



ISSN 0023-2394
ISSN 1450-6114
UDC 657

M52 Часопис националног
значаја за теорију и њену
операционализацију

РАЧУНОВОДСТВО



South Eastern
European
Partnership on
Accountancy
Development

ЧАСОПИС ЗА РАЧУНОВОДСТВО, РЕВИЗИЈУ И ПОСЛОВНЕ ФИНАНСИЈЕ

♦ др Ксенија ДЕНЧИЋ МИХАИЛОВ
УПРАВЉАЊЕ ПРОЦЕСОМ ИНИЦИЈАЛНЕ
ПОНУДЕ АКЦИЈА: ИЗБОР МЕТОДА
УТВРЂИВАЊА ЦЕНЕ АКЦИЈА

♦ мр Саша РАНЂЕЛОВИЋ
УНАПРЕЂЕЊЕ ПЕРФОРМАНСИ
ПОРЕСКОГ СИСТЕМА СРБИЈЕ
КРОЗ РЕФОРМУ ПОРЕЗА НА ДОБИТ

♦ Снежана ЈОВИЧИЋ, маг. екон.
ФЕР ВРЕДНОСТ
У УСЛОВИМА ФИНАНСИЈСКЕ КРИЗЕ

9-10

РАЧУНОВОДСТВО

ЧАСОПИС ЗА РАЧУНОВОДСТВО, РЕВИЗИЈУ И ПОСЛОВНЕ ФИНАНСИЈЕ
ГОДИНА LV * Бр. 9-10 * Београд, септембар-октобар 2011.

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. фак. 403
info@srss.org.rs

Одговорни уредник
"Рачуноводства"
мр Рада Стојановић

Лектор
мр Ана Бојановић,

Технички уредник
Витомир Савић

РЕДАКЦИОНИ ОДБОР
Андрић др Мирко, Алексић Богољуб,
Вукелић др Гордана, Иванишевић др
Милорад, Малешевић др Ђоко,
Малинић др Слободан, Милићевић др
Весна, Новићевић др Благоје,
Петровић др Марко, Раичевић др
Бождар, Стојановић мр Рада,
Секуловић др Богдан,
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 Sević, Scotland

Телефони:

Ген.секретар 3239-444
Одговорни уредник 3344-883, 3344-887
Уредништво 3241-948
Саветници 3233-077, 3344-549
3345-043, 3345-329, 3345-429
Курсеви 33-43-140, 33-43-215, 3231-549
Маркетинг 3233-088
Ел. водич кроз посл. 3344-949, 3344-922
Претплата 3233-088, 3238-611
Рачуноводство 3344-405
Слободна телефонска линија (сугестије,
рекламације, коментари...) 33-45-001
Телефакс (011) 3231-220, 3345-527
E-mail: casopis@srss.rs
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

Садржај

НАУЧНА КРИТИКА, ПОЛЕМИКА И ОСВРТИ

- Радослав СРЕТЕНОВИЋ, Љубица ЈАНКОВИЋ АНДРИЈЕВИЋ
**Вишеслојни аспект државне ревизије у Србији
кроз призму досадашњег искуства** 3
мр Милан (Мијодраг) МИЛУНОВИЋ
**Регулаторни оквир
интерне ревизије јавног сектора** 13

ФИНАНСИЈСКО РАЧУНОВОДСТВО

- Снежана ЈОВИЧИЋ, маг. екон.
Фер вредност у условима финансијске кризе 27
мр Бојан САВИЋ
**Специфичности консолидованог
финансијског извештаја** 35
др Снежана П. КНЕЖЕВИЋ
Рачуноводство заштите животне средине. 48

УПРАВЉАЧКО РАЧУНОВОДСТВО

- др Предраг МАРЈАНОВИЋ
**Специфичности места трошкова и носилаца
трошкова у пољопривредној производњи** 57

ПОСЛОВНЕ ФИНАНСИЈЕ

- др Ксенија ДЕНЧИЋ МИХАИЛОВ
**Управљање процесом иницијалне понуде акција:
избор метода утврђивања цене акција** 66
проф. др Бранко ЖИВАНОВИЋ,
доц. др Ана ЈОЛОВИЋ, Милан ШАКОТИЋ
**"Герила финансирање" – узрок девијантности
структура извора финансирања
доминанцијских фирми** 77

ЈАВНЕ ФИНАНСИЈЕ

- мр Саша РАНЂЕЛОВИЋ
**Унапређење перформанси пореског система Србије
кроз реформу пореза на добит** 94

CIP – 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 мр Рада Стојановић. – Год.43,
бр. 1 (јануар 1998)–. – Београд : Рачуноводство:
Савез рачуновођа и ревизора Србије, 1998 –
(Београд : Космос). – 29 цм
Месечно. - Је наставак: Књиговодство
(хирилично изд.)=ISSN 0023-2394
ISSN 1450-6114 = Рачуноводство
COBISS.SR-ID 139739399

Contents

ACADEMIC CRITICISM, DEBATE AND REVIEWS

Radoslav SRETENOVIC,

Ljubica JANKOVIC ANDRIJEVIC

**Multi-layered Aspect of the State Audit Institution
in Serbia through the Prism of Past Experience 3**

Milan (Mijodrag) MILUNOVIC, M. Sc.

Public Sector Regulatory Framework..... 13

FINANCIAL ACCOUNTING

Snezana JOVICIC, M. Sc. (econ)

Fair Value in Terms of Financial Crisis..... 27

Bojan SAVIC, M. Sc.

Specific features of consolidated financial report 35

Snezana P. KNEZEVIC, Ph.D.

**Environmental Accounting
on the Level of Business System 48**

MANAGEMENT ACCOUNTING

Predrag MARJANOVIC, Ph.D.

**Specificities Of Cost Centres And Cost Drivers In
Agricultural Production 57**

BUSINESS FINANCE

Ksenija DENCIC-MIHAILOV, Ph.D.

**IPO Management: The Choice Of
IPO Share Price Method 66**

Branko ZIVANOVIC, Ph.D.,

Ana JOLOVIC, Ph.D,

Milan SAKOTIC

**„Guerilla Financing“ – the Cause of Structure
Distortion of Domicile Firms' Financing Sources 77**

PUBLIC FINANCE

Sasa RANDJELOVIC, M.Sc.

**Performance-enhancing Corporate
Income Tax reform in Serbia..... 94**

Радослав
СРЕТЕНОВИЋ*
Љубица ЈАНКОВИЋ
АНДРИЈЕВИЋ**

Вишеслојни аспект државне ревизије у Србији кроз призму досадашњег искуства¹

Правилно и ефикасно коришћење јавних средстава један је од основних предуслова за правилно управљање јавним финансијама, као и за рационално и ефективно доношење одлука надлежних власти. Један од најважнијих контролних механизма правилног и ефикасног коришћења јавних средстава у демократски уређеним земљама је државна ревизија или ревизија јавног сектора.

Како у земљама са развијеном тржишном привредом и институцијама демократског парламентарног система, тако и у земљама транзиције, Државна ревизорска институција има значајну улогу у остваривању стабилности финансијског система земље и својим активностима би требало да улије поверење грађанима земље и стејкхолдерима.

У професионалном смислу Државна ревизорска институција треба да буде независна у обављању послова из своје надлежности, како од извршне власти тако и од Парламента, који је оснива и коме подноси извештаје о ревизији и извештаје о свом раду.

