе у предузећу. Рачуновође

Табела бр. 1 - Анализа финансијског положаја предузећа „Х“ из Новог Сада

ОПИС	31.12.2009	31.12.2008
1. Стална имовина	36861	39263
2. Залихе	17411	13680
3. Дугорочна везана имовина (1+2)	54092	52943
4. Капитал умањен за губитак	22890	16210
5. Дугорочне обавезе	11960	25398
6. Трајни и дугорочни капитал (4+5)	34850	41608
7. Коефицијент финансијске стабилности (3/6)	1,5521	1,272
8. Обртни фонд (6-1)		2345
9. Стопа покривености залиха обртним фондом (8/2) x 100		17,14%
10. Краткорочна потраживања и готовина	24151	20240
11. Краткорочне обавезе	43573	31575
12. Коефицијент ликвидности (10/11)	0,5543	0,6410
13. Стопа задужености (5+11)/(4+5+11) x 100	70,81%	77,85%

нису више само пуки бележници насталих догађаја у пословним књигама, већ се активно укључују у процес управљања као консултантски управљачки структурама у процесу доношења одлука. Топ менаџмент не мора увек да познаје рачуноводствене технике и прописе, те се у свом раду активно ослања на главног финансијског и управљачког рачуновођу који ће му интерпретирати добијене показатеље на најбољи могући начин за адекватну реакцију. Управљачко рачуноводство треба да постане информациони ресурс за запослене који изводе процесе, ради указивања на начин на који те процесе треба да изведу боље, уз стална усавршавања.²

Коефицијент дугорочне финансијске стабилности је већи од један, што значи да је у области дугорочног финансирања угрожено одржавање ликвидности. Овај коефицијент се знатно погоршао у односу на претходну годину, што значи да се менаџмент није руководио принципима дугорочног финансирања. У нашем примеру дугорочна финансијска равнотежа је умерена ка дугорочно везаној имовини. Однос дугорочно везаних средстава и капитала увећаног за дугорочна резервисања и дугорочне обавезе износи

1:0,6443. Тиме се 100 динара дугорочних средстава финансира са 64,43 дин. дугорочних извора финансирања. Разлика од 35,57% дугорочно везаних средстава покрива се из краткорочних извора, што у апсолутном износу износи 20.322 динара. **Одржавање ликвидности је угрожено, јер краткорочне обавезе доспевају на плаћање пре него што се изврши мобилизација дугорочно везаних средстава. Дакле, уколико је коефицијент финансијске стабилности већи од 1, угрожено је одржавање ликвидности у области дугорочног финансирања.**

	Дугорочно везана средства	Капитал увећан за дугорочна резервисања и дугорочне обавезе
Текућа год.	1	0,6443
Претходна год.	1	0,7859

Анализа краткорочне финансијске равнотеже односи се на анализу ликвидности. Краткорочна финансијска равнотежа постоји ако су ликвидна и краткорочно везана средства једнака краткороч-

2) др Благоје Новићевић, „Конвергенција информационих захтева рачуноводства и оперативног менаџмента“, Зборник радова 40. симпозијум СРПС, Златибор 2009.

ним изворима финансирања, тј. ако је њихов однос 1:1. **Коефицијент ликвидности треба да буде већи од 1** због обезбеђивања сигурности исплате краткорочних обавеза, у околностима не-сигурности која прати наплату потраживања о року њиховог доспећа. У нашем случају краткорочна финансијска равнотежа је померена ка краткорочним изворима финансирања:

	Краткорочни извори	Краткорочно везана средства
Текућа год.	1	1,8042
Претходна год.	1	1,5600

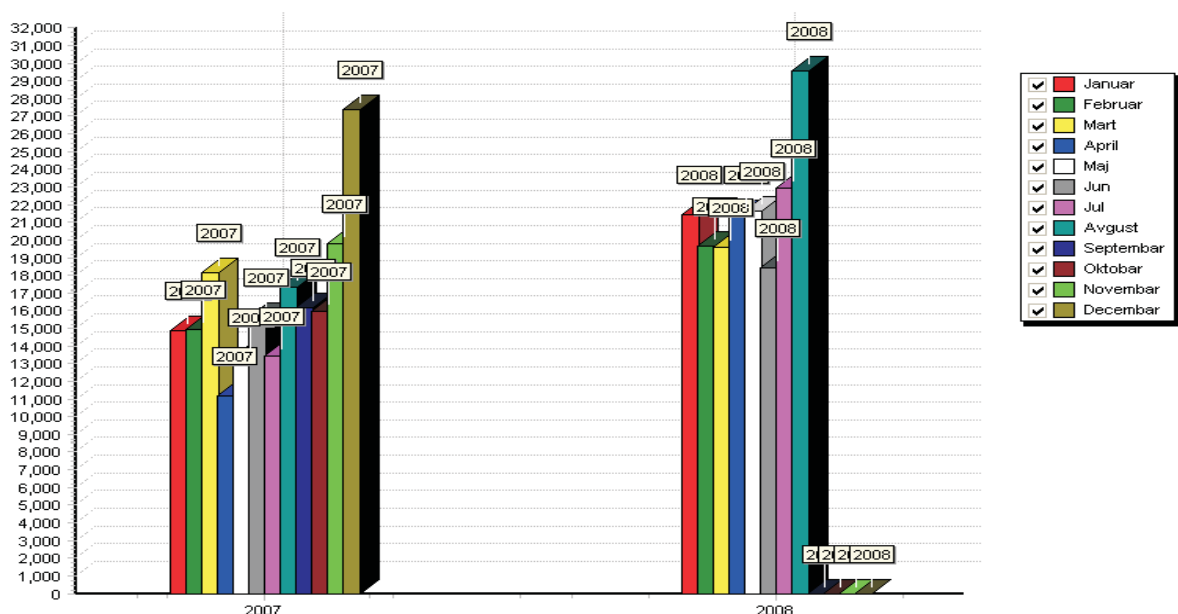
У нашем случају краткорочна равнотежа се погоршала у односу на претходну годину јер на 100 дин краткорочно везаних средстава отпада 180,42 дин краткорочних обавеза у текућој, односно 156 дин у прошлој години, што значи да предузеће има проблем са одржавањем ликвидности. Како би предузеће одржало ликвидност неопходно је да рокови расположивости краткорочних обавеза буду дужи од рокова везивања краткорочних средстава за 80,42% (180,42 - 100).

На основу извршене анализе менаџмент закључује да се финансијски положај предузећа погоршао у односу на претходну годину. Овакву анализу менаџери захтевају у краћим временским периодима у виду интерних финансијских

извештаја који су у домену управљачког рачуноводства, јер се на основу њих може констатовати погоршање појединих категорија биланса стања које нужно указују на појаву кризе у пословању. Интерни финансијски извештаји могу бити у виду табела и графикана и подржани специјализованим софтверским пакетима који по задатим критеријумима приказују жељене позиције биланса стања и биланса успеха. Мора се указати на чињеницу да анализа финансијских извештаја ради констатовања симптома и узрока кризе не може да се спроводи сама за себе, већ се увек морају узети у обзир упоредне варијабле као што су месеци или године у пословању или неко друго конкурентско предузеће.

На приказаном графикону – *Илустрација број 1*, прати се кретање продаје у новчаном износу две упоредне године по месецима. Менаџмент има визуелни преглед на основу кога констатује да продаја показује тренд раста у 2008. години у односу на 2007. Обрађени подаци односе се на све месеце у 2007, а у 2008. години подаци су обрађени закључно са августом и већ тада је августовска продаја надмашила прошлогодишњу. Овоме треба додати и сезонски карактер продаје која свој врхунац има крајем године, што указује на то да приказани тренд раста продаје менаџмент може лако да примени за период септембар–децембар 2008. године и да предвиди колико при-

Илустрација број 1 – Интерни извештај са циљем утврђивања симптома кризе у виду графикана



Илустрација број 2 – Интерни извештај са циљем утврђивања симптома кризе у виду табеле

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M
1	Prodaja (od: 01.01.2007, do: 31.08.2008)												
2		2007				2008				Ukupno			
3	Mesec	Kolicina	Prodajna vr.	Ruc	Marza %	Kolicina	Prodajna vr.	Ruc	Marza %	Kolicina	Prodajna vr.	Ruc	Marza %
4	Januar	14,853	293,014	45,565	18.41	21,410	363,130	50,167	16.03	36,263	656,144	95,731	17.08
5	Februar	14,957	379,024	55,190	17.04	19,642	391,835	48,894	14.26	34,599	770,859	104,084	15.61
6	Mart	18,151	361,929	46,162	14.62	19,582	441,406	52,845	13.60	37,733	803,335	99,008	14.06
7	April	11,177	270,708	35,516	15.10	21,425	357,215	41,227	13.05	32,602	627,923	76,743	13.92
8	Maj	13,381	268,096	42,041	18.60	21,601	397,148	50,135	14.45	34,982	665,244	92,176	16.08
9	Jun	15,608	392,053	59,723	17.97	18,431	346,276	44,481	14.74	34,039	738,329	104,205	16.43
10	Jul	13,455	262,266	44,547	20.46	22,934	411,962	50,921	14.10	36,389	674,228	95,469	16.50
11	Avgust	17,340	376,550	55,715	17.37	29,594	313,640	37,810	13.71	46,934	690,190	93,525	15.67
12	Septembar	16,193	437,975	67,490	18.22					16,193	437,975	67,490	18.22
13	Oktobar	15,991	365,797	52,016	16.58					15,991	365,797	52,016	16.58
14	Novembar	19,782	457,077	61,661	15.59					19,782	457,077	61,661	15.59
15	Decembar	27,394	581,855	86,117	17.37					27,394	581,855	86,117	17.37
16	Ukupno	198,282	4,446,344	651,744	17.18	174,619	3,022,613	376,481	14.23	372,902	7,468,957	1,028,224	15.96

хода од продаје ће остварити и са тим повезано на ком, повећаном нивоу ће одржавати залихе које обезбеђују континуитет испоруке. Овакав интерни извештај у виду графикана омогућава лако и брзо разумевање кретања жељених параметара, а све то доприноси ефикаснијем процесу одлучивања на квалитетнијем нивоу.

Кретање продаје за исти временски период и исте године упоређивања приказано је у виду табеле у *Илустрацији број 2*. У овом приказу подаци о продаји су рашчлањени детаљније и узети су у обзир и количина, продајна вредност, разлика у цени и маржа у процентима. Менаџмент може да констатује да, иако је продаја количински и вредносно порасла, маржа у 2008. години има тренд опадања. Ово је сигурно резултат деловања конкуренције у оквиру привредне гране, те је предузеће принуђено да снизи продајне цене.

2. МОМЕНАТ ДОНОШЕЊА ОДЛУКЕ: ПРИМЕНА СТРАТЕГИЈЕ ОПОРОВКА ИЛИ ПРЕСТАНАК ПРЕДУЗЕЋА

Када менаџмент предузећа констатује симптоме кризе, он мора донети одлуку о томе да ли ће се предузеће ликвидирати или пак постоје услови за његову санацију. Ту се пре свега мисли да менаџмент мора утврдити да ли је предузеће подобно за санацију и да ли су све интересне гру-

пе, на првом месту власници капитала, повериоци и целокупна заједница заинтересовани за опстанак предузећа и његово излечење. Из ових разлога мора се проценити оправданост санације пре доношења одлуке о судбини предузећа. У овој фази управљања кризом веома значајну улогу има квалитетно рачуноводствено извештавање, које треба да дефинише полазни финансијски и економски положај предузећа у кризи, а потом и његов приносни потенцијал.

У првом поглављу овог рада анализом биланса стања указали смо да је финансијски положај предузећа у кризи лош и да га обележавају висока задуженост, ниска ликвидност или неликвидност и ниска рентабилност или губитак у пословању. Међутим, полазна основа за доношење одлуке о примени стратегије опоравка мора бити **стварни** финансијски положај предузећа, тј. исказивање тачне нето имовине предузећа, која не мора увек да буде једнака њеној књиговодственој вредности. У овом случају ради се о поновном процењивању имовине и обавеза, јер у условима нестабилног пословања менаџмент предузећа некад користи рачуноводствене трикове и приказује положај предузећа у много бољем светлу него што стварно јесте, формирањем латентних резерви и скривених губитака. Овакве делове имовине и обавеза треба изнова проверити, а само делови имовине који су намењени продаји у оквиру стратегије опоравка могу се вредновати у висини очеки-

ваног уновчења. Дакле, да би се утврдио стварни економски положај предузећа у кризи финансијско рачуноводство са својим извештајима мора да се допуни информацијама из управљачког рачуноводства у виду специјалног извештаја у који треба укључити низ информација које су расположиве путем разговора са нижим нивоима управљања, добављачима, купцима, банкама и сл.

Способност предузећа да преживи може бити обезбеђена у виду нових производа; савремених технологија; нове, квалитетне организације предузећа; новог, квалификованог менаџмента; производног потенцијала. Основу за процену приносног положаја представља биланс успеха, јер кад се ради о приносу мисли се пре свега на рентабилност улагања капитала. Из ове констатације произилази закључак да без оствареног приноса на уложени капитал не може се остварити ни циљ предузећа, а то је максимизовање добити на дужи рок. Анализом Cash Flow извештаја менаџмент мора да констатује позитиван или негативан салдо готовинског тока. Управљање готовинским током је најважнији задатак менаџмента и управљачког рачуноводства, јер се из овог извештаја недвосмислено приказују „рупе“ у приливу готовине. Због тога се и сматра да приносни потенци-

јали представљају основну способност предузећа да преживи ако уз њих предузеће поседује позитиван Cash Flow, конкурентна постројења, конкурентне производе, конкурентну локацију и сазнања о променама на тржишту у блиској прошлости и будућности.³

Анализом ризика у пословању на основу биланса успеха констатују се показатељи који менаџменту указују на могућност опоравка предузећа.

- Фактор пословног ризика (3,99) је релативно висок и указује на то колико пута се брже мења пословни добитак при свакој промени марже покрића. Што је овај фактор нижи мањи је и пословни ризик. Уколико се фиксни трошкови повећавају фактор пословног ризика се такође повећава јер се смањује пословни добитак.
- Фактор финансијског ризика указује на учешће дуга у структури капитала и повећава се уколико је учешће дуга у тој структури веће. Предузеће одржава низак ниво финансијског ризика јер је пословни ризик висок.
- Фактор укупног ризика је производ претходна два и уколико жели да га смањи предузеће мора то да учини или преко смањења пословног или финансијског ризика.

Табела број 2 - Анализа приносног положаја предузећа X из Новог Сада за 2009.

ОПИС	Износ у дин.
1. Приходи од продаје	106.792
2. Варијабилни расходи	55.867
3. Маржа покрића (1-2)	50.925
4. Фиксни пословни расходи	38.163
5. Нето расходи финансирања	2.389
6. Пословни добитак (3-4)	12.762
7. Добитак из редовне активности	10.103
8. Фактори ризика:	
8.1. Фактор пословног ризика (3/6)	3,99
8.2. Фактор финансијског ризика (6/7)	1,26
8.3. Фактор укупног ризика (8.1. x 8.2.)	5,25
9. Коефицијент марже покрића (3/1)	0,4768
10. Потребан приход за остваривање неутралног пословног резултата (4/9)	80.040
11. Стопа еластичности остварења неутралног пословног добитка $((1-10)/1) \times 100$	25,05%
12. Потребан приход за остваривање неутралног добитка редовне делатности (4+5)/9	85.050
13. Стопа еластичности остварења неутралног добитка редовне активности $(1-12)/1 \times 100$	20,35%

3) Michael Harz, Heinz-Gunter Hub, Eberhard Schlarb: *Sanierung Management*, Verlag Wirtschaft und Finanzen, 1996. стр. 31.

Приходи од продаје би требало да се смање за више од 25,05% да би се остварио пословни губитак, што је мала вероватноћа да ће се и догодити у наредној години. Вероватноћа да ће предузеће остварити губитак из редовне активности је веома мала, јер би у том случају приходи од продаје требало да се смање за више од 20,35%. Констатује се да предузеће има шансе за примену стратегије опоравка. При томе, менаџмент предузећа у вођењу финансијске политике, а у циљу избегавања кризе у пословању, треба да се придржава принципа финансијске стабилности, ликвидности, финансирања у складу са ризиком и др. који „имају за циљ да утврде идеалан поредак односа у финансирању предузећа“.⁴ На тај начин континуирано ће се одржавати и његов приносни положај.

Ако се ради о предузећу које је организовано на бази стратешких пословних јединица, мора се спровести *анализа портфолија пословних јединица*⁵ у сврху констатовања које делове предузећа треба задржати, а које продати. Тим поводом се сегменти разврставају у три групе: а) сегменти који нису захваћени кризом; б) сегменти које треба санирати и ц) сегменте од којих је потребно одустати. Одлука о томе које делове предузећа треба продати а које санирати своди се на анализу приносног положаја пре и после стратегије опоравка као и код предузећа без сегментираних пословања, тј на анализу њихове вредности утврђене по методи дисконтованог новчаног тока пре и после санације.

Уколико је дисконтовани новчани ток после санације мање позитиван у односу на ситуацију пре санације, тај део предузећа треба продати. У тој пословној јединици показују се први симптоми кризе, а њен опоравак би стабилизовао пословање, али на кратак рок, што не обезбеђује повећање профитабилности, а пре свега ликвидности. Здравом језгро је онај део предузећа у ком је новчани ток после санације позитиван и већи него пре санације и овај део треба да буде стуб стабилности и будућег развоја предузећа. Примена стратегије опоравка потпуно је оправдана за део предузећа где се очекује да ДНТ из негативног прерасте у позитиван износ након санације. Овде је најважније применити најбољу стратегију која обухвата финансијске мере и мере за побољшање успеха. Пословне јединице код којих се очекује негативан новчани ток након санације

треба продати, или уколико је продаја неизвесна и немогућа, посао треба обуставити и појединачно продати непотребну имовину.

3. РАЧУНОВОДСТВЕНА ИНФОРМАЦИОНА ПОДРШКА ОТКРИВАЊУ УЗРОКА КРИЗЕ И ПРИМЕНИ СТРАТЕГИЈЕ ОПОРАВКА

Значај изучавања процеса опоравка произилази из чињенице да се број неуспешних предузећа повећава, а резултати емпиријских истраживања показују да од укупног броја предузећа у кризи више је ликвидираних од оних која се опораве. С обзиром на то да ликвидација предузећа има негативне последице на целокупну привреду једне земље путем пораста незапослености, смањењем куповне моћи становништва, склоности ка инвестицијама и штедњи, акценат се у последње време ставља на израду аналитичког оквира за избор стратегије опоравка предузећа, које ће, уколико нема адекватне реакције менаџмента постати инсловентно и трајно оштећено. Могућности за трајни опоравак се увећавају уколико постоји мали број узрочника кризе који су на време, без одлагања третирани адекватним мерама. Потребна је и подршка кључних стејкхолдера, као и постојање стратешких могућности за диференцирање и стварање конкурентне предности. Предузеће се сматра успешно опорављеним уколико је способно да изврши преокрет ка расту перформанси, постизање одрживог нивоа профитабилности и када су уклоњене претње од утицаја на пословање и његову егзистенцију. Анализа различитих стратегија опоравка и потреба за њиховом класификацијом проистиче из потребе дефинисања аналитичког оквира за избор стратегије опоравка, а он зависи од следећих фактора:⁶ узроци кризе, озбиљност кризе, фаза у развоју кризе, расположивост ресурса предузећа, специфичне карактеристике предузећа (величина, диверзификација), животни циклус организације, карактеристика привредне гране, конкурентска позиција предузећа и ставови кључних стејкхолдера.

3.1. Идентификовање узрока кризе

Најважнији фактор за правилан избор стратегије опоравка је откривање узрока који су довели до поремећаја у пословању предузећа, јер уколи-

4) Цитат према. Др Ј. Родић, „Циљеви и принципи финансијске политике“, III симпозијум на тему „Рачуноводство, ревизија и пословне финансије у новом правном систему“, Теслић, 1999, стр. 204.

5) Анализа портфолија пословних јединица разврстава сваку пословну јединицу предузећа према њеној снази или слабости и у складу са њеним односом према могућностима или опасностима из окружења.

6) Љиљана Контић, „Кључни фактори у избору стратегије опоравка предузећа“, стр. 111 *Економски анали* вол 173, Београд, Економски факултет Београд

ко се не открију прави узроци кризе и примени неадекватна стратегија, веома је извесно да ће предузеће морати да се ликвидира. Идентификација узročника спроводи се у процесу дијагнозе стања предузећа и према месту настајања они се деле на **интерне и екстерне**.

Менаџмент предузећа је најчешћи *интерни узročник кризе*, који своје неадекватно стратешко лидерство директно манифестује кроз недостатак компетенција менаџера и индиректно кроз активности и одлуке које су у његовој ингеренцији. Погрешне одлуке менаџера се реализују у области управљања финансијама, избору политике финансирања и неадекватном одговору на промене. Неадекватно управљање финансијама има за последицу неизван новчани ток и појаву неликвидности. Лоша политика финансирања предузећа такође је значајан узročник кризе, а манифестује се кроз високу задуженост, конзервативну финансијску политику и финансијску неравнотежу. Последице лоших одлука у финансијском подручју могу се сагледати анализом података из финансијских извештаја.

Економска анализа предузећа погодних за савремену има за циљ да презентује податке на начин да се на основу њих могу донети релевантни закључци у функцији планиране промене финансијског и приносног положаја предузећа под утицајем одабране стратегије опоравка. Овој анализи треба додати и неопходна објашњења у циљу избегавања начињених грешака у прошлости и процени ризика који би могао угрозити реализацију планиране стратегије. Рачуноводствени извештаји са обележјима диспозитивно-контролних инструмената представљају битан извор података и информација неопходних за идентификовање узрока кризе у предузећу и потичу из Управљачког рачуноводства. Представљају важан пословни ресурс и инструмент усмеравања пословно-финансијског одлучивања на свим хијерархијским нивоима менаџмента. Поступци анализе који се заснивају на овим извештајима, а у циљу идентификовања узрока кризе су: анализа преломне тачке ради утврђивања покрића расхода, промена система обрачуна трошкова, обрачун потребног капитала за пословање, анализа цена-производ-стратегиија. Ове анализе су углавном концентрисане на откривање узрока кризе које се налазе у финансијском подручју. Међутим, уколико се узроци кризе налазе у другим функционалним подручјима, информације из рачуноводствених извештаја показиваће само симптоме кризе, а

идентификовање правих узročника обухватиће и низ некантитативних података који ће се прикупити из других департмана ван рачуноводства.

Интерни узроци кризе узроковани лошим менаџерским управљањем и неадекватним одговором на промене, испољавају се кроз информације из рачуноводствених извештаја као што су Cash Flow извештаји, из којих се недвосмислено чита где настаје јаз у приливу и одливу готовине као последица неадекватне финансијске политике менаџмента. Ако је проблем у пословним активностима, менаџмент мора променити кредитну политику коју води према купцима и појачати своју преговарачку моћ са добављачима у погледу пролонгирања рокова доспећа обавеза. Анализом преломне тачке и утврђивањем нивоа неутралног финансијског резултата може се констатовати да ли је узрок кризе мали приход од продаје или високи фиксни трошкови и трошкови финансирања. У овом домену поред рачуноводствене информативне подршке откривању узрока кризе, велики значај има и рачуноводствени кадар, који својом стручношћу и компетентношћу поприма улогу консултанта топ менаџменту у процесу откривања узрока кризе и дефинисању стратегије опоравка, јер не мора управљачка структура нужно да познаје рачуноводствене политике и методе анализе финансијских информација. Управо из ових разлога менаџменту је потребан поуздан и професионални тумач бројчано исказаних показатеља, те је *етичко понашање професионалних рачуновођа услов и претпоставка квалитетног финансијског извештавања у најопштијем смислу речи*.⁷

Екстерни узроци кризе су они који потичу из окружења, из привредне гране и на које предузеће не може да утиче, а то су: смањење тражње, интензивирање конкуренције, лоша ценовна политика, државна политика, штрајкови, санкције, ратови и друго.

3.2. Избор стратегије опоравка

Избор стратегије опоравка не зависи само од узрока кризе, већ и од *озбиљности кризе*, јер она је мерило финансијског здравља. Што је криза озбиљнија, она захтева значајну редукцију трошкова и имовине, те је и вероватноћа стабилизације пословања и остваривања раста веома мала. Корективне акције су могуће током свих фаза кризе,

7) Др Благоје Новићевић, *Кључни принципи професионалне етике у финансијском извештавању*, СРРС 2006, стр. 19.

осим ликвидације, што истиче фазу кризе као де-терминанту избора стратегије опоравка.

У зависности од *фазе развоја кризе* менаџери разликују изненадне и кумулативне кризе. Изненадне настају наглим, истовременим деловањем интерних и екстерних фактора, што узрокује сукоб на релацији организација – стејкхолдери и захтева примену интерних стратегија опоравка. За разлику од интерних, кумулативне кризе настају као последица неадекватних структура и неповољног дејства из окружења и захтевају примену екстерних стратегија опоравка као што су рефокусирање производа и тржишта и организациона трансформација. Екстерне стратегије дају најбоље резултате у раним фазама кризе. Одабир стратегије опоравка зависи и од *расположивости ресурса*, односно комбинације постојећих и доступних нових ресурса. Бољим управљањем ресурсима, новом комбинацијом постојећих или усвајањем нових, предузеће може да се опорави проширењем имовинске базе.

Карактеристике привредне гране утичу на одабир стратегије опоравка, јер раст привредне гране битно утиче на опоравак. Криза условљена екстерним факторима из привредне гране, на које предузеће не може да утиче, не захтева промену стратегије, јер се опоравак може постићи подизањем ефикасности пословања, а менаџери морају да сачекају наступање фазе раста привредне гране. Предузећа у кризи спорије реагују на агресију конкуренције и фокусирају се на домаће тржиште, ефикасност и финансијско санирање.

Побољшање *конкурентске позиције* може се постићи стратегијом рефокусирања јер она побољшава новчане токове и ресурсе предузећа. Конкурентска позиција је повезана са степеном искориштености капацитета и тржишног учешћа предузећа. Ако је тржишно учешће ниско и ниска је искоришћеност капацитета, прихватљиве су и интерне и екстерне стратегије, али ако је степен коришћења капацитета висок, то захтева примену екстерне стратегије, без обзира на то колико је тржишно учешће.

Учешће запослених је од виталног значаја за опоравак предузећа, јер је у условима кризе врло битно повећати морал запослених и укључити их у реструктурирање. На тај начин они прихватају неповољне услове као неопходне за опстанак предузећа, а самим тим и њиховог ангажмана у њему.

Такође, *подрица екстерних стејкхолдера* повећава вероватноћу опоравка. *Фазе у животном*

циклусу предузећа утичу на избор стратегије опоравка, јер се у свакој фази јављају различити проблеми кроз које предузеће пролази да би усвојило нове обрасце понашања. У почетној фази животног циклуса предузеће се суочава са брзим променама у окружењу на које менаџмент мора спремно да одговори уз ограничене ресурсе, како би створили конкурентску предност. У фази раста, менаџмент је фокусиран на интерну ефикасност, док у фази зрелости приоритети су контрола, стабилност и ефикасност. У фази опадања јавља се потреба за опоравком и неопходни су екстерни извори финансија, знања и других ресурса.

Сумирајући изложено, можемо закључити да стратегија која третира само један узрок кризе проблематичног предузећа, без обзира колико озбиљан он био у односу на друге, биће неуспешна, а лимитирани ресурси биће потрошени на области које нису од значаја за испуњење мисије предузећа. Због тога стратегија опоравка, да би била успешна, треба да третира проблеме који угрожавају сам опстанак предузећа и да обухвате све факторе од утицаја на кризу. Стратегије опоравка у контексту овог рада деле се на:

- 1) стратегија промена менаџмента,
- 2) стратегија финансијског реструктурирања,
- 3) интерне стратегије,
- 4) екстерне стратегије.

Стратегија промене менаџмента је катализатор успешног опоравка предузећа и треба да претходи свим осталим стратегијама опоравка. Задржавање старог менаџмента значи задржавање старе парадигме која је подржана организационом структуром, пословним процедурама и информационом системом у предузећу. До промене парадигме долази уласком новог менаџмента из екстерног окружења, који доноси нова схватања на релацији предузеће и окружење, ново пословање и јачи морал запослених. Стратегије финансијског реструктурирања подразумевају конверзију дуга у капитал, капитала у дуг, реструктурирање имовине и односа сопственог и позајмљеног капитала. Интерне стратегије усмерене су на унапређење оперативне ефикасности и уштеде, што подразумева редукацију имовине и трошкова. Екстерне стратегије фокусиране су на повећање ефикасности предузећа у кризи и обухватају стратегије раста (интерне и екстерне стратегије раста), рефокусирање производа и тржишта и увећање прихода.