Државна ревизија није сама себи циљ, већ је нераздвајни део регулаторног система помоћу ког треба да се открију одступања од прихваћених стандарда и кршења принципа законитости, ефикасности, ефективности и економичности финансијског управљања, довољно рано

да би се омогућило предузимање неопходних корективних мера у циљу спречавања или бар отежавања настанка негативних последица због неодговорног понашања појединаца на власти.

Улога државне ревизије је да изврши проверу и анализира протекле финансијске догађаје, као и постојање незаконитих процедура за трошење јавних финансијских средстава и да кроз своје извештаје увери парламент, владу и грађане у квалитет извештаја о трошењу новца пореских обвезника, као и о управљању имовином и обавезама које подлежу јавној контроли. Суштинска функција државне ревизије је да подржава и промовише јавну одговорност.

Да би одговорила на све захтеве које пред њу постављају, ревизија јавног сектора у свим земљама, па и у Србији мора да буде институционално независна, што се регулише посебним законом.

Оснивање

Државне ревизорске институције

Према одредбама члана 96. Устава Републике Србије² Државна ревизорска институција је највиши државни орган ревизије јавних средстава у Републици Србији, самостална је и подлеже надзору Народне скупштине, којој и

*) Председник Државне ревизорске институције и главни државни ревизор

**) Врховни државни ревизор

1) Напис преузет из Зборника радова IX саветовања професионалних рачуновођа буџетског рачуноводства, Београд, септембар 2011, стр. 67.

2) „Службени гласник Републике Србије”, бр 83/2006 и 98/2006

одговара, а о Државној ревизорској институцији доноси се посебан закон.

Закон о Државној ревизорској институцији³ Народна скупштина Републике Србије усвојила је 14. новембра 2005. године и објављен је у „Службеном гласнику РС“, број 101/2005 са применом од 29. маја 2006. године.

До доношења овог закона Србија је била једина земља у региону која није успоставила државну ревизију, већ је надзор над трошењем јавних средстава обављала раније Служба друштвеног књиговодства, а касније буџетска инспекција у саставу Министарства финансија.

Према Закону о Државној ревизорској институцији, Институција је највиши државни орган ревизије јавних средстава у Републици Србији, самосталан и независан државни орган, а за обављање послова из своје надлежности Институција одговара Народној скупштини Републике Србије.

Успостављање државне ревизије извршено је избором чланова Савета Институције на седници Народне скупштине одржаној 24. септембра 2007. године, који су положили заклетву 26. септембра и ступили на дужност 27. септембра исте године. Овај датум (ступање на дужност Савета Институције) може се сматрати почетком рада Државне ревизорске институције у Републици Србији.

Два именована врховна државна ревизора положила су заклетву пред члановима Савета 1. јула 2008. године, када су и ступила на дужност. Ова два врховна државна ревизора су и сачинила први Извештај о прегледу финансијских извештаја завршног рачуна буџета Републике Србије за 2008. годину који је и достављен Народној скупштини у оквиру извештаја о раду Државне ревизорске институције за 2008. годину.

Неопходни минимални услови за иоле обимнији рад обезбеђени су тек крајем 2009. године, када су примљени и први нови ревизорски кадрови. Исте године је и извршена прва ревизија завршног рачуна буџета Републике Србије за 2008. годину. Иако је обухват ове ревизије био ограничено, овај извештај о ревизији је веома значајан, како за саму институцију, тако и за кредибилитет јавних финансија Републике Србије, како на унутрашњем, тако и на спољашњем плану. Извештај је јавно презентован и од тада је свима постало јасно да ће убудуће трошење јавних средстава бити предмет провере.

Овај извештај је веома значајан и због тога што у суштини представља успостављање Државне ревизорске институције у Србији, чиме је испуњен један од битних услова за њено прикључење Европској унији.

Перформансе државне ревизије у Србији

Државна ревизорска институција обавља ревизорску надлежност у складу са општеприхваћеним начелима и правилима ревизије и у складу са одабраним међународно прихваћеним стандардима ревизије за јавни сектор⁴, чији ће превод убудуће вршити Државна ревизорска институција и објављивати у „Службеном гласнику Републике Србије“.

Државна ревизорска институција се определила да прихвати INTOSAI (The International Organization of Supreme Audit Institutions) оквир професионалних стандарда и смерница релевантних за потребе њених чланица.

Појам ревизије јавног сектора

Под појмом ревизије јавног сектора, по Закону о државној ревизорској институцији („Службени гласник РС“ бр. 101/05, 54/07 и 36/10, у даљем тексту: закон), подразумевају се три облика ревизије:

- 1) **Ревизија финансијских извештаја** представља испитивање докумената, исправа, извештаја и других информација, ради прикупљања довољног, адекватног и поузданог доказа за изражавање мишљења да ли финансијски извештаји субјекта ревизије истинито и фер приказују његово финансијско стање, резултате пословања и новчане токове, у складу са прихваћеним рачуноводственим начелима и стандардима;
- 2) **Ревизија правилности пословања** подразумева прибављање довољног, адекватног и поузданог доказа за изражавање мишљења о правилности и сврсисходности пословања корисника јавних средстава, односно испитивање финансијских трансакција и одлука у вези са примањима и издацима, ради утврђивања да ли су односне трансакције извршене у складу са законом, другим прописима, датим овлашћењима, и за планиране сврхе.

3) „Службени гласник Републике Србије“, бр. 101/2005, 54/2007 и 36/2010

4) Закон о Државној ревизорској институцији, члан 34.

Према параграфу 39 ISSAI (International Standards of Supreme Audit Institutions) 100 - Основни принципи државне ревизије, ревизија регуларности или правилности обухвата:

- a) потврду финансијске одговорности одговорних ентитета, укључујући испитивање и процену финансијске документације и изражавања мишљења о финансијским извештајима;
- b) потврду финансијске одговорности државне управе у целини;
- c) ревизију финансијских система и трансакција, укључујући процену усклађености са применљивим законима и прописима;
- d) ревизију функција интерне контроле и интерне ревизије;
- e) ревизију поштења и исправности административних одлука донетих у оквиру субјекта ревизије; и
- f) извештавање о свим другим питањима која настану у вези са ревизијом, а која врховна ревизорска институција сматра да треба обелоданити.

Ревизију финансијских извештаја или **финансијску ревизију** и ревизију правилности пословања – **ревизију усклађености** у пракси је скоро немогуће раздвојити. Практично, у ревизији јавног сектора се, по правилу, примењује **интегрисани приступ** који подразумева и ревизију финансијских извештаја и ревизију усклађености.

- 3) **Ревизија сврсисходности пословања** представља испитивање трошења средстава из буџета и других јавних средстава, ради стицања довољног, адекватног и поузданог доказа за извештавање да ли је субјекат ревизије употребио средства у складу са начелима економије, ефикасности и ефективности, као и у складу са планираним циљевима, при чему се под наведеним појмовима (три Е) подразумева следеће:
 - **Начело економије** подразумева минимални утрошак средстава за одређену активност, уз вођење рачуна да се тиме не доведе у питање очекивани квалитет;
 - **Начело ефикасности** представља однос између постигнутих резултата у производњи роба или пружању услуга и искоришћених ресурса за производњу, односно пружање услуга;

- **Начело ефективности (успешности)** представља степен до кога су постигнута постављени циљеви, као и однос између планираних и остварених ефеката одређене активности.