3.3. Примена стратегије опоравка

Предлог стратегије опоравка за успостављање финансијске равнотеже предузећа X, у ком се идентификовала криза ликвидности услед неповољне финансијске структуре:

- 1) **Докапитализација** - додатно улагање капитала је део мера стратегије финансијског реструктурирања која утиче на повећање ликвидности предузећа. Докапитализацијом и уплатом повећава се основни капитал и готовина. У комбинацији са другим мерама финансијског реструктурирања предузеће не мора да изврши докапитализацију у пуном износу од 20.322 дин., већ 5.400 динара.
- 2) **Преструктурирање имовине** врши се смањењем сталне имовине било продајом дела основних средстава која не условљавају функционисање предузећа као целине, било продајом дела дугорочних финансијских пласмана и повећањем готовине по том основу, а тиме и обртне имовине предузећа. Предузеће располаже сталном имовином која више није неопходна за његово функционисање (једна савремена машина заменила је три застареле), а има тржишну вредност у износу од 8.000 дин. те је донета одлука о њеној продаји.
- 3) **Преструктурирање извора финансирања** подразумева конверзију краткорочних обавеза у капитал или у дугорочне обавезе. Трансфер краткорочних обавеза било у капитал или у дугорочне обавезе условљен је вољом поверилаца. Уколико такав транс-

фер не би нарушио финансијску равнотежу повериоца, а тиме и његову ликвидност, повериоци ће прихватити да се њихова потраживања конвертују до одређене мере. Укупне обавезе према добављачима су 26.442 дин. и треба испитати могућност да повериоци пристану на конвертовање краткорочних у дугорочне обавезе, у износу од 7.000 дин.

Пројекција ефеката одабраних мера у оквиру стратегије финансијског преструктурирања:

- Финансијска равнотежа успоставља се применом следећих мера:
 - Докапитализација у износу од 5.400 дин.
 - Смањење сталне имовине у износу од 8.000 дин.
 - Конверзија краткорочних обавеза у дугорочне у износу од 7.000 дин.

Примењена стратегија опоравка резултирала је свођењем коефицијента финансијске стабилности на прихватљив ниво – испод 1. У 2010. коефицијент износи 0,9793 и мањи је од 1, за разлику од 2009. где је коефицијент износио 1,5521 и био је доста изнад 1, што значи да у области дугорочног финансирања више није угрожено одржавање ликвидности. Истовремено се побољшала ликвидност предузећа, јер су након примене наведених мера краткорочна потраживања и готовина довољне за покриће краткорочних обавеза које доспевају за наплату. Коефицијент ликвидности не само што се повећао у 2010. у односу на 2009. годину, ($1,0267 > 0,5543$), он је и порастао изнад 1 ($1,0267 > 1$).

Табела број 3 – Финансијски положај предузећа X након примене стратегије опоравка

ОПИС	30.06.2010.	31.12.2009
1. Стална имовина	28861	36861
2. Обртна имовина	17411	17411
3. Дугорочна везана имовина (1+2)	46272	54092
4. Капитал умањен за губитак	28290	22890
5. Дугорочне обавезе	18960	11960
6. Трајни и дугорочни капитал (4+5)	47250	34850
7. Коефицијент финансијске стабилности (3/6)	0,9793	1,5521
8. Обртни капитал (6-1)	18389	
9. Стопа покривености залиха обртним капиталом (8/2) x 100	1.0561	
10. Краткорочна потраживања и готовина	37551	24151
11. Краткорочне обавезе	36573	43573
12. Коефицијент ликвидности (10/11)	1,0267	0,5543
13. Стопа задужености (5+11)/(4+5+11) x 100	66,25%	70,81%

Закључна разматрања

На основу наведеног истраживања може се констатовати да је предузеће X успело да доведе свој финансијски положај у зону прихватљивости, те да је исти побољшан мерама примењене стратегије финансијског реструктурирања. Коэффициент дугорочне финансијске стабилности је нешто испод 1 и треба га одржавати најмање на том нивоу. Краткорочна финансијска равнотежа је такође успостављена примењеним мерама, јер је менаџмент предузећа успео на основу своје преговарачке способности да део краткорочних обавеза конвертује у дугорочне и на тај начин обезбеди стабилност и ликвидност у пословању.

Кризе, иако представљају нежељена стања у развојним фазама предузећа када су угрожене основне полуге стабилног пословања, нису небедиве појаве и њима се може правилно управљати у функцији превазилажења и оздрављења предузећа. Ако се на време уоче симптоми и ако је менаџмент спреман да прихвати чињеницу неуспешног пословања, правилним одабиром стратегије опоравка може се за кратко време поново успоставити редовно пословање.

У савременим условима привређивања, које карактеришу флукуација и комплексност пословних догађаја, велики број предузећа у Србији континуирано испољава смањену зарађивачку способност и погоршање финансијског положаја. У таквим околностима поставља се питање оправданости даље егзистенције предузећа. Управо из ових разлога овај рад је посвећен изучавању и идентификовању фактора који детерминишу кризу у пословању, тј. упознавање са могућностима које нуде методе и технике анализе информација из области финансијског и управљачког рачуноводства. У том смислу развио се и нови концепт управљачког рачуноводства у функцији успостављања и очувања конкурентске предности предузећа на тржишту која му обезбеђује раст на дужи рок. Тај нови концепт назван је стратешко управ-

љачко рачуноводство, чије предности се код нас у пракси још увек не користе у довољној мери.

Литература

1. Bokenforde, Bjorn, Unternehmenssanierung, Schaffer Poeschel Verlag, Stuttgart, 1996
2. Дендић др Душан, *Менаџмент контрола*, СРРС, Београд 2005.
3. Контић Љиљана, „Кључни фактори у избору стратегије опоравка предузећа“, *Економски анали* вол. 173, стр. 105 – 132, Економски факултет Београд
4. Милићевић др Владе, *Стратешко управљачко рачуноводство*, Економски факултет Београд, 2003.
5. Новићевић др Благоје, „Конвергенција информационог захтева рачуноводства и оперативног менаџмента“, 40. симпозијум СРРС, Златибор 2009. Зборник радова, стр. 229 – 246.
6. Новићевић др Благоје, *Кључни принципи професионалне етике за финансијско извештавање*, Зборник радова Међународна професионална регулатива и финансијско извештавање, СРРС, јун 2006, стр. 19 – 40.
7. Родић др Јован, „Циљеви и принципи финансијске политике“, III симпозијум на тему „Рачуноводство, ревизија и пословне финансије у новом правном систему“, Теслић, 1999., стр. 204
8. Родић др Јован, Вукелић др Гордана, Андрић др Мирко, *Теорија политика и анализа биланса*, Пољопривредни факултет Универзитета у Београду, 2007.
9. Стевановић др Никола, Малинић др Дејан, Милићевић др Владе, *Управљачко рачуноводство*, осмо измењено издање, Економски факултет Београд, 2009.
10. Шкарић-Јовановић др Ката, „Корисност финансијског извештаја за потребе санационог менаџмента“, XXXII симпозијум СРРС, 2001. Зборник радова, стр. 52-72

Јасмина Д.
ДИЛБЕР*

Начело рачуноводствене опрезности као инструмент реализације циљева политике добити у условима неизвесности

Резиме: Добитак представља врховни циљ у систему циљева корпоративног предузећа као економски утемељене асоцијације власника, кредитора, запослених, добављача, купаца и других интересних група које остваривањем корпоративних циљева, као заједничких, настоје да остваре своје парцијалне интересе. Велика употребна вредност добитка на подручју планирања и контроле, као и његова изузетна информационо вредност, испостављају захтев за утемељењем и вођењем адекватне политике добити. Наиме, намеће се потреба за давањем одговора на следећа питања:

- који су извори добити, како се они планирају и како се остварује добитак – политика циљног планирања – задавања добити;
- како добитак мерити и који добитак треба исказати – политика исказивања добити и
- како исказани добитак расподелити, а да појединачни интереси свих учесника буду задовољени и да тржишна вредност предузећа буде максимална – политика расподеле добити.

Квалитетна информационо подрика представља основни предуслов за успешно вођење сваког од наведених подручја политике добити. Одговорност за информације о квантитативним аспектима политике добити у целини припада рачуноводственом информационом систему. У стабилним условима пословања, где се пословни догађаји могу предвидети, рачуноводствени информациони систем сасвим одговара потребама политике добити. Међутим, у условима неизвесности рачуноводство, у настојању да одговори на захтеве политике добити, бива суочено са бројним изазовима. Пословање предузећа у свету непредвидљивости и опште несигурности, и из тога проистекли ризици чине неопходном употребу начела опрезности при утврђивању и исказивању оствареног резултата предузећа за одређени обрачунски период.

Рачуноводствена опрезност се истиче као значајан инструмент за вођење политике исказивања и поделе, као и целокупне политике добити. Међутим, употреба начела опрезности у остваривању циљева политике добити не подразумева излажење из оквира које приликом његовог тумачења постављају професионална регулатива и законски прописи.

Кључне речи: корпоративно предузеће, континуитет пословања, циљ, добит, политика добити, рачуноводствени информациони систем, финансијски извештаји, неизвесност, ризици, опрезност

* Директор Дирекције усклађености пословања, КБЦ Банка ад, Београд

УМЕСТО УВОДА

Циљ финансијског извештавања, као што је познато, огледа се у пружању информација корисних за доношење економских одлука од стране ширег круга корисника, као и информација неопходних за доношење одлуке о расподели резултата и утврђивање пореске обавезе по основу пореза на добит.

Реализација наведеног циља захтева од припремаоца финансијских извештаја, односно рачуновођа да се при састављању и презентовању финансијских извештаја управљају према опште прихваћеним рачуноводственим принципима.

Општеприхваћени рачуноводствени принципи представљају захтеве или правила усвојена од стране професије и прихваћена од стране законодавства, чије поштовање, по њиховом мишљењу, на најбољи начин омогућава праћење сложеног и динамичног пословања предузећа и његовог приказивања у основним финансијским извештајима. У рачуноводственој теорији једно од најважнијих рачуноводствених принципа је начело опрезности или начело рачуноводственог конзерватизма.

Начело опрезности представља “старо наслеђе” чије се порекло везује за крај XVII века. До његовог ширег прихватања, као општег рачуноводственог принципа, долази почетком XX века захваљујући развоју тржишта капитала и појави корпоративних предузећа.

Намера овог рада је да се сагледа значај начела опрезности у реализацији циљева политике добити корпоративног предузећа у савременим условима пословања обележеног неизвесношћу и њом условљеним ризицима. На самом почетку реализације наведене намере јавља се дилема: да ли рад започети освртом на суштинске карактеристике корпоративног облика предузећа, неопходност вођења, садржину, место и улогу политике добити у оквиру опште пословне политике наведеног облика организовања предузећа или разматрањем развоја и дефинисањем начела опрезности. Будући да рачуноводствени конзерватизам своју праву афирмацију као опште прихваћено рачуноводствено начело доживљава управо са развојем корпоративних предузећа, односно акционарских друштава као њиховог најпознатијег и економски најзначајнијег облика, као логично се намеће прво решење.

1. ОСНОВНЕ КАРАКТЕРИСТИКЕ КОРПОРАТИВНОГ ОБЛИКА ОРГАНИЗОВАЊА ПРЕДУЗЕЋА

Корпоративно предузеће се може на различите начине дефинисати у зависности од аспекта са ког се посматра: правног, пословног или финансијског. За потребе овог рада, чини се да највише одговара правна интерпретација у једном ширем пословном контексту, према којој: корпоративно предузеће представља економски утемељену “асоцијацију различитих интересних група (власника-акционара, кредитора, запослених, добављача, купаца и др.), које преко остваривања корпоративних циљева, као заједничких, настоје да остваре своје парцијалне интересе”.¹ Поменути дефиниција открива две важне карактеристике корпоративног предузећа које га чине различитим, а у исто време и супериорним у односу на друге облике организовања предузећа (иноскосна и партнерска предузећа). Прво, она истиче правни субјективитет корпоративног предузећа у смислу подвојености бића предузећа од власништва над капиталом, чиме је омогућена његова вечита сукцесија. Друго, остваривање корпоративних циљева истиче се као предуслов за задовољење интереса свих учесника у корпоративном институционалном аранжману. Наведене карактеристике потребно је нешто шире размотрити.

1.1. Континуитет пословања

Континуитет пословања или пракси финансијског извештавања иманентан “going concern” принцип, у савременим условима пословања везује се за готово сва предузећа независно од облика организовања. При састављању финансијских извештаја предузећа, уколико не постоје супротни докази, прихвата се претпоставка да је животни век предузећа неограничено дуг и на њој се темеље сви поступци припреме финансијских извештаја. За корпоративна предузећа карактеристично је то што континуитет пословања проистиче из саме суштине њиховог функционисања.

Додељивање својства правног лица корпоративном предузећу и, услед тога, одвајање власника од бића таквих предузећа омогућило је предузећу да “... ужива вечиту сукцесију”.² Наиме, корпоративно предузеће, као самостални ентитет са сопственим правима и обавезама, до потребног капитала долази емитовањем и продајом власничких и кредиторских хартија од вредности. Купци власничких хартија од вредности (ак-

1) Малинић, др. Д., *Политика добити корпоративног предузећа*, Економски факултет, Београд, 1999, op.cit., стр.58.

2) Samuels J.M., Wilks, F.M., Brayshaw, R.E., *Management of Company Finance*, Chapman and Hall, London, 1991, p.274. према: Малинић, др. Д., *Политика добити корпоративног предузећа*,..., op.cit., стр. 64.

ционари) представљају праве власнике корпоративног предузећа. Међутим, они иако фактички власници, немају право располагања нити повлачења имовине из пословања, осим у случају ликвидације предузећа. Захваљујући високој потенцијалној ликвидности власничких хартија од вредности, акционари уколико желе, до сопствене имовине, могу доћи продајом акција на тржишту капитала. Они, у том случају, добијају износ уложеног капитала увећан или умањен за износ капиталног добитка или губитка, а да то не доводи у питање континуитет пословања корпоративног предузећа. Интегритет имовине предузећа остаје очуван и поред тога што се његови власници мењају. То је оно што омогућава предузећу да ужива вечиту сукцесију.

1.2. Добитак као средишна тачка функционисања корпоративног предузећа

Задовољење парцијалних интереса свих учесника у корпоративном институционалном аранжману, као што је наведено, могуће је постићи само остваривањем заједничких, односно корпоративних циљева. У том смислу, поставља се питање: који су то циљеви корпоративног предузећа чије остварење ће омогућити остварење појединачних циљева свих заинтересованих страна?

Одговор је сасвим јасан. Да би корпоративно предузеће могло да испуни очекивања свих који у њему проналазе различите интересе оно, пре свега, мора обезбедити себи егзистенцију. Наиме, оно мора водити рачуна о очувању своје производне способности.

У стручној литератури, првенствено оној која се бави проблемима управљања предузећем, и поред бројних оспоравања од стране различитих теорија, прихваћен је став да висока профитабилност представља добру гаранцију опстанка предузећа, односно очувања његове производне способности, као и добру основу његовог раста и развоја. Услед тога, профитни циљ, означен као стопа приноса у односу на ангажовани капитал, истиче се као примарни циљ у систему циљева корпоративног предузећа. Сматра се да, у максимизовању стопе приноса у дугом року своје интересе проналазе и акционари и руководство, купци и добављачи, као и шира друштвена јавност. Само уколико добит постоји и уколико је она довољно висока, корпоративно предузеће биће у стању да поред опстанка обезбеди и раст и развој, као и да испуни захтеве својих учесника. Поред тога, добитак се истиче као најпоузданији инструмент алокације ограничених људских, материјалних и финансијских ресурса и широко прихваћени тест успешности једног предузећа.

Чињеница да добитак представља врховни циљ у систему циљева корпоративног предузећа и материјалну основу и оквир расподеле указује на потребу постављања и вођења одговарајуће политике добити. Такође, велика употребна вредност добитка на подручју планирања и контроле као и његова изузетна информациона вредност захтевају постављање и вођење адекватне политике на том подручју.

2. САДРЖИНА, МЕСТО И УЛОГА ПОЛИТИКЕ ДОБИТИ КОРПОРАТИВНОГ ПРЕДУЗЕЋА

Политика добити може се дефинисати као скуп начела, метода и поступака усвојених од стране руководства у циљу усмеравања одлука и акција у процесу обликовања и диспонирања резултата предузећа. Наведена дефиниција истиче тесну повезаност политике добити са општом пословном и рачуноводственом политиком предузећа, будући да се усваја од стране руководства још у фази планирања пословних активности и да претпоставља, у складу са пословним интересом, свесно вршење утицаја на висину резултата.

Посматрана као скуп правила и мера срачунатих на обликовање оствареног добитка, политика добити представља инструмент за обликовање онога што се дешавало у прошлости. Међутим, она истовремено, стварањем начелних оквира за диспозиције које проистичу из захтева циљне функције, представља и изузетно важан инструмент за обликовање онога што ће се дешавати у будућности. Посматрајући политику добити као својеврстан одраз дугорочних интереса предузећа, може се рећи да њен примарни интерес представља очување и развој економских потенцијала предузећа.

Политика добити настоји да пружи одговор на следећа питања:

- који су извори добити, како се они планирају и како остварити добитак;
- како добитак мерити и који добитак треба исказати и
- како исказани добитак расподелити, а да појединачни интереси свих учесника буду задовољени и тржишна вредност предузећа максимизирана.

Одговоре на постављена питања политика добити настоји да пружи кроз политику циљног планирања добити, политику исказивања добити и политику диспонирања или расподеле добити. Наведене политике, заправо, чине саставне елементе једне целовите политике добити.

2.1. Политика планирања циљне добити

Значај политике задавања добити произилази из широко прихваћеног става да добитак није само финални резултат пословних догађања у предузећу, већ да он представља основно полазиште или основни мотив отпочињања пословне активности и који, као такав, у значајној мери одређује правац кретања предузећа и начине његовог понашања. Добитак представља изузетно значајну управљачку величину која захтева одговарајуће предвиђање, планирање и контролу.

Полазну основу или општи оквир у реализацији процеса задавања добити представља формулисање циљне добити на нивоу корпоративног предузећа као целине. Коректно формулисање циљне добити захтева стратешку анализу кључних елемената то јест фактора који на било који начин утичу на њено постављање. Како политика задавања добити претпоставља одговоре на питања који су извори добити и колико је учешће појединих извора у укупној добити, неопходна је даља операционализација задате добити на нивоу корпоративног предузећа. То подразумева њено спецификовање по ужим временским интервалима и њено транспонување на различите пословне јединице по хоризонтали и вертикали корпорације, односно постављање сопствених профитних циљева, у контексту опште циљне функције предузећа, свакој релативно самосталној и децентрализованог организационој јединици. У циљу потпуне операционализације циљног добитка, неопходно је извршити његово превођење на производе и носиоце успеха, што подразумева имплементацију захтева политике задавања добити као критеријума на подручју инвестиционог одлучивања, одлучивања о ценама и текућег алтернативног одлучивања.

Рачуноводствени информациони систем у реализацији захтева политике задавања добити има изузетну вредност. Може се, чак, слободно рећи да реализацију ове политике није могуће замислити без информационе подршке рачуноводства. Његова улога огледа се у конвертовању захтева који проистичу из циљне функције на разумљиве финансијске консеквенце, приходе, расходе и резултат. Главни инструменти рачуноводства на овом подручју политике добити јесу пројектовани биланс успеха, који се обрачунски везује за одређени период, и стандардна калкулација, која се опет обрачунски везује за јединице учинака.

2.2. Политика исказивања добити

Добитак, као сумарни израз пословних достигнућа предузећа у једном конвенционално усвојеном периоду, има изузетан информациони значај за различите интересне групе корпоратив-

ног предузећа. Услед тога, билансирањем позитивних и негативних компоненти успеха у складу са опште прихваћеним рачуноводственим принципима, развијеним рачуноводственим стандардима и важећим законским прописима, настоји се обезбедити поузданост процеса његовог мерења, а тиме и сигуран увид у успех предузећа. Међутим, немогућност да се дефинишу савршена правила за праћење комплексног и динамичног пословања предузећа и његовог верног приказивања у финансијским извештајима ипак оставља довољно простора за регуларно вођење политике исказивања добити. Управо значајан простор за вођење политике исказивања добити оставља начело опрезности, о чему ће касније бити више речи.

Питање на које политика исказивања добити настоји да пружи одговор јесте: да ли укупан добитак који се може обрачунати треба исказати или не, односно, како је раније наведено, како добитак мерити и који добитак треба исказати? Одговори на постављено питање могу бити:

- исказивање, у односу на висину ангажованог капитала, релативно стабилног добитка из периода у период – политика уравнотежавања или изједначавања добити;
- варирање добитка из периода у период, у складу са стварно насталим пословним догађајима – политика флукуирајућег добитка и
- исказивање добити од случаја до случаја, односно свесно обликовање висине добитка који треба исказати у зависности од тренутно владајућих прилика – политика “одрешених руку”.

У зависности од тога да ли руководство предузећа настоји да води политику стабилних или флукуирајућих дивиденди, да ли постоји или не постоји јака власничка контрола, да ли се одступања остварене од очекиване зараде могу предвидети или не, да ли предстоје значајнија улагања или не, да ли постоји потреба за поправљањем финансијске структуре и положаја ликвидности и слично, биће вођена једна од наведених политика исказивања добити.

Одговорност за могућност практичне реализације политике исказивања добити највећим делом припада рачуноводству.

2.3. Политика расподеле добити

Политика расподеле добити не може се водити независно од политике исказивања добити, будући да се политиком исказивања добити одређују оквири политике расподеле. Међутим, истовремено и политика расподеле или употребе добитка у значајној мери одређује политику исказивања добити и утиче на обликовање успеха предузећа.

Политику расподеле добити посебно важном чини чињеница да се на подручју расподеле добитка сукобљавају интереси различитих група корпоративног предузећа, при чему свака од присутних група тежи да помери расподелу у своју корист. Отуда политика расподеле има задатак да обезбеди расподелу која ће бити у складу са интересима свих присутних група и, наравно, са интересима самог корпоративног предузећа.

Садржину политике расподеле добити чине:

- политика дивиденди,
- политика резерви, и
- политика учешћа запослених у успеху.

Под **политиком дивиденди** подразумева се свесно вршење утицаја на висину и облик дивиденди у намери постизања за предузеће што повољније равнотеже супротстављених интереса (између власника капитала и управе предузећа). Њен циљ је обезбеђење одговарајућег односа текућих дивидендних примања акционара и будућег раста предузећа при којем је вредност предузећа максимизована.

Политика резерви представља релативно самостално подручје одлучивања, у оквиру политике расподеле добити, преко којег се свесно утиче на формирање резерви у сопственом капиталу по врсти и висини, са намером остваривања одређених циљева предузећа, а првенствено успешног премошћавања могућих тешкоћа у пословању и претећих ризика. Политика резерви обухвата како активности које се односе на формирање отворених или јавних резерви, тако и активности које се односе на стварање и употребу латентних или скривених резерви.

Сазнање да између достигнутих перформанси (оствареног добитка), примљених користи за учињени напор и понашања запослених постоји јака корелативна веза условило је да се у оквиру политике расподеле добитка као засебан сегмент издвоји **политика учешћа запослених у успеху**. Политика учешћа обухвата сва правила, методе и критеријуме који се односе на испостављање захтева према добитку и питања селектовања запослених који ће учествовати у добитку, расподељивање и начин реализације учешћа.

У реализацији целокупне политике расподеле улога рачуноводства је огромна. Рачуноводство, обрачунавајући диспонибилни резултат, обезбеђује неопходну информациону подлогу за вођење политике расподеле.

* * *

Квалитетна информациона подршка је основни предуслов за успешно вођење политике добити. Улога рачуноводства, у том погледу, довољно је препознатљива на сваком њеном подручју како задавања и исказивања, тако и расподеле. Слободно се може рећи да одговорност за информацијама о квантитативним аспектима политике добити у целини припада рачуноводственом информационом систему. Рачуноводство, као једини потпуни квантитативни информациони систем предузећу, нуди теоријски најконзистентнији и најлогичнији методолошки приступ обрачуна и исказивању резултата предузећа. У стабилним условима пословања, где се пословни догађаји могу предвидети, рачуноводствени информациони систем сасвим одговара потребама политике добити. Међутим, у условима неизвесности рачуноводство, у настојању да одговори на захтеве политике добити, бива суочен са бројним изазовима. **Пословање предузећа у свету непредвидљивости и опште несигурности, и из тога проистекла, опасност од потцењивања или прецењивања оствареног добитка чини неопходном употребу начела опрезности при утврђивању и исказивању оствареног резултата предузећа за одређени обрачунски период.**

3. ОПРЕЗНОСТ ПРИ РАЧУНОВОДСТВЕНОМ ИСКАЗИВАЊУ ДОБИТИ КАО ОДГОВОР НА ИЗАЗОВЕ ПОЛИТИКЕ ДОБИТИ У УСЛОВИМА НЕИЗВЕСНОСТИ

3.1. Порекло, дефинисање и развој

Порекло начела опрезности везује се за дугогодишњу трговачку праксу карактеристичну по опрезном понашању трговаца. Први трагови упражњавања опрезности у пословању проналазе се још у XIV веку. На то упућује књиговодство италијанског трговца и банкара – Francesco di Marco da Prato – у коме је кретање робе начелно књижено у висини набавних цена док се, када су вероватни приходи по основу будуће продаје падали испод трошкова набавке, непродата роба процењивала по нижим ценама које се могу постићи умањењем за очекиване трошкове продаје. Разлика до набавне вредности залиха искњижавана је преко конта “губици на роби”.³ Међутим, прве писане препоруке о опрезном понашању као правилу или начелу уредног књиговодства срећу се крајем XVII века у делу *Савршени трговац* (Le parfait negociant) француског аутора Саварија и француској уредби о трговини (*Ordonance de Commerce*).

3) Penndorf, Balduin: Inventar, Bilanz und Bewertung in der italienischen Buchhaltung des 14. Jahrhunderts, in Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung, 24. Jg., 1930, стр. 491, према: Ранковић, др Ј., Теорија биланса I, ..., оп.цит., стр. 201.

Као основ настанка и развоја начела опрезности у стручној литератури истиче се принцип заштите поверилаца као преовлађујући принцип статичког схватања сврхе биланса. Статичко схватање, које је примарну сврху екстерног финансијског извештавања видело у обезбеђењу информација о могућностима предузећа да измири своје дугове, захтевало је опрезно, то јест у складу са начелом опрезности, утврђивање и одржавање нето имовине.⁴ Сходно томе, начело опрезности као захтев кога частан, савестан и уредан трговац треба да придржава дефинисано је као доста неодређено правило, то јест правило које од трговца, односно предузетника захтева да се “сам пред собом и пред другима сматра сиромашнијим него што заиста јесте”⁵ или пак да претеће ризике, који проистичу из будућег пословања, вреднује јаче него могуће шансе. Опрезно понашање поготово је добијало на значају када су величине које се укључују у рачун нето имовине нејасне и морају се квантификовати проценом.

Опрезно утврђивање нето имовине или гарантне супстанце, која повериоце треба да заштити од погрешне процене сигурности дужника, подразумеваало је процењивање активе на ниже а обавеза на више.

Тада су развијена правила која се и данас примењују у практичној реализацији “савременог” начела опрезности.

Развојем динамичког учења о билансу, до чије појаве је дошло почетком двадесетих година прошлог века, долази и до развоја начела опрезности, односно његовог ширег прихватања као општег начела уредног књиговодства и билансирања. Наиме, наглим развојем трижишта капитала, појавом предузећа корпоративног типа и великог броја екстерних инвеститора добитак то јест информације које омогућавају процену зарађивачке способности предузећа постају примарна сврха екстерног финансијског извештавања. У таквим условима, рачуноводство суочено са немогућношћу обезбеђења апсолутно тачних информација, полазећи од, раније прихваћеног, става да ризици и шансе не могу да буду једнако третирани, утемељује савремено начело опрезности или начело рачуноводног конзерватизма.

Данас је рачуноводствени конзерватизам или начело разборите рачуноводствене опрезности

дубоко укоренењено у рачуноводственој теорији и пракси. Међутим, остаје нејасно да ли рачуноводствену опрезност треба третирати као принцип, начело, постулат, конвенцију, квалитет или рачуноводствену претпоставку. У Концептуалном оквиру за припремање и презентацију финансијских извештаја, донетом од стране Одбора за Међународне рачуноводствене стандарде и који претходи стандардима, рачуноводствена опрезност се посматра као посебна квалитативна карактеристика која одређује поузданост финансијских извештаја. Амерички FASB опрезност, посматрану као “...разбориту реакцију на неизвесност и покушај да се осигура да присутни ризик и неизвесност у пословним трансакцијама буду адекватно узети у обзир”,⁶ не помиње на установљеној хијерархији квалитета рачуноводствених извештаја, будући да је сматра квалитетом који налаже рачуновођама да буду наклоњени једном у односу на друге принципе вредновања. Сличног става су и: R. Sterling који наводи да је то фундаментални рачуноводствени принцип, који доминира свим другим рачуноводственим принципима и T. Lee, сматрајући опрезност главном рачуноводственом конвенцијом.

Независно од тога како се третира рачуноводствена опрезност, у рачуноводственим круговима је прихваћено веровање да у условима постојања различитих могућности за вредновање имовине и обавеза и међупериодично разграничење прихода и расхода један конзервативнији приступ избору расположивих алтернатива, који води опрезном одмеравању резултата, представља мању опасност и мање доводи у заблуду оне који на основу таквих информација доносе економске одлуке. Наиме, прихваћена је синтагма “не антиципирати никакве добитке и обезбедити за све губитке”.⁷ Несигурност рачуна успеха, условљена потребом за предвиђањем исхода на дан биланса незавршених пословних догађаја, који су предмет рачуноводног мерења и текућег укључивања у периодични биланс успеха, и ризици који из тога проистичу, довели су до развијања и прихватања конзервативног става: радије потценити него преценити периодични резултат.

4) Нето имовину или сопствени капитал, као слободни део имовине, пропоненти статичког учења посматрали су првенствено као потенцијал за покриће дугова и отуда је сматрали информацијом од највеће важности.