Ова дефиниција ревизије сврсисходности, или ревизије учинака усклађена је са одредбама параграфа 40 ISSAI 100 - Основни принципи државне ревизије. Даље се наводи да у пракси може да постоји преклапање између ревизије правилности и ревизије сврсисходности (учинка) и да у таквим случајевима класификација поједине ревизије зависи од примарне сврхе те ревизије.

С обзиром да методологија ревизије у Државној ревизорској институцији није донета, нити је формиран сектор за ревизију сврсисходности, поред наведене законске дефиниције нису створени услови за прецизнију дефиницију истих.

Предмет ревизије, између осталог, у складу са законом су:

- примања и издаци у складу са прописима о буџетском систему, финансијски извештаји, финансијске трансакције, обрачуни, анализе и друге евиденције.
- правилност пословања субјекта ревизије и сврсисходност располагања јавним средствима,
- систем финансијског управљања и контроле буџетског система, као и систем интерне контроле и интерне ревизије,
- акта и радње које утичу на финансијске ефекте јавних средстава, имовине државе, задужевање и давање гаранција,
- правилност органа руковођења и управљања, као и одговорних лица надлежних за планирање, извођење и надзор пословања корисника јавних средстава.

Субјекти ревизије, према одредбама закона, између осталог, су:

- директни и индиректни корисници буџетских средстава, територијалних аутономија и локалних власти, у складу са буџетским системом;
- организације обавезног социјалног осигурања, буџетски фондови Народне банке Србије у делу који се односи на коришћење јавних средстава и на пословање са буџетом;
- јавна предузећа, привредна друштва и друга правна лица која је основао директни односно индиректни корисник јавних средстава;
- правна лица у чијем капиталу односно у управљању директни односно индиректни корисник има учешће;

- политичке странке, корисници средстава ЕУ, донација и помоћи међународних организација, страних влада и невладиних организација.

Председник Институције је и генерални државни ревизор, а истовремено и председник Савета, највишег органа Институције.

Поступак ревизије

Поступак ревизије регулисан је одредбама чл. од 35. до 42. Закона и одредбама чл. од 11. до 42. Пословника Државне ревизорске институције.

Субјекти ревизије, предмет, обим и врсте ревизије, време почетка и трајања ревизије утврђују се **годишњим програмом ревизије који усваја Савет**.

Пре почетка ревизије субјекту ревизије може се поднети захтев за подношење података, неопходних за планирање и извођење ревизије.

Поступак ревизије Институција отпочиње доношењем закључка о спровођењу ревизије, против кога је допуштен приговор.

Корисник јавних средстава, коме је уручен закључак о спровођењу ревизије обавезан је да овлашћеним лицима Институције омогући да обаве преглед, потребан ради остварења циљева ревизије.

Спровођење ревизије обухвата:

- испитивање система и подсистема пословања, система интерних контрола и рачуноводствених система;
- испитивање рачуноводствених исправа и других докумената о пословању и финансијских извештаја субјекта ревизије;
- увид у просторије, објекте и средства за рад, које субјект ревизије користи за своје пословање;
- друга ревизиона испитивања и испитивања активности потребних ради остваривања циљева ревизије као и оцене сврсисходности пословања.

Ако у току ревизије открије радњу од битније значајности, односно документацију код субјекта ревизије, која указује на постојање кривичног дела, овлашћено лице Институције дужно је да ту документацију попише, заплени и обезбеди, али највише на осам дана, при чему се о одузимању те документације издаје потврда. Истовремено, о наведеним радњама и документацији одмах се обавештавају надлежни органи.

Овлашћење за вршење ревизије издаје генерални државни ревизор, којим одређује овлашћено лице за вршење ревизије.

Извештај о ревизији

Након обављених поступака ревизије код субјекта ревизије, Институција саставља извештај о извршеној ревизији.

Извештај о ревизији саставља се у писаном облику, у складу са међународним стандардима ревизије, у форми **нацрта, предлога и извештаја** којим се окончава поступак ревизије.

Нацрт и предлог извештаја су поверљиви.

Форма и структура извештаја о ревизији треба да буду усклађени са међународним стандардима ревизије, а основни елементи извештаја о ревизији су: назив извештаја; коме је извештај упућен (адреса); почетни или уводни став (идентификација финансијских извештаја који су били предмет ревизије; изјава о одговорности руководства субјекта ревизије и одговорности ревизора); став о обиму ревизије; став са мишљењем ревизора; датум извештаја; адреса Институције и потпис овлашћеног лица Институције.

Нацрт извештаја о ревизији

Нацрт извештаја о ревизији саставља се након обављене ревизије код субјекта ревизије, према прописаном поступку.

Нацрт извештаја о ревизији уручује се субјекту ревизије и лицима која су била одговорна за обухваћено пословање у периоду на који се ревизија односи, а ако је ревизија обављена код више субјеката ревизије, сваком од њих уручује се део нацрта извештаја о ревизији који му припада.

Субјект ревизије, односно пређашње одговорно лице има право да поднесе образложени приговор на нацрт извештаја о извршеној ревизији у року од 15 дана од дана уручења нацрта извештаја.

Надлежни врховни државни ревизор обавезан је да размотри оправданост примедби из приговора и да у року од 15 дана од пријема приговора, позове одговорна лица субјекта ревизије на расправу о нацрту извештаја ревизије, у току које ова лица могу да поднесу и нове доказе. Састанак на коме се расправља о нацрту извештаја о ревизији води врховни државни ревизор и он се по правилу одржава у седишту субјекта ревизије.

Расправа о нацрту извештаја о ревизији није неопходна ако је субјект ревизије, у року од 15 дана од дана уручивања нацрта, писано обавести Институцију да не оспорава ни један налаз садржан у нацрту.

На састанку на коме се расправља о нацрту извештаја ревизије води се записник, чија структура је прописана Пословником државне ревизорске институције.

Ако се врховни државни ревизор увери да је оспоравање налаза ревизије утемељено, тај налаз се изоставља из извештаја о ревизији, с тим што се претходно могу спровести додатне ревизорске провере.

Предлог извештаја о ревизији

Предлог извештаја о ревизији, у складу са одредбама Пословника државне ревизорске институције, утврђује надлежни врховни државни ревизор, уз сагласност генералног државног ревизора или надлежног члана Савета.

Предлог извештаја утврђује се у року од 30 дана од дана одржавања последњег састанка на коме је вођена расправа о нацрту извештаја ревизије.

Ако врховни државни ревизор од субјекта ревизије прими писано обавештење да не оспорава ниједан налаз садржан у нацрту извештаја о ревизији, врховни државни ревизор утврђује предлог извештаја ревизије у року од 15 дана од дана пријема тог обавештења.

Предлог извештаја о ревизији уручује се субјекту ревизије, пређашњем одговорном лицу и Савету.

Субјект ревизије, односно пређашње одговорно лице могу поднети приговор на налаз ревизије, садржан у предлогу извештаја о ревизији у року од 15 дана, чија структура је прописана Пословником државне ревизорске институције.

Председник Институције може одредити да се о поједином делу предлога или о целокупном предлогу извештаја о ревизији прибави мишљење спољног стручњака Институције.

Ако је налаз ревизије из предлога извештаја о ревизији оспорен или ако је у односу на мишљење спољног стручњака изражена сумња у његову исправност, тај налаз се сматра спорним.

О спорном налазу у предлогу извештаја о ревизији одлучује Савет закључком, у року од 30 дана по пријему приговора субјекта ревизије на предлог извештаја. Савет може одлучити:

- да се спорни налаз изостави из извештаја о ревизији;
- да спорни налаз остане саставни део извештаја о ревизији у неизмењеном облику;
- да се спорни налаз укључи у извештај о ревизији, садржином коју утврди Савет.

Извештај о ревизији (коначни)

Извештај о ревизији (коначни) доноси генерални државни ревизор, при чему треба водити рачуна да коначан извештај не може да садржи налазе ревизије који нису били садржани у нацрту, односно предлогу извештаја.

Извештај (коначни) о ревизији доставља се:

1. ревидираном субјекту;
2. одговорном лицу ревидираног субјекта из времена на које се односи обављена ревизија;
3. Народној скупштини;
4. другим органима за које Савет оцени да треба да буду обавештени о налазима ревизије.

Ако је ревидирани субјект истакао приговор против налаза ревизије садржаног у предлогу извештаја о ревизији, уз достављени извештај ревизије доставља му се и одговор на приговор. Одговор на приговор утврђује Савет Институције, против кога не постоји правни лек.

Поступак након обављене ревизије

Субјект ревизије у чијем пословању су биле откривене неправилности или несврсисходности које нису отклоњене у току обављања ревизије, дужан је да поднесе Институцији у одређеном року (30-90 дана) одазивни извештај о отклањању откривених неправилности или несврсисходности.

Одазивни извештај се даје у писаном облику, потписан и оверен печатом од стране одговорног лица субјекта ревизије, чија веродостојност се по потреби проверава. Одазивни извештај је јавна исправа.

Провера веродостојности одазивног извештаја је провера истинитости навода о мерама исправљања, које је предузео субјект ревизије, подносилац одазивног извештаја.

У року од осам дана од дана пријема одазивног извештаја, надлежни врховни државни ревизор подноси генералном државном реви-

зору описну оцену веродостојности одазивног извештаја.

Одазивни извештај није потребан, ако је у извештају ревизије наведено да су већ у току ревизионог поступка спроведене одговарајуће мере и активности ради отклањања откривених неправилности и несврсисходности.

Ако Институција оцени да одазивни извештај не указује да су откривене неправилности или несврсисходности отклоњене на задовољавајући начин, сматра се да корисник јавних средстава крши обавезу доброг пословања. Ако се ради о незадовољавајућем отклањању значајне неправилности или значајне несврсисходности, сматра се да постоји тежи облик кршења обавезе доброг пословања.

Ако је реч о тешком кршењу обавезе доброг пословања Институција о томе обавештава Скупштину.

Радно тело Скупштине, надлежно за надзор буџета и других јавних средстава, после обављеног претреса, на који се позива и корисник јавних средстава, у границама своје надлежности доноси закључак о препорукама и мерама које треба предузети услед тешког кршења обавезе доброг пословања.

У случају тешког кршења обавезе доброг пословања или уколико је откривена материјално значајна радња, односно документација, која указује на постојање кривичног дела, о чему су обавештени надлежни органи, Институција је такође обавезна да:

- 1) упути позив за разрешење одговорног лица органу, за којег оцени да може спровести или отпочети поступак разрешења;
- 2) обавештава јавност.

Институционални оквир за успостављање државне ревизорске институције

Државна ревизорска институција обавља ревизорску надлежност у складу са општеприхваћеним начелима и правилима ревизије и у складу са одабраним међународним стандардима ревизије, које је овлашћена да преводи и објављује.

Државна ревизорска институција се определила да прихвати INTOSAI оквир професионалних стандарда и смерница релевантних за потребе њених чланица. **Државна ревизорска институција Србије је постала пуноправна чланица Међународне организације врховних**

ревизорских институција (INTOSAI- International Organization of Supreme Audit Institutions), у новембру 2008. године.

INTOSAI је професионална организација врховних ревизорских институција (ВРИ) у земљама које припадају Уједињеним нацијама или њеним специјализованим агенцијама.

INTOSAI је аутономна, независна и неполитичка организација и представља удружење организација које се баве екстерном државном ревизијом. Пружа институционализован оквир врховним ревизорским институцијама за унапређење развоја и преношење знања, глобално унапређење државне ревизије и јачање професионалних капацитета, положаја и утицаја врховних ревизорских институција (ВРИ) – чланица. ВРИ играју главну улогу у ревизији државних рачуна и пословања и промовисању стабилног финансијског управљања и одговорности у својим владама.

Међународна организација врховних ревизорских институција (INTOSAI) основана је 1953. године у Хавани (Куба) у присуству представника 34 врховне ревизорске институције. Број чланица данас је скоро 190. Основна идеја приликом оснивања INTOSAI-а била је да се кроз заједнички рад кумулирају, размењују и увећавају знања и идеје, ради опште добробити свих чланица.

Најзначајнији документ којим се регулише област државне ревизије је Лимска декларација о смерницама и правилима ревизије. Усвојена је 1977. године на IX конгресу Међународне организације врховних институција за ревизију, одржаном у Лими, Перу. Њен главни циљ је позивање на независну ревизију субјеката власти са намером да овај стандард прерасте у стандард који омогућава врховним институцијама за ревизију да испуне своју улогу, што је могуће једино ако се обезбеде правна институционална сигурност и услови засновани на владавини права.

Као међународно признати лидер у ревизији јавног сектора, INTOSAI објављује смернице за финансијско управљање и друге области, развија са њима повезане методологије, обезбеђује обуку и промовише размену информација међу чланицама.

Државна ревизорска институција Србије је пуноправна чланица и EUROSAI (European Organization of Supreme Audit Institutions) од 23. јуна 2009. године.

EUROSAI је регионална организација INTOSAI коју су створиле њене европске чланице

1989. године и која тренутно повезује 50 врховних ревизорских институција широм Европе (ВРИ 49 европских држава и Европски рачунски суд).

Њени циљеви су првенствено промовисање професионалне сарадње међу ВРИ чланицама, размена информација и документације, проучавање ревизије јавног сектора, подстицање стварања академских позиција у овој области и обезбеђивање унификације терминологије у области ревизије јавног сектора.

Државна ревизорска институција Србије је чланица Мреже врховних ревизорских институција држава кандидата и потенцијалних кандидата за чланство у ЕУ од августа 2010. године.

ЕФЕКТИ РАДА ДРЖАВНЕ РЕВИЗИЈЕ У СРБИЈИ ОД ОСНИВАЊА ДО ДАНАС

Државна ревизорска институција извештава Народну скупштину подношењем:

- 1) годишњег извештаја о свом раду;
- 2) посебних извештаја у току године;
- 3) извештаја о ревизији завршног рачуна буџета Републике, завршних рачуна финансијских планова организација обавезног социјалног осигурања и консолидованих финансијских извештаја Републике.

Као највиши државни орган ревизије јавних средстава у Републици Србији, Државна ревизорска институција подноси годишње извештаје о свом раду до 31. марта текуће године за претходну годину, који поред осталог обавезно садржи одредбе о извршењу годишњег програма ревизије.

Од успостављања државне ревизије 2007. године (избор чланова Савета) поднета су укупно 4 годишња извештаја о раду Народној скупштини, од којих први извештај, с обзиром да нису били обезбеђени услови за рад и обављање ревизије, садржи само опште одредбе, без података о извршењу годишњег програма ревизије.