5) Dietzen, N.: Grundsätze ordnungsmässiger Bilanzierung für Stille Reserven (Bd.8 der Veröffentlichungen der Schmalenbach Vereinigung), Leipzig 1937, стр. 37, према: Ранковић, др. Ј., *Теорија биланса* I, пето I потпуно прерађено издање, Економски факултет, Београд, 1992, op.cit., стр. 173.

6) Statement of Financial Accounting Concepts No. 2. р. XV., према: Solomons, D., op.cit., р. 100., према: Малинић, др Д., Политика добити корпоративног предузећа, ..., op.cit., стр.346.

7) Исто, op.cit., стр. 347.

3.2. Смисао начела опрезности

У процесу рачуноводственог мерења добитка смисао начела опрезности своди се на избегавање приказивања претерано оптимистичке слике финансијског положаја предузећа и његове зарађивачке способности. Сходно томе, опрезним понашањем настоје се заштитити, пре свега, даваоци капитала, како власници тако и кредитори, али и само корпоративно предузеће, односно његово руководство, од предузимања нових инвестиционих подухвата са могућим катастрофалним последицама. Нереалан оптимизам при одмеравању периодичног резултата, праћен искаживањем и расподелом прецењеног добитка, пре или касније, доводи до потрошње дела супстанце предузећа, а тиме и до сужавања могућности постављања производне активности у непромењеном обиму и опадања прихода. Примена таквог понашања у дужем периоду засигурно обезбеђује предузећу губитке и води га ка стечају.

Интересима инвеститора не погодује ни исувише слободно тумачење начела опрезности, због тога што би претерана слобода у тумачењу начела опрезности, преко претераног потцењивања периодичног резултата, нереално ограничавала њихове захтеве у вези са исплатама из оствареног добитка. Међутим, још већи проблем представља то што би неосновано и на чињеницама неутемељено тумачење начела опрезности могло довести до повреде рачуноводственог циља да остварени добитак једног обрачунског периода буде исказан у истом периоду, на чему нарочито инсистира порески биланс.

Сходно томе, рачуноводство, у циљу избегавања обеју наведених крајности, односно руководећи се намером састављања материјално исправног биланса, настоји да, у мери у којој је могуће, фиксира горње и доње лимите процењивања. Прихватљив је само резултат обрачунат уз коректну примену начела опрезности док све изван тога, као последица самовоље, противречи материјалној исправности биланса.

3.3. Практична операционализација

Реализација начела опрезности у пракси, у смислу разборитог и на чињеницама заснованог вредновања имовине наниже и обавеза навише, односно, у условима постојања алтернативних решења, периодизације прихода и расхода тако да се приходи радије искажу касније а расходи раније, врши се уважавањем принципа: реализације, импаритета, најниже и највише вредности.

У контексту начела опрезности, принцип реализације дефинише услове који допуштају искаживање успеха, односно забрањује искаживање

нереализованог успеха, независно од степена његове извесности.

Принцип импаритета делимично коригује принцип реализације, будући да захтева неједнак третман добитка и губитка и тражи да се забрана искаживања нереализованог резултата ограничи само на нереализоване добитке. Све вероватне губитке, независно од тренутка њихове реализације, према овом принципу, треба укључити у текући биланс успеха.

Принцип најниже вредности односи се на процењивање позиција активе биланса и има за задатак да утврди границу процењивања односно дана биланса преко које се не могу обрачунавати вредности имовинских делова у билансу. Односна вредност истовремено представља вредност испод које се ни у ком случају не може процењивати. Изводи се из упоређења првобитне набавне вредности, односно цене коштања са једне и временске вредности на дан биланса са друге стране. Нижа од њих меродавна је за процењивање позиција активе биланса.

Принцип највише вредности надлежан је за процењивање позиција пасиве биланса и задатак му је да утврди најнижу границу процењивања обавеза која се ни у ком случају не може прекорачити. Упоређењем првобитне обавезе плаћања, проистекле из обављених пословних трансакција са једне стране и временске вредности на дан биланса, као очекиване обавезе плаћања, са друге стране, утврђује се доња граница процењивања. Она представља вишу од поменутих двеју вредности.

Сви ови принципи доминирају конвенционалним рачуноводством и чине опрезност свакодневном рачуноводственом праксом.

3.4. Узроци примене

Иако су, основни узроци опрезног одмеравања периодичних резултата већ, на један индиректан начин, поменути у делу који се односи на смисао начела опрезности, на овом месту биће поново истакнути, али као аргументи којима се правда његова велика заступљеност у пракси. Сходно томе, разликују се два основна узрока: материјални и информациони.

Главни материјални узрок то јест основу упражњавања рачуноводственог конзерватизма, чини несигурност рачуна успеха, изазвана немогућношћу апсолутно тачне поделе расхода и прихода између садашњег и будућих обрачунских периода. Најупечатљивији пример представља процена века трајања некретнина, постројења и опреме, заснована на субјективном просуђивању, као и допуштени слободни избор метода аморти-

зације. Наиме, субјективна процена века трајања некретнина, постројења и опреме и слободни избор метода амортизације носе са собом опасност да, при одређивању одвише дугог века трајања, у односу на реални и евентуалном избору дегресивног отписивања, предузеће у периодима који следе буде оптерећено већим трошковима, што може угрозити интересе повериоца. Међутим, као главни разлог више одговара тврдња Т. Lee-а који истиче континуитет пословања корпоративног предузећа као основни узрок упражњавања конзерватизма. Неограниченост пословања предузећа представља претпоставку, на којој се, у одсуству супротних доказа, темељи припрема рачуноводствених извештаја. Сходно томе, периодични рачуноводствени извештаји добијају карактер привремених, будући да у тренутку њиховог састављања све започете трансакције нису приведене крају, и морају бити припремљени на начин који ће омогућити одлучивање сходно "going concern" принципу. Евентуално могућим прецењивањем добитка и његовим одливом изван предузећа постоји реална опасност од угрожавања, не само раста и развоја предузећа, него и његовог опстанка. Отуда, прави значај опрезног понашања при утврђивању периодичних резултата огледа се у заштити имовине предузећа, односно обезбеђењу његовог опстанка. Као таква, рачуноводствена опрезност је у складу са циљном функцијом предузећа: максимирање добитака у дугом року.

Информациони узрок опрезне припреме рачуноводствених извештаја доводи се у везу са ризиком добијања неадекватних информација потребних за одлучивање. Информационом ризику нарочито су изложени екстерни корисници рачуноводствених информација. Уважавањем рачуноводствене опрезности приликом одмеравања периодичних резултата настоји се да омогући сигурнија подлога за одлучивање.

3.5. Импликације рачуноводствене опрезности

Најзначајнију материјалну манифестацију упражњавања рачуноводственог конзерватизма представљају латентне или скривене резерве, као део оствареног а неискazanог добитка. Значај разборитог понашања у процесу рачуноводственог утврђивања резултата у савременим условима пословања је несумњив. Међутим, не може се рећи да такво понашање не оставља никакав траг на материјалну садржину биланса.

У активи биланса стања примена принципа најниже вредности доводи до тога да нематеријална улагања и некретнине, постројења и опрема бивају периодично, применом довољно високих

отписа и употребом методе дегресивног отписивања, свођени на најмању вероватну вредност. Исти је случај са залихама, будући да поштовање принципа најниже вредности у процесу њиховог вредновања захтева узимање у обзир ниже вредности између: набавне вредности, односно цене коштања, са једне, и њихових тржишних цена, са друге стране. При билансирању потраживања, у складу са начелом опрезности, неопходно је узети у обзир све реалне ризике које прате њихову наплату и извршити отпис оних чија наплата је доведена у питање. Јасно је да примена рачуноводствене опрезности при вредновању позиција активе биланса, истовремено, доводи до смањења њихове вредности.

Обрнут је случај са позицијама пасиве биланса, будући да опрезно одмеравање њихове вредности, поштовањем принципа највише вредности, има за последицу безусловно и потпуно исказивање свих обавеза по највишим вероватним износивама.

Смањење имовине и повећање обавеза у билансу стања одражава се кроз више одмерене расходе, на висину периодичног резултата у билансу успеха. Разлика која се јавља између исказаног и претпостављеног реалног резултата представља латентне или у билансу стања скривене резерве. Произилази да, поштовање начела рачуноводствене опрезности и њиме условљено стварање латентних резерви доводи, антиципирањем расхода и непризнавањем нереализованих добитака, до међупериодичног преметања добитка. Управо у светлу наведене чињенице рачуноводствена опрезност се истиче као значајан инструмент за вођење политике исказивања и поделе, као и целокупне политике добити. Треба само нагласити да примена начела опрезности при остваривању циљева политике добити не подразумева излагање из оквира које приликом његовог тумачења поставе професионална регулатива и законски прописи.

На подручју политике исказивања добити, формирање и укидање латентних резерви омогућава исказивање периодичног резултата у складу са пословно-политичким циљевима предузећа, приказивање повољнијег рентабилитета у периодима привременог смањења приносне снаге, избегавање исказивања повремених губитака и др. Креирање и разлагање скривених резерви, на подручју расподеле, омогућава стварање претпоставки за проширење инвестиционих активности задржавањем већег дела оствареног добитка у предузећу у ситуацијама када акционари немају разумевања за потезе корпоративне управе, спречавање расподеле инфлаторних добитака, стварање претпоставки за превазилажење конкуренције итд.

3.6. Конзерватизам и исказна моћ рачуноводствених извештаја

Прихватање принципа опрезности од стране рачуноводства, као што је наведено, усмерено је на обезбеђење сигурније подлоге за одлучивање у условима неизвесности, односно, на заштиту свих који своје одлуке базирају на информацијама рачуноводственог информационог система. Међутим, и поред његове примене, информациони ризици још увек постоје. Штавише, његова примена их изазива.

Утврђивање периодичног резултата уз уважавање рачуноводствене опрезности изазива проблем премећања добитка између обрачунских периода, што води њиховом потцењивању, формирањем латентних резерви у једним и вероватно исказивању добитка изнад реалног нивоа, у неким другим периодима, када се латентне резерве приводе употреби. Наведено истовремено изазива опасност од презентовања нереалних резултата у тим периодима. Ако се, при томе, има у виду чињеница, да свако одступање стања и резултата у односу на неку претпостављену реалну меру и вредност значи истовремено и квалитативно смањење у исказној моћи рачуноводствених извештаја, постаје јасно да конзервативно понашање у припреми рачуноводствених извештаја носи извесну дозу несигурности у погледу њихове поузданости. Проблем се додатно заоштрава сазнањем да не постоји никаква прецизна мера шта значи бити конзервативан. Одсуство прецизнијих прописа који би тумачили примену начела опрезности, односно који би регулисали креирање и разлагање латентних резерви и отуда, упућеност корпоративног руководства и рачуновођа да наведени проблем решавају у контексту прихваћених начела уредног књиговодства и билансирања, доводи до тога да рачуноводствени конзерватизам, односно његови ефекти буду нестални и из године у годину променљиви. Управо та његова несталност и променљивост додатно пооштрава присутан проблем колидирајућих захтева у вези са потребом за презентирањем истинитих и поштених извештаја и конзервативног приступа извештавању и чини да и најбољи читаоци биланса имају проблема са интерпретацијом таквих извештаја.

Посебан проблем при практичној интерпретацији рачуноводствених извештаја јавља се код предузећа која не воде неку смишљену конзервативну политику и са њом повезану политику стварања и разлагања латентних резерви. У таквим случајевима изостаје могућност сагледавања утицаја стварања и разлагања латентних резерви на финансијски положај и зарађивачку способност предузећа. Поред тога, немогуће је разлучити, чак и са становишта потреба оних који управ-

љају, у којој мери су промене у исказаним периодичним резултатима последица остварних пословних трансакција, а у којој мери последица примењене рачуноводствене методологије.

Треба, такође, нагласити да информациони ризици, који се на овај или онај начин везују за рачуноводствени конзерватизам и који се првенствено односе на садашње и потенцијалне инвеститоре, предузећу могу донети неке директне штете. Имајући у виду да предузеће вреднују инвеститори на тржишту капитала и да при томе информације о добитку и финансијском положају, заједно са информацијама о дивидендама, представљају важан сигнал о текућој и на њој заснованој будућој зарађивачкој способности предузећа, може се очекивати да ће мањи или већи конзерватизам бити обухваћен ценом акција. Сходно томе, већи конзерватизам кроз емитовање погрешних сигнала може преко депресијације цене акција довести до пада тржишне вредности предузећа. У исто време, значајније депресирање вредности имовине и резултата може код повериоца створити погрешан утисак о финансијском положају предузећа и ограничити њихова давања, што у крајњој линији може угрозити раст и развој предузећа.

ЗАКЉУЧАК

На крају, после наведеног излагања, само по себи намеће се питање да ли користи од конзервативног понашања у припремању рачуноводствених извештаја могу да надоместе штету коју такво понашање има по исказну моћ рачуноводствених извештаја.

Одговор на постављено питање није нимало једноставан и условљен је границама конзервативног понашања.

Опрезност у границама разборите реакције на неизвесност није у сукобу са захтевима за потпуним и објективним извештавањем. Међутим, у таквим условима се подразумева разоткривање природе и дејства разборитог понашања по исказану зарађивачку способност предузећа и његов финансијски положај у допунским рачуноводственим извештајима. На тај начин финансијски извештаји се састављају уз уважавање услова неизвесности, не доводећи при томе у питање њихову истинитост и потпуност. Опасност од угрожавања интереса инвеститора и интереса корпоративног предузећа као пословно-правног ентитета јавља се у случају прекорачења границе разборите реакције на неизвесност.

У дугом року колизија између опрезног и поштеног извештавања се смањује. Подсећања ради, циљ рачуноводства јесте да измери резултат

једног обрачунског периода а да не ризикује да се таквим мерењем нанесе штета будућим обрачунским периодима. Дакле, са становишта захтева за заштитом производне способности корпоративног предузећа у будућности и дугорочних циљева свих интересних група, опрезност ни у кратком року не нарушава императив поштеног извештавања. Она само доводи до прерасподеле укупног резултата између обрачунских периода, не доводећи тиме у питање материјалну исправност биланса у дугом року.

Такође, треба имати у виду да све интересне групе корпоративног предузећа толеришу и признају опрезно одмеравање резултата и са тим повезану, једну разумну и морално чисту политику рачуноводствене опрезности, која ће се реализовати у оквиру допустивог маневарског простора који остављају рачуноводствени принципи и стандар-

ди. Међународни рачуноводствени стандарди, као израз напора да се постигне једнообразност у извештавању, остављају довољно простора за примену рачуноводствене опрезности.

ЛИТЕРАТУРА

- Малинић, др Д., *Политика добити корпоративног предузећа*, Економски факултет, Београд, 1999.
- Малинић, др Д., “Рачуноводствени конзерватизам и билансно информациони ризици”, Зборник радова, 31. симпозијум: “Примена рачуноводствених и стандарда ревизије у нашој земљи”, Златибор, 2000.
- Ранковић, др Ј., *Теорија биланса I*, пето проширено и потпуно прерађено издање, Економски факултет, Београд, 1992.

др Мирослав
ТОДОРОВИЋ*

Увод у бихејвиоралне финансије

Резиме: Многи фундаментални модели модерне науке о финансијама засновани су на претпоставкама о рационалним инвеститорима и ефикасним тржиштима. Инвеститори, међутим, нису увек рационални, нити су тржишта увек довољно ефикасна. Тако настаје плодно тле за развој нових финансија – бихејвиоралних финансија. Бихејвиоралне финансије су занимљиве и интригантне. Аутор теорије очекиваног избора, која је у основи бихејвиористичка, награђен је за допринос економској науци Нобеловом наградом. Па ипак, данас су бихејвиористи, нажалост, далеко од циља да понуде довољно компактну, употребљиву и разумљиву алтернативу данашњој (несавршеној) науци о финансијама. Са овим запажањем сложиће се највероватније и највећи број читалаца овога рада.

Кључне речи: бихејвиоралне финансије, традиционалне финансије, рационални инвеститор, ефикасност тржишта, когнитивна психологија, теорија очекиваног избора, ограничења арбитраже

УВОД

Тешко је означити и класификовати бихејвиоралне финансије (behavioral finance). Бихејвиоралне финансије не представљају, свакако, нову грану у оквиру финансија какве данас знамо – традиционалних или модерних финансија. Протагонисти бихејвиоралних финансија имају намеру да бихејвиоралне финансије постану дисциплина која ће потиснути традиционалне финансије. У вези са тим, један од најзначајнијих бихејвиориста – Thaler, предвиђа 1999. године „крај бихејвиоралних финансија“ за двадесетак година од тада, тако што ће термин *бихејвиорално* постати сувишна фраза, јер ниједне друге финансије неће ни постојати.

У домену теорије бихејвиоралне финансије настоје да заокруже ставове поникле на учовању недостатака модерних финансија, односно традиционалне финансијске доктрине. Као што им и име сугерише, бихејвиоралне финансије се заснивају на упливу ставова првенствено из психологије (и у мањој мери социологије) у финансије, што се интензивније дешава у, рецимо, последње три деценије. Један од родоначелника бихејвиоралних финансија Капетан, иначе психолог по струци, награђен је 2002. године Нобеловом наградом за економију.¹ Замајац развоју ове области дао је и велики берзански крах 1987. године - популарни „црни понедељак“ - који је готово необјашњив из перспективе традиционалних финансија. Бихејвиоралне финансије укореиле су се и

*) Професор Економског факултета Универзитета у Београду

1) Његов коаутор, такође психолог, Тверски, који би готово сигурно такође добио ову награду, умро је, нажалост, 1996. године.

у пословној пракси: финансијске институције, попут хец фондова, нуде стратегије инвестирања засноване на бихејвиоралним финансијама.

На нашим просторима о бихејвиоралним финансијама је веома мало писано. Оне су ретко коме познате. Намера овог рада је да попуни ту празнину. Разлог више за презентовање овог рада је, можда, и чињеница да у условима слабо ефикасног тржишта капитала, какво је у основи наше, модели традиционалних финансија, иако не безначајни, немају, свакако, своју пуну снагу.

1. ОСВРТ НА ТРАДИЦИОНАЛНЕ ФИНАНСИЈЕ

Бихејвиористи замерају много тога традиционалним финансијама. Истакнимо за почетак градивне елементе традиционалних финансија, односно поставку традиционалних финансија онакву каквом је виде бихејвиористи, а потом тржишне аномалије откривене кроз емпиријска истраживања које по бихејвиористима чине традиционалне финансије неодрживим.

1.1. Поставка традиционалних финансија

Традиционалне финансије теже да разумеју финансијске одлуке претпостављајући да су економски агенти (појединци и институције) који наступају на финансијским тржиштима рационални, а тржишта ефикасна. Рационалност значи да агенти доносе одлуке које представљају најбољи могући избор за њих. У процесу одлучивања они исправно процесуирају информације, способни су да их интегришу и разумеју и да у потпуности разумеју будуће консеквенце својих одлука; *људи су Ното есономісус*-и, истичу бихејвиористи. Рационални инвеститори представљају предуслов ефикасности тржишта. На ефикасним финансијским тржиштима цене хартија од вредности одражавају њихову фундаменталну вредност („цене су тачне“), а рационални инвеститори су способни да коригују утицаје евентуалних ирационалних тржишних учесника.

Рационални инвеститори

Традиционалне финансије су прожете и натољене идејом о рационалном инвеститору, и њу можемо затећи у готово свим фундаменталним концептима традиционалних финансија: рационални инвеститор држаће диверзификовани портфолио, стога је за њега и за вредновање средстава релевантан само тржишни ризик (модел вредновања капиталних средстава – CAPM); рационални инвеститор увек зна праву вредност средства, те ако цене средстава одступају од пра-

ве вредности, спреман је да уђе у арбитражу (теорија арбитражног вредновања – АРТ); рационални инвеститор настоји да максимизира сопствену очекивану корисност односно да максимизира принос за задати ризик или да минимизује ризик за задати принос (Markowitz-ева оптимизација портфолија); ниједан рационални инвеститор неће искористити call опцију ако се средство на тржишту продаје по цени мањој од цене реализације call опције (Black-Scholles-ов модел вредновања опција).

Ното есономісус доноси одлуке у условима ризика (када су објективне вероватноће исхода познате) у складу са Neumann-Morgenstern-овом теоријом очекиване корисности. Неколико важних парадигми је уграђено у такво понашање Ното есономісус-а. За почетак, он доноси одлуке и оптимизује разматрајући све могуће алтернативе, потпуно разуме све консеквенце донетих одлука, није ограничен когнитивним способностима и могућностима, поседује способност да решава комплексне проблеме и има екстремно високе способности рачунања. Пошто су за доношење одлука веома важна очекивања агената, Ното есономісус формира очекивања која су у сагласности са законима вероватноће и редовно их ажурира како нове информације притичу на тржиште (Бајесово правило). Он коректно и конзистентно дисконтује очекивана будућа примања готовине, а износи које придодaje појединим исходима нису под утицајем његовог расположења, осећањима према другима и сл. На крају, он не воли ризик, односно поседује одбојност или аверзију према ризику. На више практичном терену, рецимо приликом конструкције портфолија, Ното есономісус не само да може предвидети принос и ризик појединих средстава, нпр. акција, већ у виду има и интеракцију односно статистичку везу између приноса сваког пара акција.

Ефикасна тржишта

Својом рационалношћу инвеститори обезбеђују ефикасност тржишта. Према хипотези ефикасних тржишта (Fama, 1970) текуће тржишне цене средстава одговарају фундаменталним (правим, коректним или интрисичним) вредностима средстава. Нове јавне информације које долазе на тржиште инстантно се уграђују у текуће цене средстава, не остављајући простор за остварење абнормалних приноса који би били резултат трговања на бази тих нових информација. У сваком тренутку, дакле, тржишне цене одражавају све расположиве информације на тржишту. У вези са овом хипотезом је и поставка о случајном кретању цена акција, коју је лансирао Самуелсон (Samuelson, 1965) који тврди да је на информативно ефикасном тржишту немогуће прогнозирати

промене цена у које су уграђене све информације и очекивања свих тржишних агената.² Не препоставља се да су нужно сви инвеститори рационални, али тржишта су рационална. Трговине ирационалних су случајне и једна другу поништавају и не утичу на цене. Чак иако су сви ирационални инвеститори ирационални на сличан начин, они рационални ће исправити свако погрешно вредновање акција до кога би могло доћи. Хипотезом ефикасних тржишта заступа се став да конкуренција међу инвеститорима који желе остварење профита води цене средстава до њихових фундаменталних вредности. Евентуално нетачно вредновање средстава (*misspricing*) тј. потцењеност/прецењеност средстава, односно ценовна аномалија бива у кратком року уклоњена активностима арбитраже. Рационални арбитражери су спремни да купе потцењено средство и кратко продају прецењено средство са сличним карактеристикама, што подиже цене потцењених средстава и обара цене прецењених и тако обезбеђује поновно коректно вредновање средстава – при ком је цена једнака фундаменталној вредности. Због симултаног заузимања дуге и кратке позиције у сличним средствима (нпр. акције две нафтне компаније) арбитража је неризична (евентуална негативна померања због шокова у нафтној индустрији на дугој позицији, биће поништена позитивним померањима на краткој позицији) и није скопчана са трпљењем додатних трошкова.

1.2. Тржишне аномалије као контрадикција традиционалних финансија

Налази из бројних емпиријских истраживања стављају озбиљан знак питања на доминантан традиционални модел вредновања средстава - САРМ и хипотезу о ефикасним тржиштима. У наставку ћемо размотрити неке од њих.

Истраживања су показала да неке групе акција остварују приносе веће од других и након прилагођавања за разлике у ризику. Познати су тако ефекти већих приноса акција предузећа са малом тржишном капитализацијом у односу на велика – *ефекат величине*, акција са високом фундаменталном вредношћу у односу на тржишну вредност - акција вредности – наспрам акција раста – *ефекат вредности*, акција које су имале добре

перформансе у прошлој години у односу на акције са slabим перформансама – *ефекат моментума*, акција које су имале лоше перформансе у последњих 3-5 година у односу на оне које су имале добре - *ефекат дугорочног обрта* и сл.

Позната су и истраживања тзв. *ефеката календара* која откривају цикличне аномалије у приносима акција као што су нпр. виши приноси последњег дана у месецу и прва три дана у наредном месецу, високи негативни приноси након викенда у коме се дешава промена рачунања времена, што је вероватно директан резултат промена у обраци спавања инвеститора (Камстра, Крамер, Леви, 2000), високи приноси пред празнике – *ефекат празника*, много већи приноси у јануару него у другим месецима, посебно на акцијама мале капитализације – *ефекат јануара*, релативно високи приноси у петак у поређењу са приносима понедељком – *ефекат викенда*. У вези са последњим, загонетно је то што се принос понедељка практично протеже на три дана, те би због дужег рока и већег ризика требало да буде бар исти као (једнодневни) принос петка.³ Истраживања показују и да су премије на акције изнад приноса на обвезнице тако високе да се то не може објаснити путем САРМ – *загонетка премија на акције*. Аномалије приноса су посебно присутне код иницијалних јавних понуда – IPO и тичу се феномена *потцењености акција из IPO*.

Још једна неефикасност тржишта уочена је код затворених инвестиционих фондова. За очекивати је да цене акција ових фондова, којима се слободно тргује на финансијским тржиштима, буду једнаке публикованим и јавно доступним подацима о нето вредности имовине фонда по акцији. Међутим, овим акцијама се често тргује уз значајне дисконте (и знатно ређе са премијама). Позната су и истраживања која показују да тржишта бурно реагују на објаве кварталних резултата предузећа (једно од првих истраживања објавили су Ball и Brown далеке 1968. године). Сходно резултатима таквих истраживања, цене акција расту (падају) када предузећа обелодане веће (мање) резултате од очекиваних, при чему тржиште одговара оштро (претерано реагује) на ове објаве и то скретање у приносу се продужава на неколико месеци након објаве (*post-earnings-announcement drift*).

- 2) Међутим, Grossman и Stiglitz (1980) одбацују идеју о ефикасним тржиштима говорећи да, ако би тржишта била информационо савршена и ако би свака релевантна информација била већ уграђена у цене, нико не би имао мотивацију да прибавља те информације. Онај ко троши новац за прибављање информација не би био награђен за тај напор, што би резултирало престанком трговања и колапсом тржишта. Другим речима, инвеститори ће бити вољни да прикупљају нове информације и да тргују помоћу њих само ако постоје тржишне неефикасности. Замерке поставци ефикасних тржишта упућивао је још и Кејнс, код кога се могу пронаћи и нека друга запажања блиска бихејвиористичким. Анегдотска је и изјава Ворена Бафета који отприлике каже: „Да су тржишта увек ефикасна ја бих већ одавно просио негде на улици“.
- 3) Занимљиво је, рецимо, да и геомагнетне олује имају негативан утицај на приносе акција и берзанске индексе, пошто су инвеститори склони да више продају акције у олујним данима, приписујући своје лоше расположење наводној негативној економској перспективи. За детаље видети нпр. Robotti, С. и Krivelyova, А. (2003).

Укључивања и искључивања акција из берзанских индекса свакако не мењају садашњу вредност будућих дивиденди које ће акције одбацити, али доводе до крупних промена у ценама акција. Тако нпр. када је у децембру 1999. године Yahoo додат у S&P 500 менаџери фондова који прате индексе морали су да купе ове акције, иако је њихов број у слободном промету био веома ограничен. Та додатна тражња погурала је за недељу дана цену акције навише за 50%, и за 100% за месец дана. Осамнаест месеци касније цена акције је пала за преко 90% (Ritter, 2003). Ritter назива овај феномен *тиранијом индекса*. Он додаје и да је у јулу 2002, за само седам дана цена акција Royal Dutch пала за 17% када је *Standard and Poors*, уклањајући из индекса компаније са седиштем изван САД, најавио да ће искључити ову акцију из S&P 500.

Можда најкрупнију контрадикцију хипотезе ефикасних тржишта представљају дугорочна и интензивна погрешна вредновања акција, посебно она везана за тзв. *мехурове и тржишне крахове*. Дугорочна потцењеност акција на глобалном нивоу била је присутна у периоду 1974-1982. године. Познатије мехурове који су завршили тржишним краховима представљају јапански и тајвански мехур у 80-им и, свакако, интернет мехур у периоду 1999-2000. Крупни крахови тржишта у новије време десили су се 19. октобра 1987. и почетком светске економске кризе у 2008. години. Занимљива је чињеница да не постоје никакве релевантне реалне економске информације (осим саме информације о глобалном слому тржишта капитала) које су претходиле непредвидљивом урушавању светских берзи на „црни подељак“ 1987. године. Дрasticан талас урушавања тржишних цена акција започео је тог јутра у Хонг Конгу и коначно завршио у Њујорку са поражавајућим резултатом по све светске индексе - Dow Jones је у једном дану изгубио 508 поена, односно 22,60%. Овај догађај представљао је посебан замајац за развој бихејвиоралних финансија.

Поставка о арбитражи, на коју се позивају традиционалне финансије, је логична: нетачне цене креирају атрактивну неризичну инвестициону прилику за рационалне трговце – тзв. арбитражна прилика. Арбитражери, продајући на кратко скупе акције и купујући најсличније јефтине акције, брзо искоришћавају ове прилике и поништавају нетачне цене. Арбитража, међутим, није ни неризична ни бесплатна. Стратегије за кориговање нетачних цена су скопчане са значајним ризиком и трошковима, што дозвољава да погрешно вредновање преживи. Улазак у контра-позицију са слич-

ном хартијом од вредности потребан је да би се уклонио фундаментални ризик. Сличне хартије, међутим, немају увек исти фундаментални ризик. То показују Wurgler и Zhuravskaya (2002), који тврде да за медијалну акцију у S&P 500, акција најбољи могући супститут објашњава мање од 25% варијација у њеном приносу. Осим тога, потцењеност/прецењеност акција се може увећати након уласка у арбитражу, што ће, због потреба за ликвидношћу или због страха од претераних губитака, принудити арбитражера да ликвидирају позиције сувише рано.⁴ Арбитража тада не успева, а уместо да нестану, грешке у вредновању бивају још веће. Склоност инвеститора да поново уђе у нову арбитражу, чак и у условима јако високе потцењености/прецењености хартија од вредности, биће значајно мања. Арбитража ће бити утолико несавршенија уколико су регулативом прописана ограничења за продају на кратко, што није редак случај.