У 2008. години, у којој такође нису били обезбеђени услови за рад и пријем потребних кадрова, два врховна државна ревизора су, у периоду од 14. јула 2008. до краја године у просторијама Министарства финансија – Управе за трезор, у складу са одредбама члана 37 Закона, извршила прикупљање одређених података од корисника јавних средстава, као и неопходних обавештења, књиговодствене документације, података и друге документације и

вршила друга испитивања потребна за планирање и извођење ревизије финансијских извештаја за 2008. годину, о чему је састављен извештај и достављен Министарству финансија, како би се утврђене чињенице и уочени недостаци у функционисању система интерних контрола, као и функционисању рачуноводственог система, могле искористити за побољшање функционисања тих система у наредном периоду.

На крају 2009. године, када су створени минимални услови за рад и примљени први ревизорски кадрови, извршена је ревизија буџета Републике и састављен први извештај о ревизији завршног рачуна буџета за 2008. годину. Дана 27. новембра 2009. године – у Сава центру, Београд, одржана је конференција за новинаре на којој је Државна ревизорска институција представила свој први извештај. Извештај је представљен јавности и уручен председнику Народне скупштине, а истог дана је објављен и на сајту Народне скупштине.

Иако је обухват ове ревизије био ограничен обима, овај извештај о ревизији је веома значајан за кредибилитет јавних финансија Републике Србије, као и због тога што у суштини **представља успостављање државне ревизорске институције у Србији**. На тај начин испуњен је један од битних услова за прикључење Србије Европској унији.

Ревизијом су обухваћени: функционисање рачуноводственог система, функционисање система интерне контроле и интерне ревизије код корисника буџетских средстава, нефинансијска имовина и капитал, текући приходи и расходи и утврђивање резултата пословања, капитални издаци и примања, новчани токови и извршење буџета.

Текући расходи и издаци ревидирани су код укупно 18 субјеката ревизије (15 министарстава, 2 управе и републичке дирекције за имовину), увидом у документацију којом располаже Управа за трезор и увидом у документацију код субјеката ревизије.

Ревизијом завршног рачуна буџета Републике за 2008. годину утврђене су одређене неправилности и незаконитости:

- рачуноводствени систем није успостављен у складу са законом – у главној књизи трезора се не евидентирају све промене на рачунима, у складу са чланом 2. став 1. тачка 15. Закона о буџетском систему, што је имало за последицу да подаци исказани у обрасцима завршног рачуна не буду потпуни и не садрже приходе и

издатке из осталих извора индиректних корисника средстава буџета;

- функционисање система интерне ревизије и интерне контроле није организовано у складу са законом (од укупно 24 министарства и 1 агенције, систем интерне контроле успоставио је 4 министарства и 1 агенција, а одукупно 17 министарства и 1 агенције који имају обавезу успостављања интерне ревизије само 7 министарстава успоставило је интерну ревизију);
- није успостављена комплетна и ажурна евиденција државне имовине;
- исказана краткорочна потраживања за исплаћене позајмице из буџета (13.5 млрд.) и из средстава приватизације (14.9 млрд.), које нису враћене у роковима утврђеним закључцима Владе за исплату истих, нису усаглашена са дужницима, нити су предузете мере за наплату истих;
- краткорочне обавезе по основу позајмице са рачуна консолидованог рачуна трезора за финансирање дефицита текуће ликвидности буџета неправилно су исказане;
- у извршавању текућих расхода нису поштоване одредбе Закона о јавним набавкама, односно корисници, а током године вршили набавку услуга без спровођења јавне набавке, или је поступак јавне набавке спроведен супротно члану 20. Закона о јавним набавкама;
- уговори о делу закључивани су супротно члану 199. Закона о раду, за послове из надлежности министарства и не постоје извештаји да су уговорени послови извршени. Генерална примедба је да су уговори закључивани са особама са којима то није било могуће, да су закључивани за обављање послова за које то није било могуће (послови из надлежности самог министарства) и да нису достављани извештаји о стварно извршеним пословима;
- регресни захтеви директним дужницима по кредитима, за које је Република извршила плаћања по издатим гаранцијама, нису испостављени, нити се предузимају законом предвиђене мере за наплату наведеног потраживања.

Због утврђених неправилности у току фебруара 2010. године поднет је одређени број захтева за покретање прекршајних поступака против одговорних лица.

У складу са Програмом ревизије за 2010. годину извршене су у тој години ревизије финансијских извештаја и правилности послова код следећих субјеката ревизије:

1. Ревизија завршних рачуна и правилности пословања код 7 министарстава и једне управе (Министарство финансија - Управа за трезор; Министарство просвете; Министарство рада и социјалне политике; Министарство пољопривреде, шумарства и водопривреде; Министарство за инфраструктуру; Министарство за науку и технолошки развој и Министарство омладине и спорта).

Код свих ревидираних корисника прикупљено је довољно поузданих и релевантних доказа на основу којих је изражено мишљење са резервом, односно условно мишљење које се изражава када су финансијски извештаји, осим неких неправилности или понеког ограничења, правилно приказани.

На основу чињеница изнетих у извештајима о ревизији финансијских извештаја и правилности пословања министарстава дато је укупно 49 препорука.

2. Ревизија Нацрта закона о завршном рачуну буџета за 2009. годину, при чему су налази, добијени кроз ревизије директних корисника буџета, коришћени за оцену Завршног рачуна буџета Републике Србије за 2009. годину.

На основу 38 тачака изнетих у „основу за мишљење“ изражено је мишљење о финансијским извештајима у Нацрту закона о завршном рачуну буџета Републике Србије за 2009. годину са резервом, осим о стању нефинансијске имовине, приказане у Билансу стања на дан 31.12.2009. године, о којој због недостатка довољних доказа није изражено мишљење.

На основу чињеница изнетих у Извештају о ревизији завршног рачуна буџета Републике Србије за 2009. годину, дато је шеснаест препорука.

3. Ревизију финансијских извештаја и правилности пословања Народне банке Србије за 2009. годину у делу који се односи на пословање са државним буџетом, о чему је састављен Извештај у коме је изражено позитивно мишљење са скретањем пажње на начин на који је Народна банка Србије вршила расподелу добити по Завршном рачуну за 2009. годину, као и на непрецизности законских одредаба које се односе на ту материју.

Посебна пажња у Извештају посвећена је јавном дугу Републике Србије, с обзиром да Народна банка Србије послове јавног дуга у име и за рачун Републике евидентира у својој ванбилансној евиденцији (80% билансне активе) и да податке о јавном дугу Републике јавно публикује, при чему је утврђено да ови подаци нису усаглашени са подацима о стању јавног дуга, које је објавило Министарство финансија, Управа за јавни дуг.

4. Започета је ревизија финансијских извештаја и правилности пословања за 2009. годину у три следећа јавна предузећа: Јавно предузеће за склоништа, Београд; Јавно предузеће „Електроурежа Србије“, Београд и Јавно предузеће „Транснафа“ Панчево.

Одбор за финансије Народне скупштине, на седницама одржаним 16. децембра, 14. јануара, и 28. фебруара разматрао је и већином гласова прихватио Извештај о ревизији завршног рачуна буџета Републике Србије за 2009. годину и извештаје о ревизији финансијских извештаја за 2009. годину ревидираних субјеката, које је поднела Државна ревизорска институција и предложио да их Народна скупштина разматра на пленарној седници⁵. У свом Извештају Одбор за финансије прихватио је свих 16 препорука датих у извештајима о ревизији буџета Републике Србије и извештаја о ревизији појединачних ревидираних субјеката и препоручио Народној скупштини да их размотри, ради предузимања мера у њеној надлежности.