2. ОСНОВЕ

БИХЕЈВИОРИСТИЧКЕ ПОСТАВКЕ

Многи, ако не и већина инвеститора на финансијском тржишту, према бихејвиористима, далеко су од рационалних, и такво понашање није епизодно, већ стално. Уместо да процењују фундаменталну вредност акција, инвеститори заправо настоје да погоде будуће цене акција, премало диверзификују, превише тргују, држе губитничке акције (акције којима цена пада), а продају добитничке и сл. Стога, бихејвиористи желе да замене Ното економичус-а реалистичнијим моделом агента на финансијским тржиштима. Бихејвиористи верују и да су тржишне цене веома непрецизне и да је претерано реаговање цена акција више правило него изузетак.

Два градивна елемента на којима се развијају бихејвиоралне финансије су когнитивна психологија (људи нису рационални) и претходно објашњена ограничења арбитраже (тржишта нису ефикасна). Обимна литература из области психологије нуди бројне доказе да људи чине систематске грешке при доношењу одлука (самоувереност, посвећивање превише пажње текућем искуству и сл.) и да поседују дисторзије у преференцијама када бирају између алтернатива. Психолошким истраживањима обухваћена је когнитивна димензија људског понашања (како анализирају податке и доносе закључке) и димензија афекта (емотивни одговори на стимулусе из окружења и како ти одговори утичу на понашање).

4) Карактеристичан је пример корпорације са двоструким листингом Royal Dutch – Shell, када се 1997. године Royal Dutch акцијама трговало са премијом од 8-10% изнад цене Shell. Бројни инвеститори који су покушали арбитражу претрпели су крупне губитке, међу којима се истичу губици хеш фонда LTCM у чијем управном одбору су била двојица нобеловаца, Scholes и Merton. Фонд је инвестирао чак 2,3 млрд. \$ у кратку позицију у Royal Dutch и дугу позицију у Shell-у, али уместо да се према „закону једне цене“ цене акција изједначе, разлика се увећала на 22%. LTCM је био присиљен да ликвидира позиције и претрпи губитак од 286 мил. \$.

Бихејвиористи истичу да су људи, за почетак, ограничених капацитета пажње и, стога, способности да раде више ствари симултано, ограничених капацитета да процесуирају информације и релативно скромних способности да решавају комплексне проблеме. Осим тога, људи брину о друштвеним консидацијама својих поступака, нпр. одбијајући да инвестирају у дуванске компаније (Baltussen, 2009). Ограничене способности рационалних инвеститора доводе у сумњу поставку да они увек могу да коригују понашање нерационалних инвеститора.

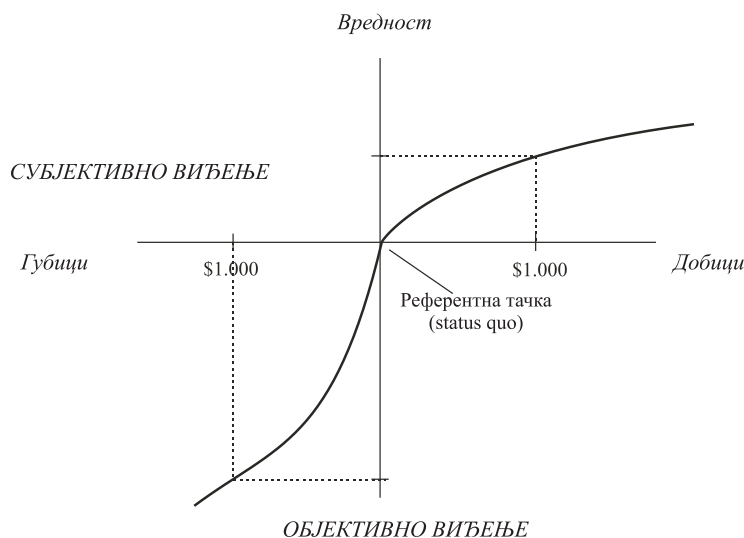
2.1 Психолошка основа преференција и теорија очекиваног исхода

О чему људи брину, шта воле, а шта не воле, ако воле, шта више воле, да ли ранија искуства и емоције утичу на њихове склоности, само су нека од важних питања везаних за психолошку основу преференција. Бихејвиористи истичу да за разлику од *Homo economicus*-а, *Homo sapiens* брине о променама у благостању, а не о укупном благостању, третира губитке другачије од добитака, склон је ризику у домену губитака, различито гледа на промене вероватноће неког исхода у зависности од његове извесности, пореди исходе са другим исходима, формира преференције под утицајем ирелевантних емоција и сл.

Најважнија теорија у оквиру бихејвиоралних финансија је теорија очекиваног избора или теорија изгледа (Prospect Theory), укључујући и њену донекле ревидирану и проширену верзију, популарно - кумулативну теорију изгледа (Cumulative

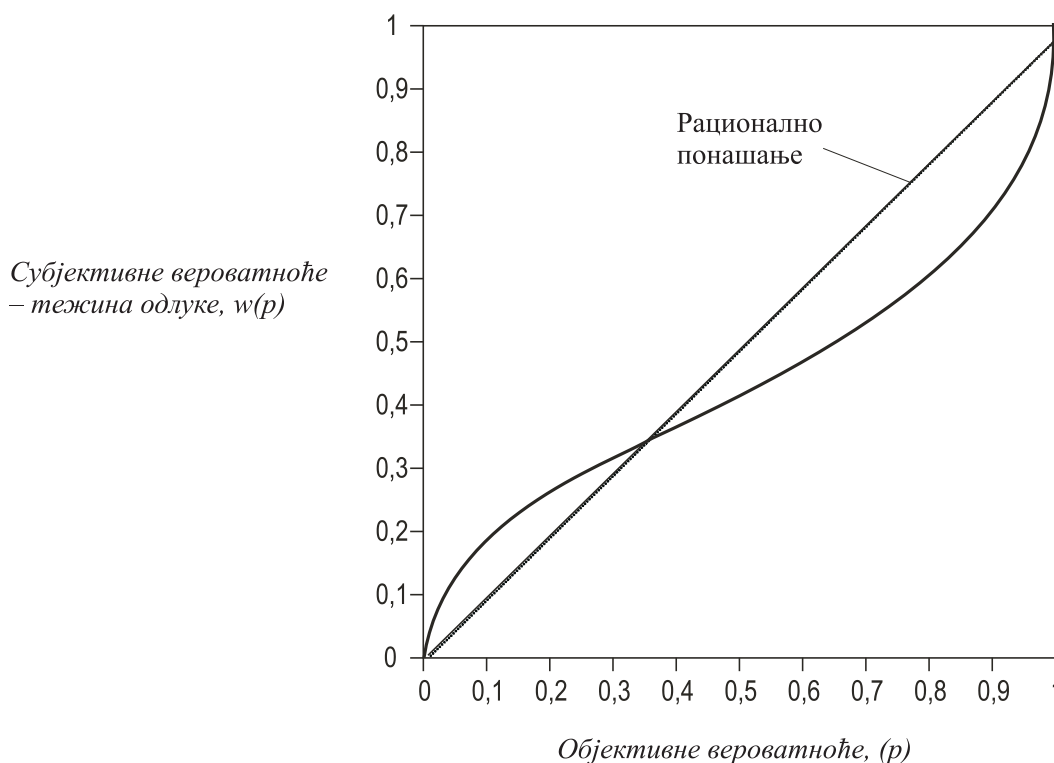
Prospect Theory), чији су творци Канеман и Тверски (Kahneman и Tversky, 1979, Tversky и Kahneman, 1992) у којој је описано понашање индивидуа у ситуацијама неизвесности када постоје изгледи добитка и губитка.⁵ И док се традиционална теорија очекиване корисности фокусира на укупан ниво благостања, теорија очекиваног избора истиче да појединци брину о променама у благостању. Промене у благостању – добици и губици – одмеравају се у односу на *референтну тачку* (status quo). Шта ће бити референтна тачка доносиоца одлуке зависи од раније донетих одлука, аспирација, очекивања, норми, друштвених поређења и других „сидара“ и фактора контекста. Референтна тачка се, дакле, разликује од ситуације до ситуације. Како ће појединац проценити исход одлуке зависи од тога да ли она доноси добитке или губитке, будући он анализира губитке другачије од добитака. Људи више воле сигурне од несигурних и више ризичних добитака, те у домену добитака испољавају *аверзију према ризику*. На другој страни, у домену губитака, људи су спремни да се коцкају са губицима, те показују *склоност ризику*. Стога је функција корисности конкавна за добитке и конвексна за губитке. Губици имају „већу вредност“ од добитака истог износа; бол због изгубљених 1.000\$, већа је од задовољства које доноси зарађених 1.000\$, те је функција корисности са стрмијим нагибом у домену губитака, него у домену добитака. Људи, дакле, поседују *аверзију према губитку*. Једна од импликација аверзије према губитку је *склоност избегавања промена* (status quo bias), пошто су потенцијални недостаци због напуштања status quo-а већи него потенцијалне користи.

Графикон 1. Функција корисности - добици, губици и њихова вредност



5) За разлику од нормативне теорије очекиване корисности, она представља дескриптивну теорију избора у условима неизвесности. Због разумног ограничења обима овог рада овим теоријама се нећемо детаљно бавити.

Графикон 2 - Вероватноће и „тежина одлуке“



Принцип максимизације вредности (корисности) и даље важи, само што се она не максимизира на основу објективне вероватноће већ на основу субјективно пондерисаних вероватноћа, или „тежина одлуке“, које су, како се и на графикону који следи може уочити, ниже од кореспондирајућих вероватноћа, осим у распону малих вероватноћа.

Промене благостања у односу на референтну тачку оцењују се са опадајућим сензитивитетом. То значи да се померања вероватноће исхода са 0% на 10% тумаче као већа промена, него промена са 30% на 40% - *прецењивање малих вероватноћа*. Другим речима, напуштање зоне потпуно невероватног више вреди тј. има већу тежину од повећања вероватноће у средњем распону вероватноће - *ефекат могућности*. И промена вероватноће са 90% на 100% има већу тежину него промена са 30% на 40% - *ефекат извесности*, мада промена са 0% на 10% има већу тежину него промена са 90% на 100%. Овај парадокс у преференцијама уочио је француски економиста Allias. Парадокс је и емпиријски тестиран у више наврата. Тако нпр. група испитаника је замољена да одговори на следеће дилеме:

- да ли би више волео да добијеш 3.000\$ са вероватноћом добитка 25% или 4.000\$ са вероватноћом добитка од 20%, где је 35% испитаника бирало прву, а 65% испитаника другу опцију, иако је прва скопчана са већом шансом остварења, и

- да ли би више волео да зарадиш 3.000\$ са вероватноћом 100% или 4.000 \$ са вероватноћом 80%, када је чак 80% испитаника бирало прву алтернативу, а само 20% другу, иако је очекивани добитак друге алтернативе већи.

Прецењивање малих вероватноћа и лоша процена вероватноће екстремних догађаја узрокују тзв. *коцкарску грозницу* и великим делом објашњавају популарност игара на срећу. О другим проблемима везаним за процену вероватноће од стране појединаца више речи биће у наставку текста, а на овом месту представимо још један, који су експериментално испитали Канеман и Тверски. Испитаници стављени пред следећу дилему: *Линда има 31 годину, неудата је, отворена и врло паметна. Магистрирала је филозофију. Као студент, била је активна у питањима дискриминације и социјалне правде, а учествовала је и у антинуклеарним протестима.*

- 1) Линда је благајница у банци
- 2) Линда је благајница у банци и активна је у феминистичком покрету.

Чак 85% испитаника одабрало је опцију 2 иако такав одговор представља кршење основног аксиома теорије вероватноће по коме је вероватноћа да елемент припада и скупу А и скупу Б мања или једнака вероватноћи да елемент припада само скупу А.

Аверзија према ризику у домену добитака и склоност ризику у домену губитака

Начин на који се проблем презентује - формулација проблема – утиче на избор који ће појединац учинити – *ефекат обликовања, уоквирења или фрејминга* (framing). Људи, наиме, користе информације онако како су презентоване, што указује и на то да се формулацијом питања може утицати на исход одлуке.⁶ У том смислу, у литератури се често наводи чувени експеримент Канемана и Тверског познат као „проблем Азијске болести“. Испитаницима је представљен следећи сценарио: *Очекује се продор необичне азијске болести у САД, од које ће, ако се ништа не уради, умрети 600 људи. Предложени су следећи програми за борбу против болести са одговарајућим прецизним лекарским проценама исхода, ако се исти прихвате:*

- програм А – 200 људи ће бити спасено,
- програм Б – 1/3 вероватноће да ће бити спасено 600 људи и 2/3 вероватноће да нико неће бити спасен.

Од анкетираних испитаника 72% се изјаснило за програм А, а 28% за програм Б. Међутим, када су исти програми представљени у другачијем светлу:

- програм А – 400 људи ће умрети
- програм Б – 1/3 вероватноће да нико неће умрети и 2/3 да ће 600 људи умрети, само 22% испитаника се определило за програм А, а 78% за програм Б.

Примећујемо, наравно, да је очекивани исход оба програма исти - 200 спасених од 600 угрожених људи – али су преференције различите у зависности да ли је проблем приказан термином „спасених људи“ или термином „умрлих људи“. Када је проблем уоквирен у „рам добитака“ људи не воле ризик и бирају сигуран добитак (програм А) у веома високом проценту од 72%. Уоквиравањем у „рам губитака“ чак 78% испитаника пристаје да се коцка са ризиком губитка живота људи. Приметно је и да разлика између две опције добија већу тежину ако се вага као разлика између два губитка (78%:22%) него ако се вага као разлика између два добитка (72%:28%), што је конзистентно са већим нагибом функције корисности у домену губитака.

У вези са утицајем формулације проблема на процес инвестирања, занимљиво је можда запажање да се спремност запослених да инвестирају део својих зарада у акције предузећа у коме раде (ESOP програм), која је генерално слаба, може увећати уколико се уместо опције добровољног приступања плану, проблем постави као добровољно иступање из плана. Ако својим потписом морају да потврде да иступају из плана запослени то доживљавају као губитак, те ће се тада испољити склоност коцкању са губицима, што значи да ће одбити да потпишу иступање из плана. Добровољно приступање као „позитиван оквир“, у коме важи аверзија према ризику, значило би да запослени пристаје да се одрекне сигурних данашњих добитака (дела зараде), зарад несигурних будућих добитака по основу дивиденди на акцијама и капиталног добитка.

Аверзија према губитку

Поставка о аверзији према губитку коју су лансирани Канеман и Тверски веома је значајна за разумевање понашања агената на финансијском тржишту. За разлику од традиционалне финансијске доктрине где се претпоставља да је долар губитка подједнако тежак као долар добитка, Канеман и Тверски тврде и психолошким експериментима показују да долар непожељног губитка има отприлике 2 1/2 пута већу тежину од подједнако вероватног пожељног долара добитка. Њихови испитаници, наиме, тражили су добитак од чак 250\$ да би пристали на игру бацања новчића у којој ако промаше исход бацања губе 100\$,⁷ одакле закључују да је долар губитка 2 1/2 пута болнији од долара добитка.^{*} Аверзија према губитку представља свакако део објашњења зашто су инвеститори спремни да држе акције којима је цена пала, а да продају акције којима је цена расте. Инвеститори су заправо несклонни да признају да су погрешили у одлуци те ће радије у портфолију задржати губитничке акције, ризикујући додатне губитке, него што ће признати губитак и реинвестирати новац од продаје тих акција у нова средства.¹ Продајом акција које губе инвеститори се суочавају са болним ефектима губитака и кајања, док „папирни губици“ за њих нису „прави губици“. Зато у трговању на берзама можемо видети мноштво малих добитака и само мали број губитака. Овим се може објаснити и зашто су агрегатни обими трговине акцијама на

6) Теорија рационалног избора претпоставља ирелевантност описа: еквивалентне формулације проблема избора воде истом редоследу преференција.

7) Очекивана вредност игре = $1/2 \times 250\$ + 1/2 \times -100\$ = 75\$$.

*) Слично претходном, један експеримент је показао да ће многи одбити игру бацања новчића у којој када погоде добијају 200\$, а када промаше губе 100\$, док ће игру, која има исти очекивану вредност, где ако погоде добијају 100\$ сви радо прихватити.

1) Shefrin и Statman (1985) означавају ову аномалију као ефекат предиспозираности (disposition effect).

тржишту много већи у доба раста цена (bull market), него на падајућим тржиштима (bear market). Таква законитост се може уочити и на тржишту некретнина где када цене станова расту, расте обим продаје и станови се брзо продају по траженим ценама, док када цене падају, обим продаје опада и станови дуго стоје непродати јер су тражене цене од стране продаваца много веће од цена које су купци спремни да плате. На тржишту некретнина је приметно и да су тражене цене за куће које су купљене по већој цени, веће него цене за куће купљене по нижој цени. То вероватно делом објашњава и моменат да људи имају отпор према продаји акција испод њихове куповне цене. Појединци показују склоност и да приписују значајно већу вредност објектима које поседују, него објектима које не поседују - *задужбинарски ефекат (endowment effect)*, те се експериментима показује да траже и два пута већи износ да би продали, од износа који би били спремни да плате да би исту ствар купили.²

Држање губитничких акција у портфолиу и продаја оних којима цена расте повезана је, свакако, и са склоношћу људи за сигурним добицима и коцкањем са губицима. Међутим, на преференције људи утицај имају и ранији исходи (path-dependence). Досељеници из градова где су цене веће троше више новца на домаћинство него особе који су у исти град дошле из градова са ниским ценама. Након добитака на коцкању, индивидуе показују мање аверзије према губицима, док, насупрот томе, када искусе губитке повећава им се аверзија. Thaler и Johnson (1990) уводе као допуну претходном ставу и тзв. *ефекат лако зарађеног новца (house-money effect)*. Премиса је да су појединци више спремни да се коцкају и преузимају ризик са новцем који су лако или неочекивано добили. Непријатан осећај кајања због евентуалног губитка (људи поседују и *аверзију према кајању*) може се ублажити сећањем на остварене добитке. Аверзија према губитку биће утолико мања уколико је мала шанса да ће изгубити цео ранији добитак. Склоност ризику биће већа и у ситуацијама где постоји шанса да се текућом одлуком може у целини надокнадити раније претрпљен губитак.³ Насупрот томе, склоност ризику ће бити мала уколико текућом одлуком инвеститори ризикују да изгубе цео раније остварени добитак или ако одлуком не могу надокнадити целину већ претрпљеног губитка.

2.2. Психолошка основа веровања, процена и одлучивања

Како људи размишљају и како заиста доносе одлуке и колико су при томе рационални, питања су којима ћемо се позабавити у наставку текста. Ова питања су, наравно, уско повезана са већ размотреним психолошким концептима преференција, што читалац свакако треба да има у виду. Како тврде Канеман и Тверски, уместо да се фокусира на максимирање укупног богатства, индивидуа посматра сваку ситуацију одлучивања као *независан, изоловани догађај (isolation effect)* и одлуку доноси на основу *добитака/губитака* у односу на референтну тачку. Пошто се изоловање може извршити на различите начине, то може водити *неконзистентним преференцијама*, што је свакако једна од карактеристика људске личности. Потреба да се повезани догађаји посматрају као засебни вероватно представља део објашњења појаве да инвеститори више брину о променама цена појединих акција у портфолиу, него о променама вредности целине портфолија. Осим тога, кроз призму добитака/губитака лакше је оценити одлуку, него самеравањем њеног утицаја на целину благостања. Да би превазишли проблеме ограничених капацитета пажње, процесуирања информација и решавања комплексних проблема, људи се ослањају и на релативно мали број једноставних практичних правила, довијања (*rules-of-thumb*) или *хеуристика*. Људи све то раде како би поједноставили и олакшали процес одлучивања. И док хеуристика чини одлучивање лакшим, она уводи у процес одлучивања и разне *друге неконзистентности, илузије или скретања*, и може водити субоптималним инвестиционим одлукама. Тако нпр. уместо да бирају акције за портфолио водећи рачуна о корелацијама њихових приноса, инвеститори су склони да распореде расположива средства подједнако између атрактивних акција, чију атрактивност процењују изоловано. То води неефикасним портфолијима и игнорисању користи од диверзификације.

Потпун инвентар свих хеуристика и когнитивних илузија на које се позивају бихејвиористи тешко је сачинити. Ипак, у наставку ћемо укратко размотрити оне наизглед важније.

За разлику од Ното економісуса људи формулишу проблеме и оцењују исплативост исхода у суженом оквиру тзв. *менталног рачуноводства (Thaler, 1985)*. Људи имају склоност да „отварају у глави“ „менталне рачуне“ или „менталне буџете“.

- 2) Benartzi и Thaler (1995) износе да је аверзија према губитку представља део објашњења зашто акције остварују суштински веће приносе од обезвница (загонетка премија на акције) у односу на оно што би се могло очекивати према CAPM.
- 3) Тиме се ваљда може објаснити психолошко запажање, које је у контрадикцији са ставовима изнетим у овом параграфу, да је у трговачкој на берзама након јутарњих губитака поподне већа спремност за прихватање ризика.

те“ за различите одлуке као што су „новац за домаћинство“, „новац за уживање“, „новац за одмор“, „новац за инвестиције“ и сл. Таква пракса нам помаже да превазиђемо проблем самоконтроле. Новац бива „обојен“ и не може се преносити између рачуна, што је у супротности са рационалним виђењем да доносилац одлуке треба да има сходно виђење исхода. За различите одлуке користе се различити ментални рачуни. Стога постаје могуће да имамо ниске приносе на штедном рачуну („новац за старе дане“) док истовремено плаћамо изузетно високе каматне стопе на минусе на кредитној картици („новац за уживање“), штедимо на ситницама, нпр. више пута користимо исту кесу, па чак и исту кесицу чаја („новац за домаћинство“), дајући у исто време вишеструко веће износе за, рецимо, честе посете фризеру („новац за уживање“) или, пак, за куповину скувих аутомобила. У домену инвестирања ментално рачуноводство се најбоље уочава у чињеници да инвеститори најчешће држе „сигуран део“ портфолија у готовини, обвезницама и акцијама са ниским ризиком и други ризичан део портфолија - „за забаву“ - у високо ризичним акцијама.

Психолози су давно препознали склоност да се појединци заварavaju илузијом да поседују контролу над ситуацијама у којима она уопште не постоји – *пристрасно расуђивање*. Тако су нпр. у експерименту у коме су учесници имали за циљ да на рачунарском монитору одржавају лоптицу изнад хоризонталне црте која дели екран на пола, при чему им је скренута пажња да немају потпуну контролу над кретањем лоптице јер ће један део њених кретања бити резултат случајних шокова, учесници и када им је тастатура била искључена тврдили да су доста добро контролисали кретање лоптице. Експерименти су показали и да су људи спремни да значајно више плате за лутријски лоз коме су сами изабрали број, него за случајно додељени лоз. Таква *илузија о контроли* наводи инвеститоре да у кретањима цена акција виде развојне правце који не постоје. Склоност пристрасном расуђивању присутна је и услед жеље појединаца да избегну *когнитивну дисонанцу*. Људи воде конзистентност и доследност како у својим мислима тако и у својим делима. Стога накнадна промена перцепције или стицање нових искустава која су у нескладу са њиховим ранијим искуствима може створити непријатно осећање. Када купе акције и сазнају нове информације које су у супротности са њиховим оригиналним веровањем, инвеститори су склони да изврћу, манипулишу или игноришу нове информације да би се ослободили непријатне когнитивне дисонанце која је узрокована конфликтним виђењима.

Психолошки експерименти су показали да чак 80-90% студената мисли за себе да су вештији и

сигурнији возачи од других студената. Свих 100% испитаника сврстава себе у прву половину најбољих у вештини социјалних контаката, а њих 25% верује да припадају уском подскупу 1% најбољих у људској популацији. Чак 70% предузетника који отпочињу нови бизнис уверено је успех, али само их 30% успе. Ово указује на *вишак самопоуздања или самоуверености*. Канеман тврди да је тенденција превеликог самопоуздања посебно јака међу инвеститорима. Инвеститори прецењују своје знање и потцењују ризике, верујући у своју способност контролисања догађаја. Експеримент са инвеститорима је показао да када инвеститор каже да је сигуран 98%, он је сигуран само 80%. Наиме, инвеститори су били замољени да напишу износ за који су сигурни са 99% вероватноће да га месец дана касније Dow Jones индекс неће превазићи, и износ за који су сигурни са 99% вероватноће да индекс неће бити мањи од њега – другим речима оквир за који су 98% сигурни да Dow Jones неће изаћи изван њега. Чак 20% њих је промашило. Мушкарци имају већи вишак самопоуздања; мушки брокери тргују више од жена брокера и због високих трошкова трговања остварују слабије коначне резултате (Barber и Odean, 2001). *Селективно сећање и ментална селективност* уопште објашњавају зашто вишак самопоуздања опстаје; ако будуће информације потврде њихова предвиђања појединци то приписују својим способностима, а ако их оповргну криве друге и лошу срећу. Инвеститори се радо сећају само својих успешних инвестиција или су накнадно паметни (знали су да ће Гоогле имати петоструку цену акције одмах након IPO). Тако се ствара илузија да је свет много предвидљивији него што стварно јесте. Превелико самопоуздање у способност предвиђања будућег раста предузећа води до опште склоности за тзв. акцијама раста, што води њиховој прецењености и касније слабијим перформансама у односу на акције вредности. Самоувереност може водити значајним губицима када инвеститори прецењују своје способности да на тржишту могу да открију нову акцију попут Google, Microsoft или Amazon-a. У вези са вишком самопоуздања и илузијом контроле је и склоност инвеститора да након серије успеха сувише преузимају ризик, да држе портфолија са високим бета показатељем или са акцијама предузећа мале капитализације.

Људи верују да је вероватноћа да их удари аутобус, да буду опљачкани, добију тешку болест, постану алкохоличари, разведу се и сл. мања за њих него за њихове комшије. *Претерани оптимизам* води инвеститоре да купују акције чак и ако верују да су њихове тржишне цене већ изнад фундаменталне вредности, пошто су убеђени да ће пронаћи некога ко ће платити још већу цену.

Стога купујући дату акцију инвеститор купује америчку опцију коју ће извршити у било ком тренутку, у зависности од очекиваних будућих цена. То креира мехурове. То индицира и да многи инвеститори не знају фундаменталну вредност средстава и не брину због тога.

Недовољна диверзификација и инвестирање у акције предузећа у којима раде повезано је са вишком самопоуздања, јер инвеститори показују тенденцију да инвестирају превише у оно са чиме су *фамилијарни*. Илузија о контроли, фамилијарност и *аверзија према непознатом* објашњавају и феномен да су инвеститори спремни да плате посебно високе цене за акције предузећа у чију се делатност разумеју и да показују велику склоност да инвестирају у компаније из свог града, региона или земље. Аверзија према непознатом потврђује се кроз психолошки експеримент познат као „проблем две боје”. У две кутије се стави по 100 лоптица црне и црвене боје. У првој кутији однос куглица је 50:50, а у другој непознат. Лоптице се извлаче случајним избором, а ако учесник погоди боју лоптице добија 100\$. Највећи број учесника био је индиферентан у вези са тим да ли би се кладили на црну или на црвену боју, али је највећи број њих хтео да се клади само на кутији са унапред познатом композицијом. То потврђује преференцију према јасном и познатом у односу на неодређено, нејасно или двосмислено.

Међу грешке у процесуирању информација поред до сада наведених треба истаћи и *ефекат усидрења*. Ова когнитивна хеуристика односи се склоност да се одлуке доносе на бази иницијалног сазнања – сидра, независно од тога што нове информације указују на супротно. Испитаници у психолошким експериментима су били замољени да кажу колика је конкретна вредност неког не до краја познатог исхода (нпр. колика је дужина Амазона), а пре него што изнесу сопствену процену били су питани да ли је већа или мања од неког понуђеног броја, који заправо представља сидро. Иако је намерно било неинформативно, сидро је било веома ефектно, будући да је сваки пут просечна процена исхода од стране испитаника зависила од наметнутог сидра. Препродавци половних аутомобила крећу у преговорима са високом ценом покушавајући да купца „усидре“ код високе цене, како би када понуде нижу цену купци имали импресију да је нарочито добра. Усидрење се односи и на чињеницу да инвеститор запамти цену коју је платио за акцију, што онда предодређује наредне одлуке везане за ту акцију. И иначе, у одсуству „чврстих информација“ на финансијским тржиштима, цене из прошлости

вероватно представљају сидро за данашње цене. Људи, као што је већ истакнуто, начелно имају отпор према продаји акција испод куповне цене. Уколико је инвеститору потребно 10.000 дин. за плаћање личних трошкова и ако поседује две акције које обе имају тржишну цену од 10.000 дин., он ће пре продати акцију која је плаћена 5.000 дин., него акцију коју је платио 20.000 дин. Ово указује и на *проблеме са бројевима*. Многи инвеститори верују да је висок раст цене акције од нпр. 50% много вероватнији код акција са ниском ценом, него код акција са високом ценом. Слично томе, верује се да је вероватноћа високог процентуалног пада цене акција већа код акција са високом ценом.