Најзначајније неправилности утврђене у поступку ревизије наведених субјеката ревизије односе се на следеће:

- Главна књига трезора није уређена на начин прописан Законом о буџетском систему и Уредбом о буџетском рачуноводству, јер не садржи све промене на рачунима, односно не обухвата стања и све промене на имовини, обавезама, капиталу, приходима и примањима и расходима и издацима из додатних извора (донације и остали извори) индиректних корисника;
- корисници буџетских средстава нису успоставили систем интерне контроле тако да доношењем и спровођењем политика, процедура и активности обезбеде примену закона, про-

писа, правила и других циљева, због којих се у складу са законом успоставља;

- корисници буџетских средстава, који имају обавезу у складу са Законом о буџетском систему и Правилником о заједничким критеријумима за организовање и стандардима и методолошким упутствима за поступање интерне ревизије у јавном сектору, нису успоставили интерну ревизију;
- министар надлежан за послове финансија није донео подзаконски акт о начину и роковима вршења пописа и усклађивања књиговодственог са стварним стањем корисника буџетских средстава и организација обавезног социјалног осигурања као и корисника средстава Републичког завода за здравствено осигурање (дата препорука);
- корисници буџетских средстава нису успоставили евиденцију нефинансијске имовине у припреми у складу са чланом 10. Правилника о стандардном класификационом оквиру и контном плану за буџетски систем, као ни евиденцију нефинансијске имовине финансиране из средстава националног инвестиционог плана;
- корисници буџетских средстава нису успоставили евиденцију финансијске имовине у делу краткорочних пласмана (дати аванси, депозити и кауције) у складу са чланом 11. Правилника о стандардном класификационом оквиру и контном плану за буџетски систем.
- Министарство финансија није нормативно уредило обавезу за:
 - директне кориснике буџетских средстава, са чијег раздела се из буџета Републике врше исплате средстава за набавку финансијске имовине-дугорочних кредита, било директно или преко комисионара, да достављају Министарству финансија, Управи за трезор податке о стању и променама тих кредита и о оствареној камати по том основу, која припада буџету Републике;
 - директне кориснике буџетских средстава са чијег раздела се из буџета Републике врше исплате за набавку финансијске имовине – учешћа у капиталу правних субјеката да на крају сваке буџетске године достављају Министарству финансија, Управи за трезор, на прописаном обрасцу, податке о стању и променама учешћа у капиталу тих правних субјеката;
 - правне субјекте, који нису директни корисници буџетских средстава, у чијем капиталу постоји учешће Републике у

5) Извештај Одбора за финансије 14 број 400-3355/10, од 8. марта 2011. године

целини или једним делом да на крају сваке буџетске године на прописаним обрасцима доставе податке Министарству финансија, Управи за трезор о стању и променама предметних учешћа у капиталу;

- директни корисници буџетских средстава не исказују у Билансу стања податке о стању финансијске имовине (потраживања по основу датих дугорочних кредита и учешћа у капиталу правних субјеката) за исплате за набавке финансијске имовине које су извршене са њихових раздела;
- обавезе Републике Србије према Међународном монетарном фонду по основу коришћења средстава алокације специјалних права вучења нису исказане у прописаном извештају у завршном рачуну буџета Републике;
- Министарство финансија податке о јавном дугу Републике Србије, који се јавно публикују није усагласило са подацима Народне банке Србије, која такође објављује податке о јавном дугу Републике;
- најчешће неправилности у области трошења средстава буџета за 2010. годину односе се на повреду одредби Закона о јавним набавкама, Закона о раду и Закона о буџетском систему;
 - неправилно спроведен поступак јавних набавки применом одредби члана 23. Закона о јавним набавкама („Службени гласник РС“, број 116/08) - Преговарачки поступак са објављивањем јавног позива, или применом одредби члана 24. Закона о јавним набавкама („Службени гласник РС“, број 116/08) - Преговарачки поступак без објављивања јавног позива, уместо отвореног поступка;
 - вршене исплате за одређене услуге без спроведеног поступка јавне набавке (бонови за гориво);
 - уговори о делу, неправилно закључивани са лицима за обављање послова који су идентични и врло сродни пословима из делокруга министарства, што је супротно одредбама члана 199. Закона о раду, Закона о државним службеницима (члан 4) и Закона о министарствима.

За 2011. годину, према Програму ревизије Државне ревизорске институције за 2011. годи-

ну, који је усвојио Савет на крају 2010. године, утврђени су основни правци и нивои извођења ревизије: 1) завршног рачуна буџета Републике Србије за 2010. годину; 2) финансијских извештаја за 2010. годину и правилности пословања Народне банке Србије у делу који се односи на коришћење јавних средстава и на пословање са државним буџетом; извештаја о јавном дугу Републике Србије као саставном делу завршног рачуна буџета Републике Србије за 2010. годину; финансијских извештаја Завршног рачуна за 2010. годину и правилности пословања Фонда за развој Републике Србије; 3) финансијских извештаја за 2010. годину и правилности пословања 16 субјеката - јавних предузећа и привредних друштава која је основао директни односно индиректни корисник јавних средстава; 4) завршних рачуна буџета за 2010. годину и правилности пословања 14 локалних власти и 5) завршног рачуна за 2010. годину и правилности пословања једне организације обавезног социјалног осигурања.

Обухват планираних ревизија у 2011. години у знатној мери је повећан, како у погледу броја субјеката код којих се врши ревизија тако и у погледу предмета ревизије, што је резултат повећања броја новозапосленог кадра, крајем 2010. године. (На крају 2009. године укупан број запослених био је 22, а на дан 31.12.2010. године укупан број запослених је 59, што представља повећање за 37 извршилаца, од којих се на ревизорске службе односи 33 извршиоца.)

На крају треба посебно нагласити једну од одредби стандарда ISSAI 200 - Општи стандарди, која гласи:

„За разлику од ревизије у приватном сектору, где се договорени ревизијски задатак наводи у писму о ангажовању, субјекат ревизије није клијент врховне ревизорске институције. Врховна ревизорска институције мора да изврши своју надлежност слободно и непристрасно, узимајући у обзир гледишта руководства приликом формирања ревизорских мишљења, закључака и препорука, али не дугујући никакву одговорност руководству субјекта ревизије у смислу обухвата или природе ревизија које се врше.“

мр Милан (Мијодраг)
МИЛУНОВИЋ*

Регулаторни оквир интерне ревизије јавног сектора

Резиме

Осим вршења државне ревизије, у току је процес увођења интерне ревизије у целокупном јавном сектору РС. У оквиру придруживања ЕУ, потребно је испунити и услове који подразумевају успостављање и развој децентрализоване функције интерне ревизије за целокупан јавни сектор, укључујући и ревизију трошења средстава дозначених од ЕУ.

Наиме, трошење јавних расхода, осим државном ревизијом, проверава се и системом финансијског управљања и контроле, који обухвата: финансијско управљање и контролу, интерну ревизију и хармонизацију. Сходно томе, одвија се процес увођења интерне ревизије, у свим институцијама јавног сектора РС.

Циљ овог процеса је да се сагледају стање и проблеми интерне ревизије, као кључног елемента система финансијског управљања и контроле, и да се изнађу решења за њено унапређење у будућем периоду.

Кључне речи: финансијско управљање и контрола, интерна ревизија, унапређење.