Грешке у процењивању вероватноће тичу се напред описаног проблема просуђивања заједничке вероватноће већом од вероватноће њених компоненти (*conjunction fallacy*) и *коцкарске заблуде* (*gambler's fallacy*) где се на вероватноћу гледа као на самокоригујући процес. Људи верују да ће при бацању новчића након што четири пута падне „глава“ бити већа вероватноћа да падне „писмо“, јер је то репрезентативније него пет „глава“ заредом. Људи поседују склоност да за закључивање користе најдоступније податке – *хеуристика доступности*, по принципу „чега се прво сетим“.⁴ Доступност је, наравно, највећа за текуће догађаје, оне које је лакше замислити, запамтити или догађаје са којима је доносилац одлуке фамилијаран. Уколико су скоро искусили велики пад цена акција, инвеститори ће веровати да је вероватноћа лоших перформанси тржишта акција већа. Играње на карту хеуристике доступности свакако подразумева и појава да се у играма на срећу пажња јавности циљано усмерава на добитнике чије се фотографије и интервјуи често се појављују на ТВ и у новинама, док оне многобројне који нису добили ништа нико и не помиње. Тиме се ствара когнитивна илузија да је вероватноћа добитка већа него што заиста јесте. Погрешно субјективно процењивање вероватноће у складу са хеуристиком доступности може узроковати претеране реакције цена средстава на финансијским тржиштима.

Канеман и Тверски истичу и хеуристику *репрезентативности*. Људи верују да су мали узорци веома репрезентативни за популацију из које су извучени („закон малих бројева“). Генерално, они поклањају малу пажњу тј. потцењују јавне информације, дугорочне трендове и статистичке информације са великих узорака, а прецењују приватне информације, текуће информације и информације са малих узорака, истакнуте, анегдот-

4) Нпр. да дају процену вероватноће срчаног удара у средњим годинама присећајући се такве појаве међу својим познаницима, што уопште не мора одговарати објективној вероватноћи.

ске и екстремне информације.⁵ У репрезентативност се убраја и просуђивање на бази стереотипа и напор да се препознају трендови у случајним променама. На финансијским тржиштима репрезентативност води инвестиционим грешкама као што су лов на акције које су тренутно у моди и веровање да ће се промене из прошлости наставити - претерана екстраполација из скорашњих информација (extrapolation bias). Главни проблем са репрезентативношћу управо је стављање великог пондера на текућа искуства и, последично, премалог на дугорочне просеке (base rate neglect). Уколико су текући приноси на акције посебно високи, као што је случај у време растућих тржишта акција, инвеститори почињу да верују да су посебно високи приноси на акције нормални. То може водити мехуровима, када се инвеститори превише „залећу“ у акције тренутне добитнике.

Друго повезано скретање које креира репрезентативност је потцењивање утицаја нових доказа који нису репрезентативни – *конзерватизам*. Конзерватизам се односи на слабо прилагођавање људи када се ствари мењају, показујући тенденцију да остану „усидрени“.⁶ Укрштањем репрезентативности и конзерватизма може се објаснити део аномалија у приносима акција. Краткорочна недовољна реакција цена акција је резултат конзерватизма, а претерана дугорочна реакција резултат је репрезентативности. Инвеститори најпре не интегришу довољно брзо нове информације у цене акција како оне приспевају на тржиште, већ ће се прилагодити и највероватније претерано реаговати тек када се формира релативно дуг образац цена. Тако се ствара ефекат моментума цене (скретање у смеру изненађења у периоду од 6 месеци до годину дана), где цене акција с „добрим“ вестима бивају превелике, а цене акција с „лошим“ вестима премалене (DeBondt и Thaler, 1985). Недовољна реакција на јавне информације и потцењивање дугорочних просека одлажу корекције цена све док оне не оду у екстрем. Стога ће на крају уследити абнормалне реакције у супротном смеру на дуг рок - *ефекат дугорочног обрта* (негативни приноси на акцијама које су имале позитиван моментум и обрнуто), и могу потрајати и више година.

Важну хеуристику представља и *почивање на проценама других*. Истраживања показују да групе доносе боље одлуке него појединци, јер ако се

користи више информација и ако се проблем разматра са више стајалишта, расправа групе побољшава процес доношења одлука. Слабост ове хеуристике је потпадање под *менталитет стада*. Менталитет стада значи да индивидуе запостављају своје информације и слепо следе понашање других. Психолошки експерименти су показали да када првих 6 испитаника буде наговорено да на неко банално питање намерно дају нетачан одговор, то ће учинити и следећи у низу. Инвеститори тако често купују и продају акције не на рационалној основи и на бази информација, већ „зато што сви други то раде“. У неизвесности постоји покушај да се понашање других користи као користан инпут у доношењу одлука, што може водити томе да перфектно рационалне индивидуе игноришу оно што знају и почињу да се „прате низ литицу понора“.

Сличну склоност представљају и *информационе каскаде*. За разлику од претходне ситуације, овде појединац ни не поседује релевантне информације, али верује да их његови претходници поседују. Тако нпр. уколико на тргу на коме се налази неколико ресторана неко од туриста случајно одабере један, а онда то убрзо учини и други, сваки следећи туриста који буде долазио ће веровати да су претходници изабрали тај ресторан на основу квалитета. У њему ће се створити гужва, док ће други остати празни.⁷ Па ипак, информационе каскаде тј. понављање радњи или решења њихових претходника у аналогним ситуацијама представљају у многим ситуацијама оптималну стратегију понашања за појединце. Када се суочавају са недостатком сопственог знања, људи се руководе одлукама заснованим на знању других, за које верују да вреди више него њихово сопствено.

Менталитет стада може се уочити и у чињеници да портфолио менаџери отворених инвестиционих фондова у истом граду држе јако слична портфолија (Хонг, Кубик и Стеин, 2004). Инвеститори и не користе ефикасне већ задовољавајуће стратегије, упркос томе што не дају највећи могући принос, јер иако их мењају, они ће применити стратегије које примењују њима блиски, не питајући се да ли су исте ефикасне. Праћење стада олакшава инвеститору да избегне осећање кајања (аверзија према кајању) - ако ствари крену по лошем, биће свима тешко, а не само њему. Интернет мехур био је сигурно делом последица тога

5) И раније наведени експеримент са банкарском службеницом то потврђује.

6) Људи показују и склоност „да затварају врата од штале након што је стока већ изашла“ (barn door closing), што се односи на ситуације где се „данас“ предузимају радње које су биле профитабилне „јуче“, као што је, рецимо, куповина акција којима је у међувремену цена већ значајно порасла.

7) Занимљив је и психолошки експеримент где се особе постављају на угао двају улица да гледају у небо на коме нема ничега. Када је постављена једна особа мали број пролазника је застао да види шта она посматра, међутим када је постављено пет особа, четири пута више особа се зауставило како би погледало у небо.

што су се инвеститори узбуђени могућношћу остварења великих добитака заразили неразумним менталитетом стада. Људи су куповали акције интернет корпорација само због тога што су то сви радили и што су други на њима зарадили новац, иако повећање цена није могло бити оправдано ни пословним резултатима, ни дивидендама. Игра се заврши када на крају понестане још већих ентузијаста којима бисте продали акције по још већим ценама. Shiller (1987) објашњава берзански крах на „црни понедељак“ 1987. године позивајући се на менталитет стада. Пошто слому нису претходиле никакве информације (тим пре што је пре њега био викенд) он се десио искључиво као резултат тога што су инвеститори не марећи за рационално вредновање акција гледали и реаговали на цене и гледали и реаговали једни на друге, формирајући тако самоподржавајућу негативну спиралу цена и импловивни балон.

На крају, поред когнитивних фактора, емоције имају јак утицај на веровања – срећнији људи су оптимистичнији, а ведро расположење у сунчано јутро води већим приносима на акције. Афекти - осећања везана за повлачење рапидних и аутоматских потеза, могу имати веома јаку тежину у доношењу одлука. Kida, Smith и Maletta (1998) су замолили менаџере да на основу достављених рачуноводствених мерила оцене 10 предузећа (у две групе по пет) у смислу атрактивности за инвестирање у њихове акције. Предузеће Б је јасно доминирало над другим предузећима у првом сету, те је очекивано да ће се створити јак позитиван ефект. Сат касније менаџерима су дате информације о предузећима из друге групе, где по рачуноводственим мерилима ниједно није искакало, а два сата касније менаџери су замољени да одаберу једно од 10 предузећа. Чак 82% менаџера је одабрало предузеће Б, иако је оно било тек треће по квалитету. Без обзира на већу временску дистанцу у оцењивању, позитивни афект у сећању имао је јачу тежину од импресивних рачуноводствених података двају бољих предузећа у другом сету.

ЗАКЉУЧАК

Бихејвиористи су изврсни критичари, међутим, бихејвиоралне финансије углавном нуде само критику. Као што се из излагања на претходним странама могло уочити, код бихејвиориста је присутно стање да „од дрвећа не виде шуму“ будући да већ бројна ситна запажања о људском понашању стално допуњују новим и новим. Потребно је много напора да се она систематизују, хијерархиски построје и изврши раздвајање битних од оних која су мање битна.

Да психологија утиче на тржишта и да „тржишта имају своју психологију“ мање-више је

свима позната чињеница. Па ипак, иако је бихејвиористичка поставка потпуно приближена збивањима у пракси, бихејвиористи не нуде корисне одговоре на питања како, заправо, инвеститори конструишу портфолија, како се одређују цене средстава на тржишту, када инвеститори постају превише оптимистични или песимистични, како се њихов оптимизам или песимизам агрегира на тржишту и сл. Када ће се у реалности која од когнитивних слабости људи испољити и када ће за доношење одлука коју хеуристику инвеститори користити није могуће закључити. Велика је дилема да ли ће се из бројних детаља које нуде бихејвиористи у будућности уобличити синтетичка виђења и да ли ће таква виђења моћи да буду преточена у јединствене и разумљиве финансијске теорије, па макар оне биле и лако обориве. Мало је вероватно да ће бихејвиористи икада у томе успети из разлога што је људско понашање веома комплексно и што су одступања од Номо еconomicus-а веома бројна.

Бихејвиоралне финансије данас личе на скуп фасцинантних анегдота и опсервација лишених компактне теорије, и веома ограничене употребне вредности. Као добре стране бихејвиористичке поставке могли бисмо истаћи закључке да људи поседују аверзију према губицима, да се аверзија према губицима смањује након остварених добитака и да људи лоше процењују вероватноћу екстремних догађаја. Теорија не нуди модел за предвиђање одлуке која ће бити донета, али омогућава да се предвиди хоће ли се донети „ризицијна“ или „сигурнија“ одлука на основу „издвајања из контекста“ путем кога ће одредити своју референтну тачку и оквир одлуке. У домену губитка људи преферирају ризик у односу на извешан мањи губитак, а у домену добитка бирају мањи извешан добитак у односу на већи али ризицијни добитак. И док традиционалне финансије не укључују готово ниједан важан елемент људске психологије, бихејвиоралне финансије не инкорпорирају готово ниједан елемент који потиче примарно из економске теорије. Па ипак, у важан традиционалистички став о рационалности уткано је неколико кључних бихејвиоралних момента: похлепа, аверзија према ризику и нестрпљивост (која се рефлектује у дисконтовању будућних добитака или примања).

Литература

1. Ball, R.J., Brown, P., (1968) „An empirical evaluation of accounting income numbers“, *Journal of Accounting Research* 6.
2. Baltussen, G., (2009) *Behavioral Finance: An Introduction*, <http://ssrn.com/abstract=1488110>

3. Barber, B., Odean, T., (2000) „Too Many Cooks Spoil the Profits: Investment Club Performance,” *Financial Analysts Journal*, vol. 56, no. 1, January/February.
 4. Benartzi, S., Thaler, R., (1995) „Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle“, *Quarterly Journal of Economics*, 110.
 5. De Bondt, W., Thaler, R., (1985) „Does the Stock Market Overreact“, *Journal of Finance*, vol. 40, no. 3, July.
 6. Fama, E. (1970) „Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work“, *Journal of Finance* 25 (2).
 7. Grossman, S., Stiglitz, J., (1980) „On the Impossibility of Informationally Efficient Markets“, *American Economic Review* 70.
 8. Hong, H., Kubik, J. D., Stein, J.C. (2004) „Social interaction and stock market participation“, *Journal of Finance* 59.
 9. Kahneman, D., Tversky, A., (1979) „Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk“, *Econometrica*, XLVII.
 10. Kamstra, M., Kramer, L.A., Levi, M., (2000) „Loosing Sleep at the Market: The Daylight Saving Anomaly“, *American Economic Review*, 90 (4), September.
 11. Kida, T., Smith, J.F., Maletta, M., (1998) „The Effects of Encoded Memory Traces for Numerical Data on Accounting Decision Making, Accounting”, *Organizations and Society*, No 5/6.
 12. Malkeil, B.G, (2007), *A Random Walk Down Wall Street: The Best and Latest Investment Advice Money Can Buy*, Norton & Company, 9th edition.
 13. Ritter, J.R., (2003) Behavioral Finance, *Pacific-Basin Finance Journal*, 11(4).
 14. Robotti, C., Krivelyova, A., (2003) „Playing the Field: Geomagnetic Storms and the Stock Market“, *Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper No. 2003-5b*, <http://ssrn.com/abstract=375702>.
 15. Samuelson, P., (1965) „Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly“, *Industrial Management Review*, 6:2, Spring.
 16. Shefrin, H., Statman, M., (1985) „The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence“, *Journal of Finance*, vol. XL, 3, July.
 17. Shiller, R. J., (1987) „Investor Behavior in the October 1987 Stock Market Crash: Survey Evidence“, *NBER Working Paper Series*, Vol. w2446, <http://ssrn.com/abstract=227115>
 18. Thaler, R. H., (1999) „The End of Behavioral Finance“, *Financial Analysts Journal* 56(6).
 19. Thaler, R. H., Johnson, E. J., (1990) „Gambling with the House Money and Trying to Break Even: The Effects of Prior Outcomes on Risky Choice“, *Management Science*, Vol. 36, No. 6, <http://ssrn.com/abstract=1424076>
 20. Thaler, R., (1985) „Mental Accounting and Consumer Choice“, *Marketing Science*, Vol. 4, No. 3, Summer.
 21. Tversky, A., Kahneman, D., (1992) Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty, *Journal of Risk & Uncertainty*, 5.
 22. Wurgler, J. A. i Zhuravskaya, E. V., (2002) „Does Arbitrage Flatten Demand Curves for Stocks?“, *The Journal of Business*, Vol. 75, No. 4, October.
-

мр Милан
ЧУПИЋ*

Анализа и оцена страних директних улагања

Резиме: Имајући у виду тренутно стање у светској економији и специфичности капиталног буџетирања мултинационалних компанија, у раду се анализира утицај релевантних фактора интернационалног економског и политичког окружења на инвестициону анализу и одлучивање ових компанија. Циљ рада је да се укаже на могуће начине за укључивање ризика интернационалног окружења у инвестициону анализу, као и на последице које стање и промене политичког и економског окружења могу имати на исплативост одлуке мултинационалних компанија да улажу на неком тржишту. С тим у вези, у раду се најпре указује на процес инвестиционе анализе мултинационалних компанија и критеријуме исплативости пројекта страног директног улагања, док се у другом и трећем делу анализирају утицаји фактора инвестиционог окружења на процене новчаних токова и цене капитала у вези са оценом пројекта улагања.

Кључне речи: мултинационалне компаније, инвестициона анализа, новчани токови, цена капитала.

УВОДНА РАЗМАТРАЊА

У савременој економској теорији и пракси се максимизовање вредности за власнике, готово без изузетка, сматра основним пословним циљем, а успешним се означавају предузећа која стварају високе износе вредности, мерено показатељима заснованим на дисконтовању очекивани новчаних токова. Како би остварила овако дефинисан циљ предузећа морају пажљиво и одговорно доносити одлуке, а нарочито инвестиционе, које подразумевају велика улагања и дугорочне ефекте. За оцену и рангирање инвестиционих пројеката компанијама на располагању стоји мноштво техника инвестиционе анализе, мада се у пракси најчешће користе оне засноване на концептима резидуалног добитка и дисконтованих новчаних токова. У том погледу се ни мултинационалне компаније не разликују, мада

оне у процес инвестиционе анализе морају укључити већи број релевантних фактора и имати у виду већи број вероватних и потенцијалних проблема. Будући да страна директна улагања, која предузимају мултинационалне компаније, значајно одређују правац и темпо развоја једне економије, од изузетне су важности идентификовање и анализа кључних макроекономских фактора и проблема који одређују исплативост ових улагања.

1. ОЦЕНА И РАНГИРАЊЕ СТРАНИХ ДИРЕКТНИХ УЛАГАЊА

Инвестициона анализа представља процес усмерен на обухватање очекиваних новчаних токова, који треба да настану у вези са намераваним улагањем, у циљу сагледавања његове исплативос-

* Асистент приправник Економског факултета Универзитета у Крагујевцу.

ти. Овај процес најчешће подразумева примену следећих стандардних аналитичких поступака:

- процена иницијалних новчаних одлива који настају у непосредној вези са намераваним улагањем;
- процена каснијих нето новчаних токова, који треба да настану као последица спроведене одлуке о улагању, укључујући и резидуалну вредност након ликвидације пројекта;
- прорачунавање стопе приноса (дисконтне стопе), као стопе која изједначава садашњу вредност иницијалног новчаног одлива и каснијих нето новчаних токова у вези са улагањем;
- процена очекиваног резидуалног добитка, поређењем стопе приноса од улагања са изабраном стопом инвестиционог критеријума (цена капитала или жељена стопа приноса).

Минималан (неопходан) услов који треба да буде испуњен да би одлука о намераваном улагању била оцењена као исплатива је позитиван резидуални добитак, односно позитивна разлика између очекиване стопе приноса од улагања и изабране стопе инвестиционог критеријума. Када је у питању страном директно улагање, или скраћено FDI (енг. *Foreign direct investment - FDI*), овај минималан услов мора бити допуњен, будући да мултинационална компанија, или скраћено MNC (енг. *Multinational company - MNC*), мора остварити стопу приноса већу од стопе коју би остварила извозом истих производа произведених на домаћем тржишту. Уколико MNC процени да је производња у иностранству исплативија од извоза, FDI је исплативо.¹ Може се претпоставити да су R_t – очекивани новчани приливи од FDI у периоду t , R_t^* – очекивани новчани приливи од извоза производа произведених у земљи, I_0 – вредност иницијалног капиталног улагања у обе алтернативе, и T – век трајања оба пројекта. Стопу приноса од FDI(r) могуће је тада утврдити индиректно, решавањем следеће формуле:

$$I_0 = \sum_{t=1}^T \frac{R_t}{(1+r)^t}$$

Стопу приноса од сличног улагања у производњу истог производа, али на домаћем тржишту (r^*), је, такође, могуће утврдити индиректно, решавањем следеће формуле:

$$I_0 = \sum_{t=1}^T \frac{R_t^*}{(1+r^*)^t}$$

Ако се даље претпостави да је k_d тржишна стопа капитализације за улагања исте класе ризика у земљи порекла MNC (стопа инвестиционог кри-

теријума), у тренутку 0, тада ће FDI бити исплативо предузети (у односу на извоз), уколико важе следеће релације:

$$r > r^* > k_d \text{ или } r > k_d > r^*$$

Односно, MNC теже максимизовању приноса од FDI и преферираће ово улагање само ако од њега могу остварити стопу приноса већу од стопе коју би остварили извозом и већу од стопе инвестиционог критеријума.

За FDI је поред минималног, потребно дефинисати и довољан услов. Довољан услов за предузимање FDI је да стопа приноса од овог улагања буде већа од стопе приноса коју од сличног улагања остварују конкурентске компаније на иностраном тржишту (r_s).² Неопходно је и да r буде веће од тржишне стопе капитализације за улагања исте класе ризика на иностраном тржишту (k_s). Овај услов је могуће приказати на следећи начин:

$$r > r_s > k_s \text{ или } r > k_s > r_s$$

MNC у процесу оцене исплативости FDI морају узети у обзир утицај више фактора економског и политичког окружења, са којима се компаније које послују у националним границама ретко суочавају. Како би уважили утицај ових фактора, инвестициони аналитичари треба да се ослоне на прикупљање и анализу што веће количине релевантних информација и да избегавају арбитрарно процењивање и кориговање новчаних токова и дисконтне стопе (стопе инвестиционог критеријума, цене капитала) за утицај специфичних ризика. У теорији је општеприхваћен став да је утицај релевантних макроекономских фактора боље уважити приликом процене новчаних токова, него приликом процене дисконтне стопе. Наиме, приликом корекције дисконтне стопе најчешће се полази од претпоставке о растућем ризику (не узимају се у обзир стварне промене стопе ризика током времена), чиме се потцењују новчани токови који настају у каснијим годинама пројекта.

2. АНАЛИЗА НОВЧАНИХ ТОКОВА ОД СТРАНОГ ДИРЕКТНОГ УЛАГАЊА

Већина MNC успоставља одвојене и релативно независне пословне јединице (афилијације) у свакој земљи у којој послују. Свака од ових пословних јединица за MNC представља посебан пројекат FDI, од којег она очекује одређене нето новчане токове. С тим у вези поставља се питање

1) Aliber, R. Z., *The Multinational Paradigm*, The MIT Press, 1993, pp. 181-182.

2) Исто као под 1, p.182.

да ли пројекат улагања и новчане токове треба посматрати из перспективе афилијације или MNC. Развијена су два потпуно супротстављена теоријска правца у вези са новчаним токовима релевантним у процесу инвестиционог одлучивања. Према првом, у инвестиционој анализи су релевантни новчани токови стране афилијације, а према другом, релевантни су новчани токови које MNC може слободно искористити за изабрану сврху.

Нека истраживања показују да су пракси подједнако прихватљива оба схватања.³ Они који релевантним сматрају новчане токове стране афилијације наводе следеће аргументе: страна афилијација непосредно и релативно независно управља пројектом улагања; оно што је добро за афилијацију, добро је и за MNC и сл. Они који уважавају новчане токове MNC наводе следеће аргументе: MNC је финансирала улагање, улагање је реализовано у циљу максимизовања вредности за акционаре, оно што је добро за афилијацију није увек добро за MNC и сл. Има и оних који сматрају да треба подједнако уважавати и анализирати оба новчана тока у циљу мерења вредности стране афилијације и MNC, те да релевантност новчаних токова зависи од карактеристика конкретног улагања и степена независности стране афилијације.

Питање релевантности новчаних токова је важно зато што је новчане токове стране афилијације релативно лако проценити применом стандардних поступака процене, док је процена новчаних токова MNC компликованија због утицаја неколико специфичних фактора. Осим чињенице да страна афилијација део или целокупну добит може задржати и реинвестирати, фактори који компликују процену новчаних MNC су: пореска политика, девизни курсеви, експропријација, ограничења у трансферу капитала и сл. Као резултат, може настати значајна разлика између новчаних токова по основу улагања (новчани токови стране афилијације) и новчаних токова које MNC реално остварује, те пројекат прихватљив из перспективе афилијације, може бити оцењен као неприхватљив из угла MNC. Ови фактори су предмет анализе у наставку текста.

2.1. Двоструко опорезивање

Будући да су у инвестиционој анализи релевантни само новчани токови после опорезивања, неопходно је утврдити када и по којој стопи су

новчани токови стране афилијације предмет опорезивања. Новчани токови MNC остварени у страни афилијацији су предмет двоструког опорезивања – прво у земљи афилијације, а затим у земљи матичне компаније. Предмет опорезивања су профит стране афилијације, као и дивиденда, учешће у добити, капитални добити и други новчани трансфери стране афилијације за рачун MNC. Тиме су новчани токови које MNC остварује од FDI знатно умањени. Ако се претпостави да је страна афилијација у години t остварила профит P_t , те да је стопа пореза на профит у земљи афилијације p_s , а стопа пореза на профит у земљи матичне компаније p_d , нето новчани ток матичне компаније (по основу FDI), након опорезивања се може утврдити према формули: $P_t \times (1 - p_s - p_d)$.

Двоструко опорезивање профита по основу FDI, дакле, дестимулише прекогранично кретање капитала и дискриминише MNC у односу на оне компаније које своје пословање обављају у националним оквирима, па су у циљу повећања профитабилности и конкурентности MNC на домаћем и страном тржишту, односно подстицања FDI, успостављена правила за његово избегавање. У међународном праву је општеприхваћено да земља у којој је профит генерисан има прече право наплате пореза, те да земља матичне компаније треба да пронађе начин за избегавање двоструког опорезивања.⁴

Основне методе избегавања двоструког опорезивања су метода изузећа и метода пореског кредита. У пракси међународног опорезивања више се користи порески кредит, који омогућава MNC да умањи своју пореску обавезу према земљи у којој има седиште. Порески кредит је признати плаћени порез на профит у земљи афилијације, који се одбија од обавеза по основу пореза на профит матичне компаније.⁵ Порески кредит по правилу не може бити већи од износа пореза у земљи матичне компаније. На овај начин су, у погледу пореског третмана изједначене домаће и MNC, будући да и једне и друге плаћају исти порез на добит ($P_t \times (1 - p_d)$). Порески кредит се на сличан начин може користити у случају опорезивања дивиденде коју страна афилијација шаље матичној компанији (овај порез би додатно додатно умањено новчани ток MNC од FDI), мада се тада чешће користи систем пореских одбитака (умањење стопе пореза на дивиденде у иностранству). Начин коришћења пореских кредита и пореских одбитака регулише се потписивањем би-

3) Riahi-Belkaoui, A., *Evaluating capital projects*. Greenwood Publishing Group, 2001, p.102.

4) Ashta, A. 2007. „Double Taxation Avoidance: International and Dividends“, Dostupno na internet adresi <http://ssrn.com/abstract=940927>. p.2

5) Детаљније у Лукић, Р. 2001. *Ефикасност мултинационалних предузећа*, Желнид, стр. 11-14 и 105-118; Ashta, A. op.cit. pp.1-14 и Shapiro, A.C. 1978. „Capital budgeting for multinational corporation“, *Financial Management*, Spring. Financial Management Association. pp. 8-9.

латералних уговора, који након ратификације у парламентима земаља потписница постају интегрални део њиховог пореског законодавства и имају примат над њиховим домаћим правом. Овим уговорима се одређује порески третман, односно начин опорезивања афилијација једне земље на територији друге земље потписнице.

2.2. Девизни курсеви

До 1971. године светска економија је била на режиму фиксних девизних курсева, при чему је вредност америчког долара била везана за злато, а вредност осталих валута за амерички долар. Од августа 1971. године, светски монетарни систем је прешао на систем флукутирајућих девизних курсева, у складу са којим се девизни курсеви формирају претежно под утицајем тржишних фактора. Ова промена је значајно условила пословање МНС, јер су оне сада у анализу морале да укључе још једну променљиву, односно још један фактор ризика.

Пре него што МНС уложи средства на иностраном тржишту или страна афилијација трансферише средства матичној компанији, средства треба конвертовати у одговарајућу валуту. С тим у вези, први проблем који треба решити је проблем процене девизних курсева за потребе инвестиционе анализе. Један од могућих приступа процени је метод паритета куповне снаге, или скраћено PPP (енг. *Purchasing power parity - PPP*), који је заснован на теорији према којој се девизни курс формира на нивоу који изравнава куповну снагу националне валуте на домаћем и иностраном тржишту, односно схватању да пад вредности националне валуте, под утицајем инфлације, доводи до пораста девизног курса.⁶ У складу са овим методом девизни курс у години t (S_t) је могуће утврдити прилагођавањем девизног курса на почетку планског периода (S_0), фактором који уважава разлике у стопи инфлације у две земље, односно:

$$S_t = S_0 \left(\frac{1 + i_t}{1 + i_t^*} \right)$$

где су i_t и i_t^* стопе инфлације у земљи матичне компаније и земљи стране афилијације у периоду од почетка планског периода до године t .

Још један метод процене очекиваног девизног курса је метод утврђеног паритета каматних стопа, или скраћено UIP (енг. *Uncovered interest parity - UIP*), који је заснован на теорији према којој су понуда и тражња за девизама под утицајем,

не само извоза и увоза, него и претварања акумулираних средстава у једној валути у неку другу валуту. Наиме, већа каматна стопа у иностранству ће утицати на повећање тражње за том валутом, извоза капитала и пораст девизног курса.⁷ Формула за обрачун очекиваног девизног курса је слична претходној, с тим што се уместо стопа инфлације користе подаци о каматним стопама.⁸

Други проблем се тиче утицаја очекиваног девизног курса на очекиване нето новчане токове МНС. Често се заборавља да девизни курс није релевантан само приликом прерачунавања новчаних токова, те да утиче и на износ тог новчаног тока. Бројне студије показују да сектор економије у којој се компанија налази (увоз, извоз, домаће пословање) и извори њених ресурса (увозни, домаћи и сл.) битно одређују подложност новчаних токова компаније утицају девизног курса.⁹ То захтева анализу свих појединачних новчаних токова, а посебно анализу утицаја девизног курса на приливе (локалне, извозне) и одливе компаније (по основу набавке ресурса са домаћег и иностраног тржишта). Ово је неопходно будући да ће, нпр. девалвација стране валуте утицати на поскупљење увозних ресурса и раст извозних прихода стране афилијације. Истовремено ће приливи матичне компаније по основу трансфера добитка или репатријације имовине из стране афилијације бити мањи, мерено валутом матичне компаније.

У циљу поједностављења инвестиционе анализе, ризик промене девизног курса може бити уважен корекцијом нето новчаних токова трошковима програма управљања ризиком промене девизног курса. Ови програми се углавном односе на трансакције куповине или продаје финансијских деривата (фјучерс, форвард или опционих уговора), који за циљ имају хеџинг (смањење) ризика конкретног улагања, његовом поделом са другом уговорном страном. Приликом продаје или куповине оваквих уговора настају трошкови (иницијална маргина, маргина за одржавање, премија опције и сл.) који ће утицати на смањење очекиваног нето новчаног тока, тако да је новчани ток у години t могуће утврдити као $R_t \times (1 - d_t)/(1 + k)^t$, где је d_t трошак финансијског уговора. Проблем са оваквим начином инкорпорирања трошкова заштите од ризика девизног курса у инвестициону анализу тиче се тешкоћа у вези са прецизном проценом будућих новчаних токова и чињенице да су финансијски деривати краткорочни финансијски инструменти, те да не могу пружити заштиту од ризика у вези са новчаним токовима који настају у каснијим годинама пројекта.

6) Ковачевић, С. 2000, *Међународни економски односи*, Економски факултет у Крагујевцу, стр. 243.

7) Исто као под 6, стр. 245.

8) Детаљније у Мооса, I. A. *Foreign Direct Investment: Theory, Evidence and Practice*, Palgrave MacMillan, pp. 112-114.

9) Детаљније у: Shapiro, A.C., op.cit., p. 13

MNC се може заштитити од ризика и применом стратегије „плати и носи“ (енг. *Cash and carry*). Ако нпр. MNC из САД намерава да, за три месеца, откупи акције предузећа у Србији, оно истовремено треба да:

1. узме доларски кредит у износу који одговара садашњој вредности намераваног капиталног улагања (дисконтна стопа је доларска каматна стопа), са роком од три месеца, по каматној стопи на доларске кредите,
2. конвертује доларе у динаре по текућем девизном курсу и
3. орачи динаре на период од три месеца, по каматној стопи на динарску штедњу.¹⁰

На тај начин, MNC ће за три месеца дуговати банци доларе, а на располагању ће имати динаре неопходне за намеравано улагање, те неће морати да размишља о ризику промене девизног курса (мада се истовремено излаже неким другим ризицима, попут каматног, и високим трансакционим трошковима). На сличан начин се MNC може заштитити од девизног ризика у вези са приливима по основу трансфера добитка из стране афилијације, с тим што би у том случају узела динарски кредит, а орачила доларе. MNC се, у условима недостатка одговарајућих финансијских деривата, од девизног ризика могу ефикасно заштитити и диверзификацијом улагања на више страних тржишта, будући да, како нека истраживања показују, између кретања девизних курсева различитих валута постоји низак степен корелације.¹¹

2.3. Експропријација

Експропријација је екстремни облик политичког ризика, који у анализи може бити укључен једноставном корекцијом очекиваних новчаних токова, премијом за ризик од експропријације, без обзира на то да ли ће ризик наступити и без обзира на то да ли је MNC осигурана од овог ризика. Тиме овај приступ не пружа стварну меру ризика од експропријације и његовог утицаја на вредност пројекта. Озбиљном инвестиционом анализом треба да буду обухваћени очекивани трошкови експропријације и осигурања од ризика експропријације и користи у виду компензација за одузету имовину. Под претпоставком да су G_h очекивана компензација за одузимање имовине и h година током које ће имовина бити одузета, основни модел за обрачун нето садашње вреднос-

ти (NSV) треба да буде коригован на следећи начин:

$$NSV = -I_0 + \sum_{t=1}^{h-1} \frac{R_t}{(1+k)^t} + \frac{G_h}{(1+k)^h}$$

Компензација може имати више извора: директна компензација локалне владе која је одузела имовину, програми осигурања FDI, пореске олакшице у земљи матичне компаније и сл.

Основни проблем са претходним обрачуном је претпоставка о потпуно извесној експропријацији. Уколико се претпостави да вероватноћа да ће ризик експропријације наступити у години h износи p_h , односно да је једнака нули у осталим годинама експлоатације пројекта FDI, тада је NSV пројекта могуће утврдити на следећи начин:

$$NSV = -I_0 + \sum_{t=1}^{h-1} \frac{R_t}{(1+k)^t} + (1-p_h) \sum_{t=h}^n \frac{R_t}{(1+k)^t} + p_h \frac{G_h}{(1+k)^h}$$

Тиме је у обзир узета чињеница да ће се, уколико ризик експропријације не наступи, новчани токови наставити у складу са планираном динамиком. Нови проблем који настаје са овим моделом тиче се могућности прецизног обрачуна p_h , будући да у обзир треба узети низ параметара у вези са ризиком улагања на конкретно инострано тржиште, ризиком улагања у привредни сектор или индустрију и сл.

MNC могу предузети следећих неколико активности како би смањиле ризик од експропријације: 1) финансирање стране афилијације локалним капиталом, 2) организацију пословања тако да афилијација има вредност само као део интегралног система и 3) осигурање од економских губитака код специјализованих агенција, као што су Агенција за осигурање мултилатералних улагања (енг. *Multilateral Investment Guarantee Agency – MIGA*), Прекоморском приватном инвестиционом корпорацијом (енг. *Overseas Private Investment Corporation – OPIC*) и сл.

2.4. Блокирана средства

Нето новчани прилив који MNC може остварити по основу FDI може бити додатно умањен одлуком стране земље да ограничи, делимично или у потпуности, износ новца (дивиденде, камате, ауторски хонорари и сл.) који страна афилијација може послати матичној компанији. Без обзи-

10) На основу Berk, J., DeMarzo, P. 2007, *Corporate finance*, Pearson International Edition, pp. 943-946.

11) Bodie, Z., Kane, A., Marcus, A.J. 2005. *Investments*. McGraw – Hill International Edition, p. 913, i Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. 2005. "Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies", John Wiley & Sons, Inc. pp. 613-615.

ра на разлоге који су мотивисали овакву одлуку, MNC ће бити ускраћена за могућност да профит стране афилијације употреби за исплату дивиденди акционарима или реинвестирање у најбољу алтернативу. Будући да је за MNC ова ситуација слична оној са експропријацијом, раније представљени модели за експропријацију, могу бити примењени за случај блокираних средстава. Односно, у анализу је могуће укључити садашњу вредност премије осигурања коју ће компанија добити у случају наступања ризика (наравно, уколико је осигурана).

Ако са j и n обележимо годину током које ће средства бити блокирана, односно годину током које ће средства бити деблокирана, и са r принос од реинвестирања блокираних средстава, тада је NSV могуће утврдити применом следећег обрасца:

$$NSV = -I_0 + \sum_{t=1}^{j-1} \frac{R_t}{(1+k)^t} + \sum_{t=j}^n \frac{R_t(1+r)^{n-t}}{(1+k)^n}$$

Уколико се претпостави да вероватноћа да ће средства бити блокирана у години j износи p_j , односно да је једнака нули у осталим годинама експлоатације пројекта FDI, тада је NSV пројекта могуће утврдити на следећи начин:

$$NSV = -I_0 + \sum_{t=1}^{j-1} \frac{R_t}{(1+k)^t} + (1-p_j) \sum_{t=j}^n \frac{R_t}{(1+k)^t} + p_j \sum_{t=j}^n \frac{R_t(1+r)^{n-t}}{(1+k)^n}$$

3. АНАЛИЗА ДИСКОНТНЕ СТОПЕ

Утицај фактора међународног окружења, као што је већ речено, могуће је инкорпорирати у инвестициону анализу делимично или у потпуности и путем корекције дисконтне стопе MNC, мада то по правилу није најбоље решење. Будући да инвестициони пројекти у иностранству могу бити мање или више ризични од улагања на домаћем тржишту, да цена капитала MNC (која се користи као дисконтна стопа) најчешће не одговара условима страног улагања, те да утицај свих релевантних фактора није могуће уважити корекцијом новчаних токова, неке корекције дисконтне стопе MNC су неизоставне. Треба само нагласити да факторе уважене приликом процене новчаних токова не треба поново узети у обзир приликом процене дисконтне стопе, јер би то резултирало погрешном одлуком.

За процену цене капитала MNC од примарног је значаја дефинисати став према степену интег-

рисаности тржишта капитала у свету. С тим у вези у теорији је развијено неколико становишта.

- **Перспектива сегментованог тржишта** полази од претпоставке да менаџери управљају пројектом имајући у виду само своје локално тржиште. Свако улагање се према томе третира као изоловани пројекат, за који је неопходно проценити њему одговарајућу цену капитала, имајући у виду ризике својствене локалном тржишту. Иако се на тај начин уважавају посебности конкретног пројекта, заборавља се да акционаре MNC интересује принос MNC, а не појединачног пројекта и занемарују се позитивни ефекти глобалне диверзификације на ризик.
- **Перспектива интегрисаног тржишта** претпоставља да свако улагање чини део глобалног портфолија MNC, те се сваком пројекту додељује ризик глобалног портфолија. Важећи принцип је: „један извор капитала и једна цена капитала за све“. Односно, сваки пројекат улагања сноси ризик портфолија, без обзира на његов допринос ризику портфолија.
- **Хибридна перспектива** полази од претпоставке о тржишту које тежи интеграцији (делимично сегментовано тржиште), тако да приликом процене цене капитала треба узети у обзир ризик портфолија, процењен уз уважавање маргиналног доприноса разматраног улагања систематском ризику портфолија.¹²

Ако се као највероватнија прихвати хибридна перспектива, може се тврдити да се цена капитала MNC на иностраном тржишту разликује од оне на домаћем тржишту, због разлика у нивоу систематског и несистематског ризика којем се MNC излаже. Систематски ризик којем се MNC излаже на иностраном тржишту тиче се умањења очекиване вредности пројекта FDI због значајних додатних трошкова у вези са поменутиим факторима (опорезивање, девизни курсеви, и сл.). Могуће је и да ће MNC бити изложена додатним несистематским ризицима, специфичним за конкретно FDI, као што су штрајкови, неизвесност тржишног успеха, и сл. Будући да је несистематски ризик и са њим повезане трошкове тешко проценити, да их је боље уважити током сценарио, симулационе или анализе сензитивности новчаних токова, да углавном условљавају прецењивање цене капитала, те да у крајњем нису релевантни са аспекта рационалног инвеститора (који тежи минимизовању ризика путем диверзификације у циљу изналагања оптималног портфолија улагања),

12) Pettit, J. 2007. *Strategic Corporate finance: Application in Valuation and Capital Structure*, John Wiley & Sons, pp. 17-19.

приликом процене цене капитала MNC треба уважити само систематски ризик.¹³ То значи да је утврђену цену капитала MNC потребно кориговати за маргинални (додатни) систематски ризик којем се MNC излаже због одлуке да улаже на конкретном страном тржишту. Постоје две основне категорије систематског ризика, које је могуће укључити у цену капитала MNC: девизни и ризик земље улагања.

3.1. Девизни ризик

Већ је истакнуто да девизни ризик представља ризик од девалвације стране валуте у дугом року, због разлика у дугорочним очекивањима у погледу инфлације у земљама матичне компаније и стране афилијације (под претпоставком да паритет каматних стопа у посматраном периоду остане непромењен). На развијеним финансијским тржиштима најбоља мера девизног ризика је садржана у цени форварда или фјучерса на девизне курсеве. Девизни ризик је могуће уважити приликом процене очекиваних новчаних токова или приликом процене цене капитала. При томе треба имати у виду да је очекивану вредност страног улагања могуће утврдити на два начина:

1. конвертовати очекиване нето новчане токове од FDI у валуту матичне компаније, употребом очекиваног девизног курса, па их дисконтовати применом ППЦК (пондерисана просечна цена капитала) коју MNC користи на домаћем тржишту или
2. дисконтовати нето новчане токове од FDI применом ППЦК кориговане за очекивани утицај девизног курса, те конвертовати очекивану вредност пројекта у домаћу валуту, применом текућег девизног курса.¹⁴

Уколико се MNC одлучи за други начин процене, биће неопходно кориговати ППЦК коју на домаћем тржишту примењује MNC за утицај девизног ризика, мереног висином очекиваног девизног курса. Утицај девизног ризика на ППЦК је најједноставније објаснити на примеру. Ако домаћи улагач уложи у државне обвезнице, то улагање је за њега улагање без ризика. Ако исти улагач уложи у стране државне обвезнице, то за њега није безризично улагање. За њега је то комбинација сигурног улагања у стране државне обвезнице и ризичног улагања на неизвесном девизном тржишту. Зато ће његова стопа приноса веро-

ватно бити различита од стопе приноса домаћег улагача, а могуће ју је утврдити на следећи начин:

$$r_f^* = (1 + r_f) \frac{S_t}{S_0} - 1$$

где су: r_f^* - безризична стопа приноса страног улагача, коригована за девизни ризик, r_f - безризична стопа приноса на иностраном тржишту, мерена валутом на том тржишту, S_t - девизни курс у тренутку настанка приноса, S_0 - девизни курс у тренутку улагања у безризичну активу.¹⁵ Будући да је за потребе инвестиционе анализе важно располагати проценом очекиваног девизног курса у тренутку када настају приноси, неопходно је S_t проценити применом неког од раније поменутих метода (ППП - метод паритета куповне снаге и УИП - метод утврђеног паритета каматних стопа). У пракси развијених земаља и финансијској теорији уверење је да најбољу процену за S_t представља текућа цена фјучерс уговора (F_0), тако да када је податак о F_0 познат, у горњем обрасцу пожељно је заменити S_t са F_0 . Процена девизног ризика полазећи од безризичне стопе приноса је свакако веома поуздана, будући да је вероватно да свако смањење или повећање ове стопе, приликом улагања на иностраном тржишту, потиче од курсних разлика.

3.2. Ризик земље улагања

Ризик земље улагања се у ужем смислу може тумачити као ризик да страна влада неће измирити своја дуговања или да неће испунити своје пословне обавезе због промена у владајућој структури или владиној политици. У ширем смислу, то је категорија која укључује утицај фактора посебних за политичко и економско окружење земље улагања, као што су монетарна, фискална, царинска политика, радно и еколошко законодавство, степен корупције и сл. Због присуства овог ризика, цена капитала MNC мора бити коригована за премију ризика. Њу је могуће утврдити у висини премије осигурања коју захтевају агенције за осигурање FDI (MIGA, OPIC) или превођењем рејтинга који утврђују неке од рејтинг агенција (Standard & Poor's, Moody's) у процентуални (алгебарски) израз. Ево како неке агенције утврђују ризик земље улагања:

1. Ојлер Ермес (Euler Hermes) приликом процене ризика земље улагања посебно оцењује систематски политички ризик, који зави-

13) О проблему избора релевантних категорија ризика погледати у Станчић, П. 2006. *Савремено управљање финансијама предузећа*, Економски факултет Универзитета у Крагујевцу, стр. 184-188. и Pettit, J. op.cit. pp. 19-20.

14) Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. op. cit. p. 607.

15) Може се приметити да у r_f у горњем обрасцу, није коригована за посебну премију за девизни ризик. То није ни потребно будући да је та премија садржана у очекиваној вредности.

си од политичке стабилности, и систематски економски ризик, који зависи од макроекономске стабилности и пословног окружења. На основу процене ризика све земље класификује додељујући им оцене АА (најмањи ризик), А, ББ, Б, Ц и Д (највећи ризик).¹⁶

2. ПРС група (PRS Group) оцену ризика земље улагања формира на основу анализе фактора политичког (стабилност владе, унутрашњи конфликти, законодавна и извршна власт и сл.), финансијског (висина спољног дуга, текући платни биланс, девизне резерве и девизни ризик) и економског ризика (БДП по глави становника, реални раст БДП, стопа инфлације и сл.).¹⁷ На основу оцене, ПРС формира композитни индекс, чија вредност се може кретати од 0 (највећи ризик) до 100 (најмањи ризик).
3. ПВЦ (PriceWaterhouseCoopers – PWC) од 2007. прати и анализира однос ризика земље улагања и приноса у 20 изабраних земаља у развоју, које сврстава у EM20 индекс. Величину индекса и ранг земље одређује на основу анализе садашње вредности утицаја фактора политичког и економског окружења на пословање компанија у области производње и услуга. Максимална вредност индекса је 100 и означава оптималан однос ризика и приноса и оптималне инвестиционе услове.¹⁸

Премију за ризик земље улагања могуће је проценити и на основу поређења тржишних стопа приноса на безризичне финансијске инструменте у две земље, с тим што оба инструмента треба да имају исти рок доспећа и да обезбеђују прилив у истој валути, како би се избегао утицај инфлације. Ако се текуће безризичне стопе приноса разликују, онда те разлике потичу од разлика у ризику земље улагања, а премију је могуће утврдити као разлику у висини ових стопа. Ако поредимо ефективне годишње стопе приноса на безризична улагања, премију за ризик земље улагања (r) могуће је утврдити применом следеће формуле:

$$\rho = \left(\frac{(1 + r_f^*)}{(1 + r_f)} - 1 \right) \times 100$$

где су: r_f^* - ефективна годишња стопа приноса на улагања без ризика на иностраном тржишту, r_f –

ефективна годишња стопа приноса на улагање без ризика на домаћем тржишту.

ЗАКЉУЧАК

Током протеклих тридесетак година, MNC су развиле нову и суштински другачију форму међународне пословне активности, која је утицала на повећање међународне економске и политичке међузависности. Уместо да се претежно баве прибављањем сировина и продајом производа на иностраним тржиштима, MNC су се усмериле на предузимање страних директних улагања у потпуно интегрисане активности, од екстракције сировина, преко производње, до дистрибуције производа на међународном тржишту.

Основни разлози због којих се MNC одлучују на FDI су освајање новог тржишта, осигурање извора сировина, приступ новим технологијама, раст производне ефикасности, заобилажење политичких и правних баријера и диверзификација. Истовремено, ове компаније се излажу утицају бројних фактора карактеристичних за међународно пословање. Уколико се занемаре фактори попут неједначене рачуноводствене праксе, специфичности националних култура, климатских услова, који у већини случајева нису од посебног или су од све мањег значаја за инвестициону анализу, у разматрање треба посебно узети утицај пореског законодавства, промене девизних курсева, политичке ризике и ризик земље улагања.

MNC се приликом анализе и оцене намераваних улагања суочавају са многим проблемима са којима се компаније које послују само на домаћем тржишту ретко суочавају. Ово се, пре свега, односи на корекције новчаних токова и дисконтне стопе под утицајем поменутих фактора карактеристичних за међународно окружење. У теорији је општеприхваћен став да је утицај ових фактора боље уважити приликом процене новчаних токова, него приликом процене дисконтне стопе. Наиме, приликом корекције дисконтне стопе се најчешће полази од претпоставке о растућем ризику (не узимају се у обзир стварне промене стопе ризика током времена), чиме се потцењују новчани токови који настају у каснијим годинама пројекта.

16) Stamer, M. 2009. "Country review: Serbia". Euler Hermes Kreditversicherungs-AG.

17) Bodie, Z., Kane, A., Marcus, A.J., op.cit., pp. 914-917.

18) PriceWaterhouseCoopers. 2009. Balancing Risk & Reward: The PriceWaterhouseCoopers EM20 Index 2009. Достпно на интернет адреси www.pwc.co.uk/emergingmarkets.

ЛИТЕРАТУРА

1. Aliber, R. Z. 1993. *The Multinational Paradigm*. The MIT Press.
 2. Ashta, A. 2007. „Double Taxation Avoidance: International and Dividends“, доступно на интернет адреси <http://ssrn.com/abstract=940927>.
 3. Berk, J., DeMarzo, P. 2007. *Corporate finance*, Pearson International Edition
 4. Bodie, Z., Kane, A., Marcus, A.J. 2005, *Investments*, McGraw – Hill International Edition
 5. Јовановић-Гавриловић, П. 2004. *Међународно пословно финансирање*. Економски факултет Београд
 6. Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. 2005. „Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies“, John Wiley & Sons, Inc.
 7. Ковачевић, С. 2000, *Међународни економски односи*, Економски факултет у Крагујевцу
 8. Лукић, Р. 2001, *Ефикасност мултинационалних предузећа*, Желнид
 9. Станчић, П. 2006. *Савремено управљање финансијама предузећа*. Економски факултет Универзитета у Крагујевцу
 10. Pettit, J. 2007. *Strategic Corporate finance: Application in Valuation and Capital Structure*, John Wiley & Sons.
 11. PriceWaterhouseCoopers. 2009. *Balancing Risk & Reward: The PriceWaterhouseCoopers EM20 Index 2009*. Доступно на интернет адреси www.pwc.co.uk/emergingmarkets.
 12. Riahi-Belkaoui, A. 2001. *Evaluating capital projects*. Greenwood Publishing Group.
 13. Shapiro, A.C. 1978. „Capital budgeting for multinational corporation“. *Financial Management*, Spring, Financial Management Association, pp. 7-16.
 14. Stamer, M. 2009, „Country review: Serbia“, Euler Hermes Kreditversicherungs-AG.
 15. Moosa, I.A. *Foreign Direct Investment: Theory, Evidence and Practice*. Palgrave MacMillan
-

др Слободан В.
ВИДАКОВИЋ*

Поступци поновне ревизије финансијских извештаја

Резиме: *Изазови са којима се суочава ревизорска професија данас (у условима бројних корпоративно-финансијских скандала, као и актуелне светске економске кризе), никада нису били већи и мишљења смо да је крајње време за све који се баве истраживањима у области ревизије да посебну пажњу посвете подручју јавних очекивања која ће у будућности бити све наглашенија. Главна циљна група чије потребе ревизори примарно морају да задовоље, на почетку XXI века, су инвеститори који од ревизора очекују да пружи уверавање да су трансакције састављача финансијских извештаја обављене у законским и професионалним оквирима. Имајући у виду интерес великог броја појединих инвеститора, али и немалог броја економски снажних институционалних инвеститора, институт ревизије финансијских извештаја добије посебан значај. У том смислу су у пракси поновне ревизије финансијских извештаја данас врло честе. Ове ревизије финансијских извештаја неретко имају различит степен уверавања у истинитост и објективност информација садржаних у њима, у односу на претходну ревизију. Дрстичан пример наведене констатације представља поновна ревизија финансијских извештаја компаније "Нафтна индустрија Србије" за 2008. годину, која је добитак од 2,3 милијарде динара претворила у енормни губитак од 3,8 милиона динара. Сличних примера има и у развијенијим системима финансијског извештавања. Поступци поновне ревизије су веома специфични, па их аутор обрађује у овом раду.*

Кључне речи: *претходна ревизија, инвеститори, поновна ревизија, корпоративна одговорност, полагање рачуна.*

УВОД

Ревизија финансијских извештаја дефинише се као процес у коме компетентна и независна особа прикупља и вреднује доказе о информацијама које се могу квантификовати, а које су повезане са одређеним економским ентитетом ради одређивања и извештавања о кореспондирању тих информација и унапред задатог критеријума. Ова дефиниција обухвата све садржинске елементе: информације (финансијске извештаје), задати критеријум (рачуноводствени стандарди), економски ентитет (предузеће као целина), прикупљање и вредновање доказа (документарни докази, усмерени докази и др.), компетентна независна особа

(овлашћени ревизор) и извештавање о ревизији (извештај о ревизији, мишљење ревизора).

Суштину ревизије финансијских извештаја, дакле, представља атестирање њиховог кредибилитета, тј. изражавање мишљења о томе да ли они на истинит и поштен начин презентирају финансијски положај и успешност пословања привредног друштва. Наиме, док је обавеза топ менаџмента предузећа да презентује истините и поштење финансијске извештаје, обавеза ревизора је да у свом извештају изрази мишљење о томе да ли финансијски извештаји истинито и објективно приказују стање имовине, капитала, обавеза и резултат пословања конкретне компаније.

* Професор Факултета пословне економије Универзитета "EDUCONS" у Сремској Каменици.

Основним задатком финансијске ревизије означавају се заштита интереса власника капитала и обезбеђење поуздане информационе подлоге за одлучивање свим корисницима финансијских извештаја. Међутим, корисници ревизорског извештаја треба да схвате да ревизор изражава релативно, а не апсолутно уверавање, наглашавајући да у финансијским извештајима нема значајнијих грешака у односу на оквир извештавања.

У овом раду акценат је стављен на утврђивање потребе за обављањем поновне ревизије финансијских извештаја, анализу прихватљивости поновне ревизије, планирање поновне ревизије, процес обављања поновне ревизије и формирање мишљења о поновној ревизији.

1. УТВРЂИВАЊЕ ПОТРЕБЕ ЗА ОБАВЉАЊЕМ ПОНОВНЕ РЕВИЗИЈЕ ФИНАНСИЈСКИХ ИЗВЕШТАЈА

Присутан је већи број разлога за поновну ревизију финансијских извештаја. Према извештајима о основним концептима ревизије, објављеног од стране Америчког удружења рачуновођа (ААА), наводе се следећи разлози за обављање поновне ревизије финансијских извештаја:

- конфликт између менаџера (тј. оних који припремају информације) и корисника тих информација (власници, кредитори и други екстерни корисници који не управљају предузећем);
- информисање путем финансијских извештаја имају значајне економске последице за доносиоце пословних одлука;
- сумња у компетентност и пристрасност претходног ревизора; и
- немогућност непосредног увида и сумња у квалитет информација садржаних у финансијским извештајима.¹

Компаније које су током последњих неколико година захтевале промену ревизора заправо су захтевале поновну ревизију финансијских извештаја. Са таквим захтевом менаџмент предузеће су скренули пажњу на принцип дужне пажње, као и додатне захтева које је наметнуо *Sarbanes-Oxley* закон из 2002. године.²

Исто тако, одређена предузећа у поновној ревизији финансијских извештаја виде могућност минимизирања сумње инвеститора у квалитет претходно обављене ревизије и враћања њиховог поверења.³

Са поновном ревизијом финансијских извештаја суочавају се, такође, рачуноводствене фирме када компаније предају захтев за регистрацију за почетну јавну понуду акција. Особе које откупљују емитоване хартије од вредности могу поставити услов да исти ревизор обави ревизију финансијских извештаја компаније за текући пословни период, као и за све претходне пословне периоде, што у већем броју случајева доводи до поновне ревизије претходних финансијских извештаја.

Поред наведеног, према прописима Комисије за хартије од вредности може се у пракси десити случај да претходни ревизор није независан, што је довољан разлог да нека друга ревизорска фирма мора обавити поновну ревизију финансијских извештаја. Приликом подношења захтева за почетну јавну понуду акција, Комисија за хартије од вредности може захтевати од компаније да се уз последњи извештај приложи и извештаји претходног ревизора⁴ чиме се, наиме, од ревизорске фирме тражи да поново установи везу са претходном ревизијом.⁵ Догађа се да претходни ревизор није из било којих разлога спреман да поново изврши ревизију или, једноставно, претходни ревизор више не постоји.⁶ У том смислу пред овлашћене јавне рачуновође поставља специфичне задатке.

1) D.H. Taylor and G.W. Glezen, *Auditing - Integrated Concepts and Procedures*, New York, 1985, p. 9. (cit. Према: др С. Мартић, „Независна ревизија - јавна институција за заштиту власника капитала, инвеститора и депонената“, Зборник радова: *Управљање капиталом предузећа и банака у светлу спровођења Програма 2*, Херцег Нови, 1996, стр. 130.

2) Sarbanes-Oxley Act, у англоамеричком моделу корпоративног управљања, је законски пропис који се односи на целокупну рачуноводствену реформу у предузећима од јавног интереса, укључујући и заштиту инвеститора (*The Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act*, 2002).

3) Специфичан је случај поновне ревизије финансијских извештаја за компанију Нафтна индустрија Србије. Наиме, пре него што је "Гаспромнефт" преузео НИС, менаџмент НИС-а је децидно тврдио да је компанија завршила пословну 2008. годину са добитком од 2,3 милијарде динара, надајући се милионским дивидендама. Међутим, убрзо је нови већински власник издао шокантно саопштење, према коме је компанија НИС, 2008. годину завршила са губитком од 3,8 милијарди динара.

4) Другачије речено, то значи да компанија можда мора тражити од претходног ревизора поново издавање његовог ревизорског извештаја.

5) На основу фактора разматраних у Practice Alert 973 (Промене ревизора и сродне теме), она то може и да одбије.

6) Наиме, у случају противзаконитог дела ревизора, доктрина обичајног права генерално намеће стандард грубог немара или преваре за надокнаду трошкова од стране трећих лица. Накнаду за уобичајени немар дозвољава Закон познат као Securities and Exchange Act из 1933. године. Дакле, претходни ревизор је, у случају поновног издавања извештаја у вези са захтевом за почетну јавну понуду акција, изложен ризику који првобитно није постојао.