Увод

Европска комисија врши процену целокупног система интерне финансијске контроле у јавном сектору (Public Internal Financial Control - PIFC) РС, укључујући и интерну ревизију, да би утврдила да ли Србија испуњава услове за усаглашеност са правним тековинама ЕУ (Acquis Communautaire), наведене у поглављу 32. за вођење преговора о придруживању ЕУ.

Систем PIFC као основа концепта управљачке одговорности, подразумева да руководиоци корисника јавних средстава сnose одговорност за његово успостављање и функционисање, утвр-

ђивање и реализацију постављених циљева, а систем треба да обезбеди подршку руководству у испуњењу тих циљева и превазилажењу ризика у пословању.

Циљ је да се регулатива и процес имплементације и функционисања превасходно интерне ревизије, проблемски сагледају и да се изнађу решења за њихову примену и унапређење.

1. Систем финансијског управљања и контроле у јавном сектору РС

Термин и концепт PIFC развила је Европска комисија, да би земљама у процесу придру-

* Начелник за финансије у Копненој војсци Војске Србије, Ниш

живања пружила помоћ у разумевању и примени добро развијених и ефективних система интерне контроле.

Закон о буџетском систему¹ у чл. 80-83, уређује интерну контролу у јавном сектору, која обухвата:

- финансијско управљање и контролу код корисника јавних средстава (*Financial management and control - FMC*);
- интерну ревизију код корисника јавних средстава (*Internal Audit - IA*) и
- хармонизацију коју обавља Централна јединица за хармонизацију у Министарству финансија ("Central Harmonization Unit" - CHU).

Управо FMC и IA у контексту овог модела чине систем интерне контроле и служе да обезбеде подршку руководству у испуњавању циљева организације. Да би се успоставио и развио свеобухватан и ефикасан систем PIFC, неопходно је обезбедити одржив развој све три наведене кључне области.

Суштинска разлика између FMC и IA је у томе што је за систем FMC одговоран руководилац организације, а интерни ревизори нису одговорни за успостављање система FMC, већ за процену функционисања система, потенцијалне слабости и давање препорука за његово побољшање и предузимање корективних мера.

На основу Закона о Влади² и Националног програма за интеграцију у ЕУ, Влада је донела Стратегију развоја интерне финансијске контроле у јавном сектору у РС³ - Стратегија. Сврха Стратегије је да изнесе садашње стање и да кроз дугорочан Акциони план омогући успостављање и развој свеобухватног и ефикасног система PIFC, у циљу доброг управљања јавним средствима и усаглашавања са захтевима из поглавља 32 - *Финансијска контрола*, о придруживању ЕУ.

Потреба је да се у складу са прописима и стандардима обезбеди потпуна одговорност лица која воде јавне послове и управљају јавним средствима, да јавна средства чувају и користе економично, ефикасно и ефективно. У том смислу, Влада треба да обезбеди брже и квалитетније пружање услуга, које је интегрисано и ори-

јентисано на кориснике и усредсређено на резултате.

Да би се испунили ови захтеви, неопходно је да корисници јавних средстава и сви задужени за вођење јавних послова успоставе и одржавају одговарајућу структуру за управљање пословима и чување средстава која су им стављена на располагање. У Одлуци Савета ЕУ од 13.02.2008. године наведен је одређени број краткорочних и средњорочних приоритета везаних за финансијску контролу и остварење наведених циљева:

- краткорочни приоритет:
 - развити стратегију за интерну финансијску контролу у јавном сектору и
 - развити процедуре и административне капацитете како би се обезбедила ефективна заштита финансијских интереса ЕУ;
- средњорочни приоритети:
 - развити и примењивати принципе децентрализоване одговорности управљачких структура и функционално независне интерне ревизије у складу са међународно прихваћеним стандардима и најбољом праксом ЕУ,
 - ојачати оперативне капацитете, функционалност и финансијску независност врховне ревизорске институције,
 - развити процедуре и административне капацитете како би се обезбедила ефикасна заштита финансијских интереса ЕУ.

У складу са наведеним приоритетима, у Одлуци Савета Европске уније донет је Национални програм интеграције⁴, а усвајањем Стратегије, Влада треба да примењује принципе интерне контроле и интерне ревизије, како на јавна средства под контролом Владе, тако и на фондове ЕУ, на основу међународно прихваћених стандарда интерне контроле за јавни сектор⁵, стандарда интерне ревизије⁶ и најбоље праксе ЕУ.

За управљање фондовима ЕУ који ће бити додељени РС, Влада ће успоставити Национални фонд и Централну јединицу за финансирање и уговарање, као и механизме финансијске контроле који ће испунити захтеве Европске комисије везане за управљање пројектима.

1) Закон о буџетском систему "Сл. гласник РС", бр. 54/09, 73/2010 и 101/2010. чл. 1-114. стр. 1-64.

2) Закон о Влади, "Сл. гласник РС", бр. 55/05, 71/05 - исправка, 101/07 и 65/08)

3) Стратегија развоја интерне финансијске контроле у јавном сектору у РС, "Сл. гласник РС", бр. 61/09 стр. 3-28.

4) Национални програм за интеграцију у ЕУ, донет Закључком Владе 05, број 011-8132/2007-11, од 9. октобра 2008.

5) INTOSAI стандарди интерне контроле за јавни сектор (INTOSAI Guidelines for Internal Control Standards for the Public Sector).

6) ПА стандарди интерне ревизије (ECIIA Position Paper Internal Auditing in Europe).

Стратегију је припремило Министарство финансија уз помоћ пројекта техничке подршке „Интерна ревизија и интерна финансијска контрола у јавном сектору, фаза 2“.

Стратегија се ослања на низ опсежних консултација и анализа са министарствима, организацијама обавезног социјалног осигурања и експертима са других пројеката техничке подршке и на процену коју је SIGMA⁷ извршила у РС 2007. године, која наводи следеће:

„Неопходно је даље разрадити механизме одговорности у оквиру државне управе. Потреба за институционалном реформом и унапређењем административних капацитета прожима све секторе и нивое државне управе. Неопходна је припрема „политике“ PIFC, којом Стратегија треба да се спроведе на систематичан и методичан начин, између осталог преиспитивањем линије извештавања и одговорности свих корисника буџетских средстава и разматрањем њихове суштине.“

Стратегија се не бави детаљима везаним за развој Државне ревизорске институције - ДРИ, јер ова институција не чини део система PIFC, већ представља важан део процеса екстерне контроле Владе. Народна скупштина усвојила је Закон о ДРИ у Србији и образовала Савет⁸.

Систем PIFC биће подложен сталним променама и развоју, за које ће СТУ Министарства финансија предлагати Влади ажурирање Стратегије и Акционог плана.

На основу Правилника о заједничким критеријумима и стандардима за успостављање и функционисање система PIFC, у чл. 4-9 уређен је систем FMC који обухвата пет елемената: 1) контролно окружење, 2) управљање ризицима, 3) контролу, 4) информисање и комуникације и 5) праћење и процену система. Ове елементе дефинисала је Комисија спонзорских организација (*The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission - COSO*).

За систем FMC одговоран је руководилац организације, а интерни ревизори нису одговорни за успостављање система FMC, већ за процену функционисања система, потенцијалне слабости и давање препорука за побољшање и предузимање корективних мера.

2. Интерна ревизија у јавном сектору РС

Интерна ревизија проверава да ли су програми и планови за извршавање послова из надлежности буџетских корисника заштићени од губитака, преваре или лошег управљања. Она брине и о томе да управу увек буду на располагању поуздане и благовремене информације које се користе при извештавању, подршци и доношењу одлука.