2. АНАЛИЗА ПРИХВАТЉИВОСТИ ПОНОВНЕ РЕВИЗИЈЕ ФИНАНСИЈСКИХ ИЗВЕШТАЈА

Поновна ревизија финансијских извештаја неће специфична практична питања, као што су: шта потенцијални нови ревизор треба да ради уколико претходна ревизорска кућа компаније више не постоји, или уколико првобитни ревизорски тим сада ради за неку другу ревизорску фирму; шта чинити ако је компанија-клијент извршила битније промене своје интерне контроле у поређењу са временом првобитне ревизије; које то околности обично чине поновну ревизију обавезном.⁷

Одбор за стандарде ревизије (AICPA) је 1997. године издао SAS бр. 84 (Комуникација између претходног и новог ревизора), који се, такође по први пут, позабавио концептом поновних ревизија, дајући овлашћеним јавним рачуновођама широке смернице код таквих ангажмана уверавања. Основне карактеристике стандарда SAS 84 су следеће: разјаснио је дефиниције појмова "претходни" и "нови" ревизор; увећао је квантум упита које нови ревизор мора да изврши, као и ревизорске документације коју претходни ревизор мора да му стави на располагање; сугерисао да фирме користе писмо сагласности и писмо прихватања од стране клијента, као и писмо прихватања од стране новог ревизора, с циљем квалитетније комуникације између нове и старе ревизорске фирме.⁸

Стручни тим за професионална питања при Одбору за стандарде ревизије (енг. скраћ. PITF), издао је *Practice Alert 02-3* (Поновна ревизија финансијских извештаја) који се бави поменутиим и другим питањима. Да би једноставније одлучио да ли да прихвати ангажман, нови ревизор треба да изврши упите код претходног ревизора.

Нови ревизор мора претходном ревизору јасно да укаже да је сврха његових почетних упита да добије информације о томе да ли да уопште обави поновну ревизију. У пракси се, међутим, може догодити да фирма претходног ревизора није у стању у целини да одговори на упите новог ревизора (зато што, на пример, више не запошљава кључне чланове првобитног ревизорског тима). У том

случају нови ревизор би се, у разумној мери, морао потрудити да пронађе партнера из претходног ангажмана или остале истакнутије чланове тима (који су тренутно можда ангажовани за неку другу ревизорску фирму).⁹

Исто тако, нови ревизор од потенцијалног клијента мора добити одобрење за разговор са члановима претходног ревизорског тима. Уколико то није случај, чланови претходног тима нису обавезни да одговарају на питања новог ревизора. Одобрење би требало да буде у облику који задовољава и ревизорску кућу и појединачне чланове тима и требало би да садржи изјаву да се кућа у којој су тренутно ангажовани чланови првобитног ревизорског тима не доводи у положај претходног ревизора.¹⁰

Нови ревизор, приликом обављања почетног упита код претходног ревизора, мора прибавити информације о интегритету руководства, затим комуникацијама са ревизорским комитетом везаним за превару, потом илегалним радњама или питањима везаним за контролу, те на крају о евентуалним значајним ревизорским или рачуноводственим неслагањима која су се можда појавила.¹¹

Писма са изјавама менаџмента дата претходном ревизору (укључивши и сиже неисправљених погрешних исказа у финансијским извештајима, како у последње време прописује SAS 85 – Изјаве менаџмента), нови ревизор би, такође, морао да погледа. Уколико, међутим, претходни ревизор ограничи приступ ревизорској документацији (или се не слаже са менаџментом у вези са рачуноводственим или ревизорским питањима), или у случајевима када не може или не жели да поново изда ревизорски извештај, нови ревизор треба да дође до одговора на питање зашто, као и да размотри импликације које би поменуто одбијање могло да има на доношење његове сопствене одлуке о прихватању ангажмана.

3. ПОСТУПЦИ ПРИХВАТАЊА АНГАЖМАНА ПОНОВНЕ РЕВИЗИЈЕ

Сви ревизори би требало, уколико желе да избегну незадовољавајуће односе са клијентом, да обаве све поступке прихватања клијента, као и све поступке који се односе на одлуке о наставља-

7) Видети детаљније: Donald K. Mc Connell Jr. & George Y. Banks, „Ponovna revizija“, *Journal of Accountancy*, januar 2003., стр. 26.

8) Donald K. Mc Connell Jr. & George Y. Banks, op. cit., стр. 27.

9) За очекивати је да, према стандарду SAS 84 та ревизорска кућа није претходни ревизор, помогне новом ревизору да дође до тражених појединаца.

10) Видети детаљније, Donald K. Mc Connell Jr. & George Y. Banks, „Ponovna revizija“, *Journal of Accountancy*, januar 2003, стр. 29.

11) На неколико начина ће нови ревизор прибавити додатне упите: разговарати са банкарима, адвокатима, инвестиционим банкама или осталима који познају руководство; испитати све евентуалне комуникације претходног ревизора са ревизорским комитетом; размотрити копије кореспонденције потенцијалног клијента са претходним ревизором или регулаторним телима.

њу сарадње описане у изјави о стандардима контроле квалитета бр. 2 (Систем контроле квалитета за рачуноводствену и ревизорску праксу фирме ОЈР).

Приликом одлучивања да ли да прихвате ангажман поновне ревизије стручни тим за професионална питања при АИСРА ревизорима препоручује предузимање следећих додатних корака:¹²

- извршити "позадинске" провере кључних чланова руководства компаније. Националне и велике регионалне ревизорске куће требало би да одреде чланове свог старијег руководства или техничке групе да пруже потребне консултације и одобрења пре прихватања било којег ангажмана поновне ревизије;
- прочитати раније издате финансијске извештаје за које треба поново урадити ревизију и разговарати са члановима руководства као што су извршни директор, финансијски директор и ревизијски комитет, како би се оцениле значајне рачуноводствене политике, салда и трансакције;
- размотрити обавештавање потенцијалног клијента унапред да ће нови ревизор можда наћи значајне погрешне исказе које претходни ревизор раније није уочио. Мишљење новог ревизора о исправности рачуноводствених принципа те значајности неисправљених погрешних исказа у финансијским извештајима може се разликовати од оног претходног ревизора;
- ако је поновна ревизија ангажман само за један пут, потенцијални нови ревизор би требало да се упита зашто га компанија није ангажовала да изврши ревизију у текућем периоду и могао би, на тој основи, одлучити да не прихвати ангажман;
- утврдити да ли ће потенцијални нови ревизор бити у стању да добије конфирмације трећих страна или друге примарне доказе ревизије на датум биланса стања, или, алтернативно, конфирмацију на каснији датум са одговарајућим тестовима трансакција до којих је дошло у међувремену;
- утврдити да ли ће потенцијални нови ревизор бити у стању да добије неопходне ревизијске доказе у значајним подручјима као што су залихе и приход;

- ако се променило руководство клијента, потенцијални нови ревизор би требало да види да ли је садашње руководство (и да ли има довољно знања) да потребне изјаве руководства на крају поновне ревизије. Руководство би могло сматрати да није одговорно за раније финансијске извештаје; међутим, нови ревизор ипак мора добити потписане изјаве за све периоде за које даје мишљење. Ревизорске фирме би требало да разговарају о овим питањима са руководством на самом почетку процеса поновне ревизије;
- ако се интерна контрола променила у значајној мери од времена првобитне ревизије, потенцијални нови ревизор би требало да осигура да може стећи активно разумевање постојећег система интерне контроле током периода поновне ревизије да би могао да планира ангажман;
- ако компанија значајну количину информација обрађује електронским путем, а не постоји друга документација тих трансакција, потенцијални нови ревизор би требало да осигура да може прикупити довољно ревизорских доказа за значајне тврдње.

4. ПЛАНИРАЊЕ И ОБАВЉАЊЕ ПРОЦЕСА ПОНОВНЕ РЕВИЗИЈЕ

Пре него што нови ревизор и формално прихвати ангажман у вези са поновном ревизијом, претходни ревизор му неће ставити на располагање ревизорску документацију.¹³ Тек уколико нови ревизор потпише писмо разумевања¹⁴ везано за употребу документације, према стандарду SAS бр. 84, добиће већи приступ документацији.

Претходни ревизор би требало, међутим, с циљем избегавања евентуалних неспоразума, да од клијента добије писма сагласности и прихватања, која треба да документују клијентово одобрење дато новом ревизору да испита документацију претходног ревизора, као и објаснити да нови ревизор предузима преглед искључиво с циљем планирања сопствене ревизије. Претходне смернице (које су се односиле на списак ревизорске документације коју би обично требало дозволити да претходни ревизор погледа) се, према SAS бр. 84, проширују на планирање, интерну контролу и резултате ревизије.

12) Donald K. Mc Connell Jr. & George Y. Banks, op. cit., стр. 31.

13) Нови ревизор би требало да захтева од клијента да овласти претходног ревизора да му стави на увид документацију за период који је у питању, као и за претходне периоде.

14) Поменуто писмо указује на то да нови ревизор неће коментарисати (ни усмено ни писмено) да ли је претходни ревизор обавио свој посао у сагласности са Општеприхваћеним рачуноводственим стандардима у САД. Од новог ревизора се, такође, тражи да у случају судског спора не даје експертско сведочење или подршку у вези са квалитетом рада претходног ревизора.

Нови ревизор би могао (као резултат својих упита и прегледа ревизорске документације претходног ревизора), утврдити да су информације од користи за планирање поновне ревизије (и поткрепити их путем упита руководству), проверити битна документа и друге ревизорске поступке. Планирање поновне ревизије ревизорска фирма би (с циљем максимизирања ефикасности и ефикасности) требало да усагласи са планирањем текуће ревизије.¹⁵

Ради адекватног планирања поновне ревизије нови ревизор треба да у потпуности разуме функционисање интерне контроле компаније за пословне периоде о којима ће извештавати. Уколико је, пак, нови ревизор барем делимично стекао поменуто разумевање прегледавањем ревизорске документације претходног ревизора, треба да проведе адекватне поступке како би поткрепио то разумевање. Исто тако, нови ревизор мора извршити адекватне тестове кључних делова интерне контроле и проценити ефикасност пословања за пословне периоде за које се врши поновна ревизија, уколико жели обелоданити процену да је контролни ризик нижи од максимума. Ефикасност функционисања интерне контроле током претходне ревизије нови ревизор, алтернативно може тестирати. Евентуалне значајне измене интерне контроле у периодима поновне ревизије нови ревизор може, такође, додатно тестирати. Уколико нови ревизор процени да је контролни ризик максималан, тестирање промена је неисплативо. За клијента који значајан део својих финансијских информација и извештаја обрађује електронским путем, нови ревизор треба да оцени да ли је у стању да осмисли ефикасне суштинске тестове.

Нови ревизор мора, према SAS бр. 84, добити "довољно адекватних доказа", као и да да информације прикупљене из упита и прегледа документације претходног ревизора уколико нису довољне за изражавање мишљења о ревидираним финансијским извештајима. Овлашћене јавне рачуновође могу, међутим, приликом вршења поступка поновне ревизије, размотрити резултате поступка ревизије за текући период, повезане са одговарајућим прерачунавањем уназад.

Примењивање суштинских поступка ревизије на трансакције које се десе у периоду између датума текућег периода или датума присуствања попису и датума биланса стања (за биланс стања који је предмет поновне ревизије), укључује поступке прерачунавања података уназад. Нови

ревизор мора, приликом примењивања аналитичких поступака, независно одредити параметре које ће користити.

На природу, временски распоред и количину поступака у вези са почетним салдима и конзистентношћу рачуноводствених принципа може да утиче преглед документације претходног ревизора. У оквиру поновне ревизије, овлашћене јавне рачуновође могу на један од два начина обавити поступке конфирмације. Под условом да може добити копије, нови ревизор може размотрити одговоре добијене на конфирмације претходног ревизора. Прихватљиве конфирмације укључују оне за готовину, повезане стране, потраживања и обавезе.

Међутим, нови ревизор је одговоран за закључке везане за адекватност тих одговора, укључујући количину и квалитет те за вршење алтернативних поступака тамо где није било одговора на конфирмације. Ипак, нови ревизор може пожелети да добије директне конфирмације значајних ставки у подручјима где се ослања на поступке конфирмација претходног ревизора. На пример, нови ревизор би требало да директно добије писмо конфирмације од адвоката у вези са значајним правним питањима.¹⁶

Може бити ефикасно да се изврши поновна конфирмација, уколико, алтернативно нови ревизор није у стању да добије копије конфирмација од претходног ревизора. Изабере ли нови ревизор да директно врши конфирмацију, тада треба или да поново потврди износе или услове салда и трансакција на датум биланса стања периода за које се врши поновна ревизија, или да потврди накнадни датум и тестира трансакције у међупериоду.

Доказе почетних салда за финансијске извештаје које ревидира, као и доказ у којој мери је компанија применила рачуноводствене принципе, нови ревизор може добити на неколико начина.¹⁷

- проучавањем ревидираних финансијских извештаја из претходног периода и одговарајућег извештаја ревизора;
- вршењем упита код претходног ревизора;
- прегледањем ревизорске документације претходног ревизора; и
- спровођењем ревизорских поступака у ревизији наредне године.

Уколико је мишљење претходног ревизора било позитивно, као и уколико није било значај-

15) Тако, на пример, доказе у вези са финансијским извештајима чија поновна ревизија се врши могу, такође, пружити трансакције и догађаји који су били предмет рев

16) Donald K. Mc Connell Jr. & George Y. Banks, op. cit., стр. 35.

17) Donald K. Mc Connell Jr. & George Y. Banks, op. cit., стр. 35.

нијих рачуноводствених неслагања у вези са рачуноводственим питањима или обимом ревизије, те ако претходни ревизор има добру професионалну репутацију, нови ревизор ће, по логици ствари, имати већи степен сигурности када су у питању почетна салда и конзистентност.

У случају да нови ревизор није у стању да добије доказе читањем ревидираних финансијских извештаја из претходног периода и одговарајућег ревизорског извештаја или приступом документацији претходног ревизора, Стручни тим за професионална питања при АИСПА предлаже да овлашћене јавне рачуновође изврше одговарајуће алтернативне поступке, с обзиром на салда на почетку периода поновне ревизије и конзистентност рачуноводствених начела.¹⁸

Нови ревизор мора размотрити ефекте неисправљених материјално значајних погрешних исказа почетних и крајњих салда у периоду за који се врши поновна ревизија финансијских извештаја. Међутим, пође ли се од чињенице да нови и претходни ревизор не морају имати исте начине процене ефеката тих неисправљених погрешних исказа, може се у пракси десити случај да се нови ревизор не сложи са одлукама које су донели клијент и претходни ревизор у вези са материјалношћу и начином решавања погрешних исказа. Нови ревизор је сам једино одговоран за то да прибави довољно доказа да би проценио значај неисправљених погрешних исказа у финансијским извештајима, укључујући оне на почетку или на крају периода поновне ревизије.

5. МИШЉЕЊЕ РЕВИЗОРА О ПОНОВНОЈ РЕВИЗИЈИ ФИНАНСИЈСКИХ ИЗВЕШТАЈА

Уколико нови ревизор користи рад и извештаје других ревизора који су испитивали финансијске извештаје консолидованих зависних предузећа (или одељења компаније - клијента), он не треба да изражава мишљење које представља одраз подељене одговорности, а да унапред не информисе претходног ревизора да ће се поуздати у његов извештај. С обзиром на то да је извештај поновне ревизије обично датиран на крају рада на терену, нови ревизор мора применити поступке прегледа неопходних догађаја до тог датума.¹⁹

Нови ревизор ће износити мишљење с резервом или ће се уздржати од давања мишљења на

финансијске извештаје, уколико фирма може доћи до закључка да недостаци у интерној ревизији спречавају да добије довољно доказа да презентује стандардни извештај. Нови ревизор би зато могао донети одлуку да се повуче из ангажмана, полазећи од тога да Комисија за хартије од вредности генерално неће прихватити такве извештаје. Писмо о ангажовању (којим се дефинише споразум са клијентом) требало би из чисто правних разлога да наведе и такву могућност.

ЗАКЉУЧАК

Дајући широке директиве у вези са поновним ревизијама у оквиру SAS бр. 84, Одбор за доношење рачуноводствених стандарда (ASB) је заиста мислио унапред, с обзиром да поновне ревизије постају све чешће. Одговорности корпоративног управљања за чланове управног одбора и независних ревизорских комитета, захтеви за обелодањивањем Комисије за хартије од вредности, као и доношење закона Sarbanes-Oxley у великој мери су повећали потребу за поновним ревизијама финансијских извештаја. Уз то је и много већа одговорност извршних и финансијских директора при комуницирању и координацији са ревизорским комитетима.

Потреба за обављањем поновне ревизије финансијских извештаја захтева и њено процесуирање у смислу утврђивања нужности и оправданости поновног ревидирања, анализе њене прихватљивости, планирања и вршења поновне ревизије, као и давања посебног мишљења ревизора.

ЛИТЕРАТУРА:

1. A.A. Arens, J.K. Loebbecke, *Auditing, An Integrated Approach*, Prentice Hall International, New Jersey, 1988.
2. Donald K. Mc Connell Jr. & George Y. Banks, „Ponovna revizija“, *Journal of Accountancy*, januar 2003.
3. D.H. Taylor and G.W. Glezen, *Auditing - Integrated Concepts and Procedures*, New York, 1985.
4. Слободан В. Видаковић, *Ревизија основа компетентности, кредибилитета, повећења*, Нови Сад, 2009.

18) Ово укључује аналитичке поступке и преглед трансакција након датума биланса стања. Спровођење ревизорских поступака везано за трансакције и значајна књижења у дневник током периода поновне ревизије требало би да ОЈР пружи доказе о почетним салдима.

19) Видети детаљније: Donald K. Mc Connell Jr. & George Y. Banks, „Ponovna revizija“, *Journal of Accountancy*, januar 2003., стр. 37.

др Ђоко
СЛИЈЕПЧЕВИЋ*
др Младен ИВАНИЋ**
мр Миломир
АМОВИЋ***

Јавно-приватно партнерство у функцији савременог друштвено-економског развоја

Резиме: Актуелни процеси глобализације и интернационализације националних привреда, уз јачање токова регионалног повезивања, а нарочито успешније економске интеграције у Европску унију, подразумева нужност крупних капиталних инфраструктурних инвестирања, посебно у области саобраћаја, енергетике, телекомуникација водопривреде те пружања услуга у домену општедруштвених делатности (здравство, школство, култура, спорт и сл.). Међутим, средствима неопходним за ефикасну реализацију наведеног не располаже већина земаља, посебно оних мање развијених и у процесу транзиције, те су упућене на потребу за ангажовањем страног капитала, а јавно-приватно партнерство представља један од посебно погодних облика инвестирања приватног страног (као и домаћег) капитала у правцу реализације поменутих циљева, тј. у сврху финансирања инвестиција у области коришћења природних ресурса или изградње инфраструктурних и других јавних добара или пружања услуга, што је предмет разматрања овога рада. При овом, у раду се наводе најчешћи модалитети ЈПП, као и основне врсте ризика који су један од кључних елемената при сагледавању оправданости уласка у аранжмане ове врсте. На крају рада дат је приказ односа финансијских институција према ЈПП.

Кључне речи: јавно-приватно партнерство, приватни капитал, јавни сектор, инфраструктурне инвестиције, концесије, јавна добра и услуге.

1. Појам и суштина јавно-приватног партнерства

Потребе многих земаља за социјалним и привредним развојем увелико премашују финансијске капацитете њиховог јавног сектора. Све већи

захтеви за бољом инфраструктуром и јавним услугама (саобраћај, енергија, градска инфраструктура, здравство, школство) неретко доводи до значајних финансијских ограничења. Овај проблем у последње време погоршава глобална економска и финансијска криза, својим негатив-

* др Ђоко Слијепчевић, редовни професор Економског факултета, Универзитета у Бањој Луци, члан Комисије за концесије Босне и Херцеговине

** др Младен Иванић, ванредни професор Економског факултета, Универзитета у Бањој Луци

*** мр Миломир Амовић, члан Комисије за концесије Босне и Херцеговине

ним утицајем на раст БДП-а и финансијско-кредитна тржишта. Но, одржавање привредног раста једне земље у све већој мери зависи од даљег развоја стратешких инфраструктурних мрежа, посебно на регионалном нивоу. Међутим, како се јавни буџети суочавају са све већим притиском неизмиреног дуга, све је јасније да је потребно премостити финансијски јаз мобилисањем ресурса приватног сектора.

Принцип партнерства приватног и јавног сектора – ЈПП (Public Private Partnership – PPP) обезбеђује јединствени оквир за привлачење ресурса приватног сектора ради развоја јавне инфраструктуре, омогућавајући структурирану расподелу ризика између влада и инвеститора. Наиме, показује се све очигледније да јавни сектор не може самостално да довољно ефикасно задовољи растуће потребе за услугама, те да треба да има потпору других сектора у друштву. Јавно-приватно партнерство је један од обећавајућих форми такве сарадње. Темели се на препознавању користи које и јавни и приватни сектор могу имати од удруживања финансијских средстава, знања и експертизе у циљу побољшања основних услуга за све грађане. Додатно овоме, може се рећи да ЈПП представља алтернативу пуној приватизацији, комбинујући предности оба сектора, тако да се друштвена одговорност, свест о потреби заштите околине и јавној одговорности јавног сектора комбинује с финансијама, технологијом, делотворним управљањем и подузетничким духом приватног сектора.

У контексту наведеног, под јавно-приватним партнерством подразумева се цели спектар могућих односа између власти (јавни сектор) и других организација које нису владине (приватни сектор) како би се спровели пројекти или пружиле одређене јавне услуге. Заједница има непосредну улогу у таквим аранжманима као корисник, нпр. изражавајући цену коју је заједница спремна да плати за прихватљив ниво услуга, али има и посредну улогу у промишљању политике развоја свог окружења. Код мањих ЈПП пројеката и локална заједница може преузети улогу у јавно-приватном партнерству. Јавно-приватно партнерство не мора на први поглед изгледати као пожељно решење. Већина организација жели остати на трагу онога што већ зна, делећи исте циљеве и радну праксу с другим организацијама које мисле као и оне – владе раде са владама, пословни субјекти са другим пословним субјектима, а непрофитни сектор са организацијама унутар тог сектора.

Постоје три главна услова који иду у прилог стварања партнерства:

- криза,
- појављивање и укључивање „покретача“,
- постојање некога ко служи као катализатор.

Обезбеђујући модел за превазилажење јаза између инфраструктурних потреба и расположивих средстава јавног сектора, нудећи инвеститорима модел структурисане расподеле ризика уз гаранције државе, ЈПП имају велики потенцијал за привлачење директних страних инвестиција, као и унапређење развоја стратешке инфраструктуре. Осим тога, у пракси је потврђено да ЈПП могу играти значајну улогу и у унапређењу квалитета и у снижавању цена јавних услуга, убрзавајући реформу јавне управе путем преноса знања из приватног у јавни сектор. Међутим, треба имати у виду да структурирање и реализација ЈПП није једноставно и захтева – како техничко стручно знање, тако и обезбеђивање одговарајућег правног и институционалног оквира. Упркос често изражаваној политичкој подршци, права вредност модела ЈПП мало је позната на простору земаља западног Балкана, а извори применљивог знања и даље су ограничени.

Концепт ЈПП има велики број тумачења, а најчешће се користи дефиниција коју је дала Комисија за приватно финансирање инвестиција (*Public Finance Initiative – PFI*): „ЈПП је однос између јавног и приватног сектора у коме се дели ризик на основу заједничких настојања да се оствари пожељан резултат јавних политика“.

Дакле, ЈПП је уговорни однос чији су потписници државне власти и приватна предузећа, а чији је предмет обављање неког посла или пројекта од општег значаја у којем сваки субјект доприноси одређеним ресурсима, сходно својим могућностима и учествује у планирању и одлучивању. Циљ је да се постигне већа ефикасност, лакши приступ капиталу, да се поделе финансијски и ризици у погледу рокова, а истовремено обезбеди поштовање високих стандарда заштите животне средине и безбедности запослених.

Иначе, може се рећи да партнерство јавног и приватног сектора у основи обухвата две димензије, *стратешку и оперативну*. Стратешка димензија се односи на координирање политичких циљева и одређивање прикладних улога сваког партнера, док се оперативна бави реализацијом предвиђених пројеката. Предности које пружа сарадња јавног и приватног сектора постају све очигледније последњих година, а највеће предности ЈПП модела су то што се развија иновативан начин финансирања којим се остварује, односно постиже бржа изградња, мањи су трошкови, боља је алокација ризика, услуга је квалитетнија, ствара се додатни приход, смањују се кашњења у изградњи, побољшава управљање, маркетинг, тарифна политика, финансијски инжењеринг и сл.

Суштина сваког ЈПП је у расподели ризика између приватног и јавног сектора. Наиме, за

успех пројеката важно је установити ризике повезане са сваком компонентом и фазом пројекта и алоцирати их тако да равнотежа осигура најбољу вредност за уложене ресурсе. При овом, могућности које стоје на располагању за пружање јавних услуга крећу се од непосредног пружања услуга државе до потпуне приватизације, када држава све одговорности, ризике и награде преноси на приватни сектор.

ЈПП се у многим земљама показало као веома користан и флексибилан начин ангажовања капитала, знања, вештина и других локалних и страних потенцијала. Оно се може остваривати институционално – оснивањем заједничког предузећа или уговорним регулисањем улагања у заједнички пословни подухват. Од интереса партнера зависи начин на који ће регулисати своје односе, водећи рачуна да то буде најефикаснији и најрационалнији приступ, са што мање администрација и трошкова, доприносећи тиме побољшању економске ефикасности пројекта.

Јавни сектор треба да постави одговарајући правни оквир за уговарање и провођење партнерства као и за инвестирање приватног сектора. Веома је важно увести одговарајуће механизме како би се смањила могућност за корупцију у било којем процесу. Непредвиђени и нефер поступци у партнерствима смањују политичку прихватљивост и интерес многих приватних инвеститора. Влада такође мора поставити јасан регулаторни оквир и примјенити одговарајуће тарифне режиме и потицајне механизме. Посебно јавни сектор треба да дефинише јасну расподелу одговорности између националне владе и локалне самоуправе, и да јавно искаже своју улогу као онога који регулише цели процес, тј. осмишљава и реализује ЈПП.

Владини и пословни лидери не могу градити партнерство сами – наине политичко и друштвено прихватање укључивања приватног сектора је веома битно. Јавност мора видети учествовање приватног сектора као корисно, ако се жели да партнерство траје на дужи рок. Јавно прихватање укључивања приватног сектора кроз дуже време, зависи првенствено од пружања обећаних (тј. уговором регулисаних) услуга и остварене користи по прихватљивим ценама. Због тога, веома је важно развијање механизма који би осигурали да организација која пружа услугу буде у пуној мери одговорна према својим корисницима, било да се ради о организацији из јавног или приватног сектора. Јавна подршка такође зависи и од могућности пар-

тнерства да се задовоље потребе свих учесника. Нпр. службеници у јавним службама могу бити извор великог отпора повећаном укључивању приватног сектора у пружању услуга. Због тога сви уговори о ЈПП треба да осигурају запошљавање или збрињавање јавних службеника и локалних становника у највећој могућој мери.

2. Први појавни облици јавно-приватног партнерства

Иако је јавно-приватно партнерство савремени облик финансирања, зачеци овог концепта називу се још у време Римског царства, када су се на новоосвојеним подручјима поједини објекти од јавног значаја (нпр. тржнице) градили уступањем радова приватним лицима уз надзор римског Сената. То су биле класичне концесије које и у данашњим савременим облицима јавно-приватног партнерства заузимају водећу улогу. Први Римски закон у писаној форми, тзв. Закон XII плочица¹ или таблица третира воде као природно или јавно добро. Текуће, морске и изворске воде, као и приобаље нису могли бити у индивидуалном власништву. Њихово коришћење је прописивано законом, као и ограничења у вези са изградњом лука, канала, водова и сл. То је створило услове за давање закупа на тим добрима са карактеристикама партнерства са јавним сектором.

За развој партнерстава велики значај су имали средњовековни регали током 12. вијека, када им је врховна власт владара давала право коришћења и располагања природним богатствима и добрима од општег значаја као и право уступања трећим лицима.² Предмети регала су се углавном односили на права коришћења земље, ковања новца, лова и риболова, експлоатације рудних богатстава, коришћења мостова, скела и др.

Даљи развој ЈПП бележи током 15. и 16. века од када је познат велики број класичних концесија у области експлоатације рудних богатстава. Римски краљ Максимилијан I је 1503. године дао концесију (у виду споразума са Урлихом Фугером) на копање сребра и бакра у руднику Швацу. Из тог времена забележена је и концесија на руду бакра у рударском граду Бистрице дата од стране војводе Џона Корвинуса браћи Џорџу и Џону Торџу. Концесија је дата споразумом на 16 година уз обавезу годишње накнаде од 1.400 флорина. Из овог периода интересантна је и концесија на пошту - *поштанска концесија* коју је шпански краљ Филип

1) Станојевић, О., *Римско право*, Београд 1990.с.21.

2) Попов, Д., *Нека актуелна питања развоја концесија и добара у општој употреби*, Привредно-правни приручник, No. 1-2, Удружење правника у привреди Србије и Црне Горе, Београд 1991.

Идао Франциску де Таксисому као и концесија краљице Џоане од Кастиље дата познатом морепловцу Америгу Васпучију, а односила се на право тестирања и давања сертификата (одобрења, или оцене способности) свим капетанима који желе да плове и баве се управљањем бродовима.

Поткрај средњег вијека, као и касније у 19. веку, партнерство јавног и приватног сектора било је заступљено у подручју изградње комуналне инфраструктуре, нарочито у Великој Британији и Француској. Иначе, модел ЈПП посебно се почео упражњавати и доживљава експанзију у 19. веку кроз јавне радове на изградњи железница, пружање комуналних услуга и др. Један од најзначајнијих свјетских подухвата из тог времена је пројекат изградње Суецког канала, који је финансиран према моделу партнерства јавног и приватног сектора.

Пример нарочито успешне примене модела јавно-приватног партнерства налазимо у Питсбургу у САД, гдје је 1943. године дошло до сарадње између градске управе и приватних предузећа при обликовању економских, друштвених и урбаних развојних стратегија, што је резултирало обновом изгледа града.

Након 1990. године, све земље Европске уније прихватиле су јавно-приватно партнерство као један од веома погодних модела подстицања привредног напредовања, као и бржег развоја инфраструктуре и ефикаснијег пружања јавних услуга, а Француска је предњачила у примени моделе јавно-приватног партнерства. Тако је изградња тунела испод Ламанша који спаја Енглеску и Француску финансирана средствима јавног и приватног сектора. Градња је трајала готово осам година, а стајала је 21 милијарду долара. Тунел се протеже

испод Ламанша (La Manche), односно Енглеског канала од Фолкестона у Енглеској до Калеа (Calais) у сјеверној Француској у дужини више од 40 километара. Сам тунел састоји се од три тунела: два велика за саобраћај и промет и трећег мањег у средини који у случају опасности служи за довоз опреме и евакуацију (тј. спашавања) путника.

Након Француске, Шпанија и Португал су такође, примениле овај модел 1990. године, а Енглеска је од 1992. до 2003. потписала преко 570 ЈПП споразума.

На семинару „Стање и перспективе развоја јавног транспорта у БиХ“, који је одржан у Сарајеву 2004. године, тадашњи амбасадор Енглеске Јан Клиф истакао је да је јавно-приватно партнерство модел који је веома важан за његову земљу за унапређење јавне инфраструктуре. Истакао је да његова земља планира велике пројекте по овом моделу, нпр. модернизацију подземне железнице у Лондону, где се предвиђа улагање 13 милијарди фунти у периоду од 15 година. Модалитет за овај пројекат је да подземна железница остаје у јавном сектору, али да се приватне фирме брину о инфраструктури. Иначе, у Енглеској више од 10% свих инфраструктурних инвестиција отпада управо на модел ЈПП-а. И друге земље ЕУ су почеле са имплементацијом модела ЈПП ради решавања инфраструктурних проблема, а упоредо са имплементацијом овог модела осмишљавањем је и успостављен правни оквир за његову што успешнију примену.

Елементи који су утицали на појаву јавно-приватног партнерства, као и покретачи за његову примену, могу се табеларно приказати на следећи начин:³

ЕЛЕМЕНТИ	ПОКРЕТАЧИ
Финансијске потребе	Политичко окружење: политичка воља или обавеза
Лоша постојећа или неизграђена инфраструктура	
Потражња за јавним услугама	Правно окружење: поједностављење процедура
Повећање ефикасности и креативности	
Конкуренција на тржишту	Јавно мњење: јавност прихваћа укључење приватног сектора
Недостатак домаћег искуства	
Парцијалне специјализације	Стручна јавност: искуство спонзора пројеката
Проширење базе националних стручњака	

3) Табела је преузета из Докторске дисертације мр Миломира Амовића, "Јавно приватно партнерство као нови облик функционисања инфраструктуре и услуга у БиХ", Универзитет пословних студија, Бања Лука, 2010.

3. Развој јавно-приватног партнерства као модела финансирања

Јавно-приватно партнерство позиционира се између традиционалних облика обављања јавних послова (јавне набавке, оснивање јавних предузећа, уговарање услуга, уговарање управљања, лизинг, joint venture), при чему јавни сектор преузима комплетну одговорност и све ризике у процесу финансирања, изградње и управљања објектом од јавног значаја и приватизације – када све наведене активности обавља приватни сектор, за што је у целини и одговоран. Потребно је правити разлику између јавно-приватног партнерства и традиционалних модела сарадње два сектора: на име, јавна набавка није модел јавно-приватног партнерства, будући да није присутна дугорочна сарадња и најчешће нема расподеле пословног ризика између субјеката сарадње. Такође, оснивање јавног предузећа не сматра се ЈПП, док за *аутсорсинг*⁴ можемо рећи да је неки гранични случај јавне и приватне сарадње,⁵ односно партнерства.

Напред наведено шематски се може представити на следећи начин⁶ (Сл. I):

4. Основне карактеристике модела ЈПП

Да би у целости оправдао своју примјену, модел јавно-приватног партнерства мора да почива на принципима који ће обезбедити да:

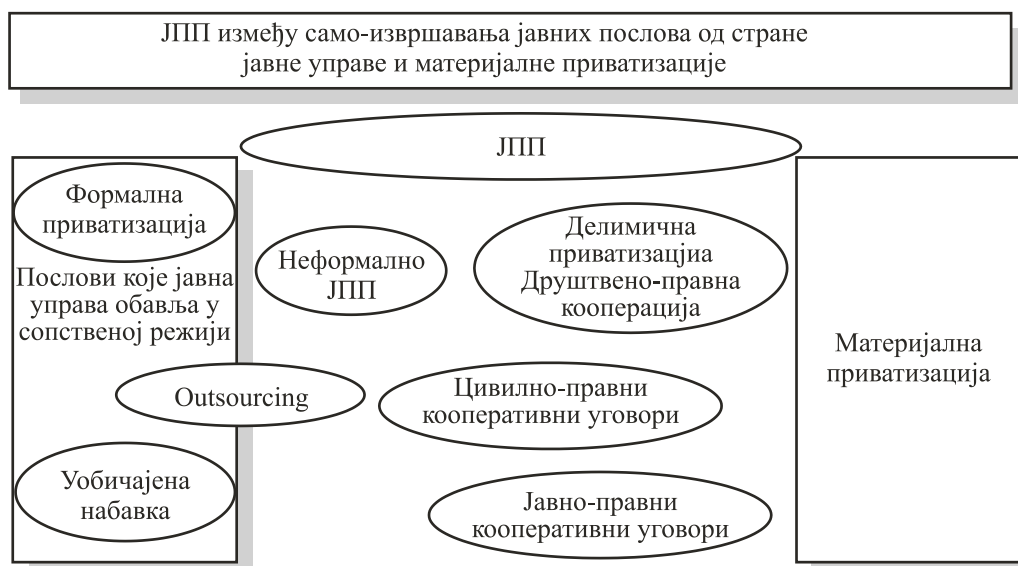
- партнерство буде корисно за све стране (јавни сектор, приватни сектор, кориснике тј. потрошаче),
- процедуре избора приватног партнера буду јавне и транспарентне,
- процес избора приватног партнера буде ефикасан,
- ризике преузме страна која их најефикасније може решавати.

Иначе, у принципу се разликују два основна облика, односно модалитета јавно-приватног партнерства:

- уговорно ЈПП, где се партнерство између јавног и приватног сектора заснива искључиво на уговорном односу,
- институционално ЈПП, које укључује сарадњу између јавног и приватног сектора у оквиру посебног правног субјекта.

Под појмом уговорног облика ЈПП подразумева се партнерство засновано искључиво на уго-

Слика I – Шематски приказ позиције ЈПП у односу на традиционалне облике обављања јавних послова



4) Outsourcing- измештање пословних активности (функција) из предузећа; информације које се добијају као резултат тих пословних активности се, као услуге, прибављају из екстерног окружења, од других специјализованих предузећа.

5) С. Аћимовић, *PPP модел као облик сарадње јавног и приватног сектора*, Економски факултет Универзитета у Београду, 2007. стр 72.

6) Према, С. Аћимовић: *Op.cit.* str 73.

ворном односу између различитих субјеката. Овај појам подразумева мноштво модела у којима се један или више пројеката, већег или мањег обима, додељују приватном партнеру, што може обухватити осмишљавање, пројектовање, финансирање, извођење радова, обнову, коришћење добара и/или пружање услуга.

Основна карактеристика институционалног облика ЈПП је оснивање заједничке институције јавног и приватног сектора ради реализације одређеног јавног пројекта или пружања јавних услуга. Удели, одговорности, обавезе, расподела ризика и управљање таквом институцијом предмет су уговора приватног и јавног партнера. Институционални облик ЈПП може бити успостављен оснивањем нове институције или преузимањем удела и контроле у постојећој јавној институцији од стране приватног партнера. Институционални облици ЈПП-а углавном се примењују при пружању јавних услуга које су од велике важности за јавни сектор због чега је потребно да овај сектор задржи део контроле и надзора над пружањем услуга (нпр. контрола ваздушног саобраћаја, водоснабдијевање и сл.).

Заједничка обележја модела уговорних облика ЈПП-а су дугорочна уговорна сарадња (нпр. од 25 до 30 година) између представника јавног сектора и приватног предузећа (или конзорцијума више приватних инвеститора) где се финансирање углавном ослања на приватна средства, али гдје ни државна средства нису искључена. Уговором се дефинише интеграција свих етапа пројекта у току трајања уговора (пројектовање, финансирање, изградња, одржавање, употреба и евентуално рушење и уклањање), подела инвестиција, одговорности, као и заслуга. Расподела ризика специфична је за сваки појединачни случај, а један од главних принципа сваког ЈПП модела је алокација ризика на страну која најбоље њоме управља са најнижим трошковима. Већина ризика је ипак алоцирана на приватног партнера, док одређени ризици остају алоцирани на јавни сектор (за које јавни сектор има већу могућност утицаја и управљања). Уговором се дефинишу захтеване перформансе као излазне, крајње спецификације уместо улазних захтева и спецификација при традиционалном начину уговарања пројектовања и изградње неког објекта или јавне инфраструктуре. Јавни партнер дефинише циљеве градње у складу са јавним интересом и дефинише захтеве за стандардима изградње, одржавања и квалитета услуга. Такође, јавни партнер плаћа накнаду приватном партнеру за изградњу и вођење изграђене грађевине и преузима обавезу да ће изграђену грађевину користити за уговорену намену, а по правилу се након истека уговореног периода изграђена грађевина враћа у власништво јавном сектору.

5. Основни модалитети ЈПП

Уговори из подручја дугорочне сарадње јавног и приватног сектора обухватају активности финансирања, дизајнирања, имплементације и операционализације пројеката из подручја изградње инфраструктуре и пружања јавних услуга. При овом, ти уговори могу бити различите обухватности, односно садржине, а најчешће врсте ЈПП уговора су:

- *Дизајнирање и изградња (Design & Build -DB);*⁷ Влада закључује уговор са приватним партнером који дизајнира и гради инфраструктуру или одређени објекат у складу са спецификацијама јавног сектора, најчешће за фиксну цијену, па је трошковни ризик углавном пренесен на приватног партнера;
- *Уговор одржавања и управљања (Operation & Maintenance Contract - O&M);* у складу са потписаним уговором и под одређеним условима приватна фирма управља јавном имовином, која и даље остаје у државном власништву;
- *Дизајнирање/пројектовање, изградња, финансирање и управљање (Design & Build & Finance & Operate - DBFO);* најчешће коришћени модел ЈПП који приватном сектору омогућава да осмисли, финансира и изгради јавно добро, узима га у дугорочни закуп и њиме управља (убире приход у уговореном периоду), а након истека периода закупа предаје га јавном сектору;
- *Изградња, посједовање и управљање (Build & Own & Operate - BOO);* приватни сектор финансира, гради и управља добром у свом власништву. Овде постоје и одређена ограничења за приватни сектор која проистичу из прецизно дефинисаног уговора и спроводе се кроз перманентно регулисање одговарајућих структура јавне власти;
- *Изградња, посједовање, управљање и пренос (Build & Own & Operate & Transfer - BOOT);* Влада даје франшизу приватној компанији за финансирање, дизајн, изградњу и управљање добром као и право да наплаћује коришћење током одређеног периода, након којег се власништво над добром предаје јавном сектору. Приватни сектор преузима у потпуности и оперативно управљање одређеним инфраструктурним објектом за вријеме трајања уговора;
- *Куповина, изградња и управљање (Buy & Build & Operate - BBO);* Влада врши трансфер јавне имовине приватном (или мешовитом)

7) Напоменимо да има схватања по којима DB пројекти нису дио спектра ЈПП.

ентитету који исту унапређује и њоме управља током одређеног временског периода;

- *Лиценца управљања (Operation License)*; често се користи код ИТ пројеката где приватна компанија добија дозволу или право да пружа јавну услугу у одређеном временском периоду;
- *Само финансирање (Finance Only)*; приватни сектор, обично финансијска установа, непосредно финансира пројекат или користи различите механизме, попут издавања обвезница и сл.

6. Основне врсте ризика ЈПП

При успостављању партнерских односа планирани ризици се увек деле између приватног и јавног сектора, а процена ризика је један од кључних елемената анализе пројеката и оправданости уласка у аранжмане ЈПП. Ови ризици најчешће обухватају ризик изградње, ризик расположивости, ризик потражње, оперативни и ризик одржавања, ризик резидуалне вредности, финансијски ризик и сл.

У најкраћем, сви ти основни ризици могу се табеларно представити на следећи начин:

Врста ризика	Појашњење
<i>Ризик изградње</i>	У монетарном смислу, ризик изградње може да подразумева нпр. повећање стопе инфлације изнад планиране, настајање неочекиваних проблема или повећање трошкова изградње које може довести у питање укупну профитабилност пројекта. Са технолошког становишта (техничка компонента ризика), ризик подразумева техничке елементе поступка изградње (нпр. ако се у току изградње утврди да постојећа техничко-технолошка конструкција не омогућава неометану употребу).
<i>Економски ризик – ризик тражње</i>	Нестабилност потражње у односу на очекивану у тренутку потписивања уговора, независно од ангажовања приватног партнера, уобичајен ризик који сноси приватна страна у тржишној економији. Ова врста ризика има шири утицај и честа је у развијеној тржишној привреди. Чак и након што се објекат заврши и почне да функционише планираним капацитетом, очекивана стопа поврата на уложени капитал инвеститора може да буде доведена у питање ако дође до промене услова на тржишту.
<i>Финансијски ризик</i>	На финансијски ризик утиче структура извора финансирања пројекта и уговорене каматне стопе. Уколико на тржишту нпр. дође до повећања каматних стопа (у случају када је дуг уговорен по варијабилној каматној стопи), обавезе по кредиту ће се повећати, а добит и стопа приноса на уложени капитал смањити. Комерцијалне банке и други кредитори углавном не уговарају фиксне каматне стопе, штитећи се и сами од ризика.
<i>Ризик инфлације</i>	Вероватноћа одступања стварних стопа инфлације од планираних.
<i>Валутни ризик</i>	Настаје у случају када су приливи или одливи исказани у више валута, односно када су приливи исказани у једној, а одливи у другој валути. Промена интервалутног курса утиче на способност пројекта да сервисира дуг. Ризик је могуће смањити или поништити уколико се обавезе (задужења) уговарају у истој валути у којој се остварују приходи.
<i>Еколошки ризик</i>	Јавља се у случају кад коришћење пројекта дјелује штетно на околину. Промена еколошких прописа може утицати на повећање трошкова ради заштите животне средине. И ова врста ризика може прерасти у политички ризик, који угрожава пословање и остваривање планиране стопе поврата на уложена средства.
<i>Политички ризик</i>	Ова врста ризика зависи од активности власти и евентуалних промена њених одлука и приоритета. Повећање или смањење пореза нпр. утиче на пословање, финансијски резултат и на способност пројекта да сервисира дуг. Економски или валутни ризик често може прерасти у политички, који има већи утицај на тржишна кретања.
<i>Ризик одржавања</i>	Односи се на могуће (и најчешће) одступање стварних трошкова одржавања од планираних.
<i>Ризик расположивости сировина</i>	Вероватноћа да ће пројекат располагати потребним количинама сировина у читавом периоду експлоатације. Кредитори често траже независне анализе и процјене извора и расположивости сировина током експлоатације, како би били сигурни у успешно пословање.
<i>Оперативни ризик</i>	Односи се на могућност, односно вероватноћу да ће оперативни трошкови одступати од планираних.
<i>Технолошки ризик</i>	Подразумева увођење нових технологија и производних процеса. Ако застарела технологија у току процеса производње закаже, мења се новом, што представља додатне, непланиране трошкове. Овај се ризик донекле може избећи увођењем нових технологија у објекат у изградњи.

Иако јавни сектор приступа партнерствима из различитих разлога, свакако да је један од најзначајнијих подјела ризика, као и користи које се креирају из партнерства са приватним сектором. Јавни сектор при том остварује *побољшану вредност за новац* оптималном алокацијом пројектованог ризика између јавног и приватног сектора, засновану на њиховим појединачним способностима да користе своја средства и на тај начин управљају ризицима. На другој страни, приватни сектор остварује корист кроз надокнаду за пружање услуга директно од крајњих корисника или индиректно од јавног партнера.

7. Закључак

У свим уговорима о ЈПП неизоставан учесник је и нека од финансијских институција која ће или кредитирати или на други начин учествовати у реализацији пројекта. У земљама које имају развијен модел ЈПП и веће искуство у његовој при-

мени, обично се након проведених тендерских процедура истовремено потписује уговор са приватном компанијом која је добила тендер и са финансијском институцијом која ће кредитирати ту компанију. Често се дешава код ЈПП уговора да и једна и друга страна (јавна институција и приватни партнер) истовремено са закључивањем ЈПП уговора закључују и уговоре са финансијском институцијом или више њих, о кредитирању њиховог дела учешћа у пројекту.⁸

Иначе, треба истаћи да све финансијске институције у принципу поштују и примјењују општа правила садржана у Зеленој књизи о ЈПП Европске Комисије и Коминикеима Европског парламента о ЈПП, а такође се придржавају и правила UNCITRAL⁹ која се односе на јавне уговоре, радове и ЈПП.

Шематски, позиција финансијске институције – банке у ЈПП пројекту може се представити на следећи начин (Слика II).¹⁰

Слика II: Шематски приказ позиције финансијских институција у пројекту ЈПП



8) Напоменимо да сви ваљано дизајнирани пројекти ЈПП без већих тешкоћа налазе подршку финансијских институција. Међутим, у земљама које немају довољно развијен ЈПП модел финансирања и довољно искуства у његовој примјени, није риједак случај да партнери након потписивања уговора не могу да пронађу финансијску институцију која ће тај пројекат подржати.

9) United Nations Commission on International Trade Law

10) Мр Миломир Амовић, исто.

Да би обезбиједиле провођење наведених правила од стране уговарача ЈПП пројеката и помогле им у припреми и дизајнирању пројеката, банке оснивају посебна одељења, секторе, па чак и своје институте који се баве развојем и унапређењем ЈПП и своја искуства преносе уговорним странама. Тако, нпр. Европска инвестициона банка (ЕИБ) снажно подржава пројекте ЈПП, како финансијски кроз повољна кредитна задужења и грантове, тако и стручно кроз сопствени развој најбољих пракси у примјени ЈПП и пренос тих искустава својим корисницима. С обзиром на чињеницу да ЈПП добија на значају као модел за финансирање преко потребне јавне инфраструктуре у цијелој Европи, ЕИБ је до 2008. године подржао пројекте овог типа са више од 200 милијарди EUR, а током следећих пет година ЕИБ је планирала да издвоји још 100 милијарди EUR за подршку ЈПП пројеката у саобраћају, здравству, образовању, заштити животне средине и других јавних улагања кроз пројекте ЈПП-а.¹¹

У циљу што успешнијег развоја овог модела финансирања ЕИБ је са Европском комисијом у току 2008. године основала Европски ЈПП Центар за Експертизу (European PPP Expertise Centre – ЕРРЕС), чији главни задатак је да помогне јавном сектору у превазилажењу недостатака у ЈПП пројектима. Иако је присутно знање и искуства у многим деловима Европе у јавном сектору, низ ауторитативних извештаја потврђује како има доста неуспелих пројеката и лоше праксе која ограничава економски раст и ефикасност на тржишту ЕУ-ЈПП. Новоосновани Европски ЈПП центар ће поделити искуства, податке и информације из целе ЕУ о захтевима за ефикасним пословањем и вештинама за припрему и имплементацију ЈПП уговора. Свакако да ће искуство ЕИБ и ЕРРЕС особља у преговарању и закључивању ЈПП уговора умногоме помоћи јавном сектору да дође до успешних ЈПП пројеката и квалитетних уговора.

Литература:

1. Аћимовић, С.: *PPP модел као облик сарадње јавног и приватног сектора*, Економски факултет Универзитета у Београду, 2007.
2. Бајрамбашкић, И.: *Достигнућа у финансирању инфраструктуре*, Графика Шаран, Сарајево, 2003.

3. Бендековић, Ј.: *Водич за анализу трошкова и користи инвестиционих пројеката*, Денона Загреб, 2007.
4. Брежански, Ј., Ченгија, К., Врана, К.: *Јавно-приватно партнерство и други начини Управљања некретнинама*, Графички завод Хрватске, Загреб, 2007.
5. EIB: *The EIB-s role in Public-Private Partnership (PPPs)*; Luxemburg EIB, 2004.
6. Grout, P.: *Value-for-money measurement in public-private partnerships*, EIB Papers, Vol. 10, European Investment Bank, Luxemburg, 2005.
7. Irwin, T.: *Government Guarantees: Allocating and Valuing Risk in Privately Financed Infrastructure Projects*, World Bank, Washington DC, 2007
8. Mrak, M.: *Institucionalizacija javno - zasebnega partnerstva*, Fakulteta za upravo, Ljubljana, 2005.
9. Mužina A.: *Oblike javno-zasebnega partnerstva s poudarkom na statusnem pravu*, Inštitut za javno upravo, Ljubljana, 2006.
10. Перић, Ј., Драгичевић, Д.: *Партнерство јавног и приватног сектора*, Финтраде д.о.о. Ријека, 2006.
11. Попов, Д., *Нека актуелна питања развоја концесија и добара у општој употреби*, Привредно-правни приручник, No. 1-2, Удружење правника у привреди Србије и Црне Горе, Београд 1991.
12. мр Миломир Амовић, Докторска дисертација "Јавно приватно партнерство као нови облик функционисања инфраструктуре и услуга у БиХ", Универзитет пословних студија, Бања Лука, 2010.
13. Posner, P., Shin, K., Tkachenko, A.: *Public-Private Partnerships: The Relevance of Budgeting, Organisation for Economic Cooperation and Development*, Vienna, 2008.
14. Sanghi, A., Sundakov, A.: *Designing and using public-private partnership units in nrastructure: lessons from case studies around the world*, Gridlines Note No. 7, Public-Private nrastructure Advisory Facility, Washington DC, 2007.
15. Tribus, M.: *Pravo i politika javnih nabavki EU*, EUPPP, Sarajevo, 2006.

11) Report 2008-EIB, www.eib.org-eppec 2008

Дејан
МЛАДЕНОВИЋ¹

Рачуноводство привредних друштава

– Приручник за примену контног оквира у складу са МСФИ

– Приказ –

Међународни рачуноводствени стандарди (МРС) у Републици Србији се примењују од 1. јануара 2004. године и увелико су заживели у рачуноводственој пракси и финансијама Републике Србије. Савез рачуновођа и ревизора Србије, професионална непрофитна асоцијација и активни члан Међународне федерације рачуновођа (IFAC – International Federation of Accountants)² је, у складу са применом МРС, у претходном периоду објавио два издања: *Примена Контног оквира у складу са МРС/МСФИ* (издање 2007. година) и *Примена Контног оквира према Међународним рачуноводственим стандардима* (издање 2004. година). Међутим, у међувремену је објављен значајан број измењених и нових Међународних рачуноводствених стандарда, а у правном систему Републике Србије дошло је и до значајних измена у прописима како системским законима, тако и многим другим законима и подзаконским актима којима су измењени многи поступци и процедуре. Због свега наведеног, јавила се потреба за новим приручником – водичем у области рачуноводства који ће настале промене, односно њихов приказ и објашњења објединити на једном месту. Резултат вишемесечног рада ауторског тима Савеза рачуновођа и ревизора Србије, је потпуно нова књига: *Рачуноводство привредних друштава – Приручник за примену Контног оквира у складу са МСФИ*.

Рачуноводство привредних друштава – Приручник за примену контног оквира у складу са МСФИ – је значајан искорак, како квалитативан

тако и квантитативан, у односу на претходна издања чији је предмет била *примена Контног оквира*. Као такав, Приручник *Рачуноводство привредних друштава* не представља допуну претходних издања са сличним садржајем, већ ново издање, којем је нова група аутора са новим редакционим одбором, при изради приручника, приступила изнова. На квалитетнијем папиру, значајно већем броју страна (1400 стр. без садржаја) и визуелно приступачно за читаоце, пренета су вишегодишња искуства групе аутора из области рачуноводства и примени Међународних рачуноводствених стандарда, односно Међународних стандарда финансијског извештавања.

За разлику од приручника *Практична примена МСФИ у Републици Србији*,³ у којем је детаљно објашњена примена свих појединачних Међународних стандарда финансијског извештавања у Републици Србији и који је доживео два издања, приручник *Рачуноводство привредних друштава* бави се применом МСФИ у контексту рачуноводственог евидентирања конкретних пословних промена на појединачним рачунима Контног оквира. Дакле, два приручника, *Практична примена МСФИ у Републици Србији* и *Рачуноводство привредних друштава* међусобно се допуњују и представљају савршен спој и незаменљиву литературу у области рачуноводства.

Квалитативан искорак приручника *Рачуноводство привредних друштава* може се сагледати већ у садржају истог, у којем на први поглед запа-

1) Млађи саветник, Савез рачуновођа и ревизора Србије

2) са суиздавачем "Рачуноводство", д.о.о.

3) Издање истог издавача 2008. године.

жамо 5 (пет) целина односно делова из којих се овај приручник састоји:

- Коментар *Закона о рачуноводству и ревизији* и услови за вођење пословних књига,
- Практична примена Правилника о Контном оквиру,
- Ликвидација привредног друштва,
- Рачуноводство статусних промена,
- Евидентирање специфичних трансакција.

У првом делу књиге пажња читаоца је усмерена на законску регулативу у области рачуноводства. Овај део садржи коментар *Закона о рачуноводству и ревизији* са прегледом подзаконских аката донетих на основу истог, као и детаљна објашњења услова за поверавање вођења пословних књига, са практичним примером уговора о вођењу пословних књига.

Други, уједно и највећи и најзначајнији део књиге односи се на практичну примену *Правилника о Контном оквиру и садржини рачуна у Контном оквиру за привредна друштва, задруге, друга правна лица и предузетнике*. У овом делу књиге дата су детаљна објашњења свих класа, група рачуна и појединачних рачуна преко којих се евидентирају пословне промене, уз велики број илустрованих односно практичних примера. Као што је и уредник у предговору овог издања навео, циљ овог дела књиге је да се објасне поступци рачуноводственог евидентирања пословних промена. Без обзира на то, садржина овог дела приручника није уско ограничена само на питање рачуноводственог обухватања пословних промена, већ је осврт дат, где год је и требало, без сувишних разматрања, и на друга повезана питања односно аспекте, као што су правни, порески и др. Овај, а уосталом и други делови књиге, употпуњени су мишљењима државних органа о различитим конкретним проблемима и питањима.

Трећи део књиге посвећен је ликвидацији привредног друштва, као поступку који проузрокује престанак постојања привредног друштва, са правног, пореског и рачуноводственог аспекта. У овом делу књиге је на целовит начин и детаљно сагледан један поступак, који је прилично сложен, као што је ликвидација друштва и то из различитих углова. На овом месту су разматрани готово сви елементи и питања од значаја за поступак: од одлуке о покретању поступка ликвидације, статуса друштва за време ликвидације, обавештења повериоцима, одређивања ликвидационог управника па до финансијских извештаја и ликвидационог биланса стања, окончања поступка ликвидације, расподеле преостале имовине преосталим власницима и гашења рачуна код банке. Наравно, у вези са овим поступком није за-

обиђен ни, увек неизбежан, порески аспект, како питање пореза на добит правних лица у ликвидацији, тако ни питања и дилеме које се односе на ликвидацију са становишта *Закона о порезу на додату вредност*.

У четвртом делу приручника фокус је дат на питања статусних промена, као облика реорганизације привредног друштва, а пре свега на рачуноводствено евидентирање, правни и порески аспект статусне промене одвајање уз оснивање, обзиром да је у приручнику *Практична примена МСФИ у Републици Србији* дат детаљан приказ статусне промене спајање уз припајање.

Пети, последњи део приручника посвећен је рачуноводственом евидентирању специфичних трансакција, што је новина у односу на ранија издања *Примена Контног оквира у складу са МРС/МСФИ*. У овом делу разматране су различите и специфичне трансакције из праксе, између осталог: изградња објеката за тржиште, примљени и дати аванси на основу уговора о изградњи, натурална размена, рачуноводствени аспект пореза по одбитку, промет добара и услуга када се наплата врши путем ваучера, осигурање имовине и настапак осигураног случаја, евидентирање робе у царинском складишту, плаћање по основу јемства, евидентирање легализације инвестиционе некретнине и др. Уз објашњење рачуноводственог евидентирања пословних промена специфичних трансакција, јасно и прецизно је дат осврт и на правну и пореску проблематику тих трансакција.

У приручнику *Рачуноводство привредних друштава* је, на свеобухватан начин, стручно, јасно и концизно дат приказ, са објашњењима највећег броја пословних промена и трансакција које се евидентирају у рачуноводству привредних друштава. Наравно, кроз *Приручник* нису могле бити обухваћене све ситуације и пословне промене из праксе, јер то ни број страна приручника није дозвољавао, а и изгубио би се основни циљ *Приручника* да обезбеди суштински осврт на примену МСФИ кроз евидентирање пословних промена на прописаним рачунима из *Контног оквира*. Оно што свакако треба истаћи, а доприноси додатно квалитету књиге, јесте да је *Приручник* писан једноставним стилем и разумљивим и стручним језиком.

Све претходно наведено иде у прилог оцени да се ради о изузетно квалитетном и корисном приручнику који ће свакако наћи своје место и бити незаобилазан, не само у финансијама и рачуноводству великог броја привредних друштава, већ и код шире стручне јавности која се бави рачуноводством и финансијама.