Интерна ревизија је независна активност која пружа објективно професионално мишљење саветодавног карактера, са сврхом да допринесе унапређењу пословања организације. Она помаже организацији да оствари своје циљеве, тако што систематично и дисциплиновано процењује и вреднује управљање ризицима, контролу и управљање организацијом.

У оквиру концепта PIFC који је успоставила ЕУ, интерна ревизија се посматра као функција коју обавља овлашћена, организационо и функционално независна јединица интерне ревизије или интерни ревизор. Интерна ревизија, као таква, треба да буде децентрализована и у потпуности организационо и функционално независна. Организациона независност подразумева да је независна од делатности у којој врши ревизију, да није део ниједног пословног процеса, односно организационог дела, а у свом раду непосредно је одговорна руководиоцу организације. Функционална независност подразумева да самостално на основу процене ризика одлучује о подручју, начину обављања и извештавању о обављеној ревизији.

Интерна ревизија врши независну, стручну и систематску процену система FMC, што подразумева ревидирање свих функција и процеса пословања и сагледавање успостављених контрола. Она објективно прикупља, проверава, анализира, процењује информације и саставља извештаје за руководство на основу којих оно доноси одлуке. У средишту пажње интерне ревизије су оцена и провера функционисања система контроле, које се спроводе применом програма ревизије заснованих на ризику.

Дакле, интерна ревизија обезбеђује стручно мишљење и препоруке, како би управљачки и контролни системи били успостављени у складу са правилима и стандардима, односно начелима доброг финансијског управљања. За спрово-

7) Support for Improvement in Governance and Management - Подршка у побољшању управљања иницијатива OECD.

8) Закон о државној ревизорској институцији („Сл. гласник РС“, бр. 101/2005, 54/2007, чл. 1-65. стр. 1-30)

ђење препорука интерне ревизије одговоран је руководилац организације.

Интерна ревизија је нова професија коју обављају овлашћени интерни ревизори (у наставку текста: интерни ревизори). Интерна ревизија обавља интерну ревизију у сопственој организацији, а по споразуму и код оних организација које немају обавезу да имају интерне ревизоре. Задатак интерних ревизора је да систематично и дисциплиновано врше процену и пружају уверавања и савете руководиоцима о ефикасности управљања ризиком, адекватности и ефикасности контрола и ефикасности процеса управљања организацијом. Ради успостављања и развоја ове професије, неопходно је обезбедити одговарајућу обуку, овлашћења, потребна финансијска средства и друге ресурсе.

Чланом 82. Закона о буџетском систему дефинисана је интерна ревизија. Прописано је где се успоставља интерна ревизија, како се утврђују критеријуми за њено организовање, стандарди и методолошка упутства интерне ревизије, које су функције интерне ревизије и њена обавеза годишњег извештаја о раду СНУ.

Интерна ревизија се успоставља код корисника средстава буџета РС и организација за социјално осигурање. Директни корисници средстава буџета успостављају одговарајуће облике интерне ревизије за кориснике буџетских средстава који су у њиховој надлежности. Директни корисници средстава буџета локалне власти имају обавезу да успоставе одговарајуће облике интерне ревизије.

Интерна ревизија се успоставља и у јавним предузећима основаним од стране РС, односно локалне власти, правним лицима основаним од стране тих јавних предузећа, односно правним лицима над којима РС, односно локална власт има контролу над више од 50% капитала или више од 50% гласова у управном одбору, као и над другим правним лицима у којима јавна средства чине више од 50% укупних прихода.

Министар финансија прописује заједничке критеријуме за организовање и стандарде и методолошка упутства за поступање интерне ревизије и ближе уређује послове интерне ревизије у јавном сектору. Интерни ревизори су директно одговорни функцио-

нерима – руководиоцима корисника буџетских средстава.

„Функције интерне ревизије су:

1. провера примене закона и поштовање правила интерне контроле,
2. оцена система интерних контрола у погледу њихове адекватности, успешности и потпуности,
3. давање савета приликом увођења нових система, процедура или задатака,
4. ревизија начина рада (перформанси) која представља оцену пословања и процеса, укључујући и нефинансијске операције у циљу оцене економичности, ефикасности и успешности,
5. сарадња са екстерном ревизијом,
6. вршење осталих задатака неопходних да би се постигла сигурност функционисања система интерне ревизије“⁹.

Интерни ревизори су, при вршењу функције, обавезни да чувају тајност службених и пословних података. „Интерна ревизија је обавезна да доставља годишње извештаје о раду СНУ, најкасније до 31. јануара текуће године за претходну годину“¹⁰.

Интерна ревизија детаљније је уређена Правилником о заједничким критеријумима за организовање и стандардима и методолошким упутствима за поступање интерне ревизије у јавном сектору¹¹ (у наставку текста: Правилник). Правилник се примењује у складу са одредбама Закона о буџетском систему, а садржи одредбе систематизоване у осам поглавља.

У Основним одредбама прописана је садржина Правилника и регулисано је код кога се обављају послови интерне ревизије, што се у свему не кореспондира са одредбама члана 82. новог Закона о буџетском систему. Наиме, интерну ревизију и њене одговарајуће облике, успостављају директни корисници средстава буџета РС за кориснике буџетских средстава. Међутим, тако није прописано обављање интерне ревизије у члану 1. Правилника о интерној ревизији, донетог на основу чл. 67. пређашњег Закона о буџетском систему. То значи да се интерна ревизија успоставља и код индиректних корисника средстава буџета РС, од датума доношења новог Закона

9) Закон о буџетском систему, чл. 82. стр. 48 (“Сл. гласник РС”, бр. 54/09, 73/2010 и 101/2010.)

10) Ibid.

11) Правилник о заједничким критеријумима за организовање и стандардима и методолошким упутствима за поступање интерне ревизије у јавном сектору, донео министар финансија (“Сл. гласник РС”, бр. 82/2007, чл. 1-36. стр. 1-18).

о буџетском систему, односно од датума његове примене, тј. од 25. јула 2009. године.

У члану 2. дефинисани су термини који се користе у одређеном значењу. Из анализе ове одредбе проистиче да она није у супротности са одредбама Закона о буџетском систему.

У другом поглављу овог правилника регулисани су успостављање и организација интерне ревизије.

У члану 3. прописано је да се интерна ревизија успоставља код субјеката интерне ревизије из члана 1. овог правилника. Интерна ревизија се не мора успоставити код директних корисника средстава буџета РС који у својој надлежности немају индиректне кориснике средстава буџета, а имају мање од 200 запослених.

Интерна ревизија се успоставља код 18 субјеката интерне ревизије, који су наведени. Проистиче да је овај став подложен изменама и прилагођавању, сходно Закону о министарствима¹².

У складу са чланом 4. Правилника, послове интерне ревизије обављају: СНУ и јединице, службе, односно други организациони облици за интерну визију у субјектима јавног сектора.

У вези са овим питањем, Закон о буџетском систему је шири, јер у чл. 82 регулише да директни корисници буџета РС успостављају одговарајуће облике интерне ревизије за индиректне кориснике буџетских средстава који су у њиховој надлежности, те би Правилник требало допунити.

Два или више корисника средстава буџета предузећа и других правних лица код којих се обављају послови интерне ревизије, могу организовати заједничку јединицу за интерну ревизију.

Изузетно, када не постоје услови за организовање интерне ревизије, послове интерне ревизије може да обавља ревизор, код једног или више субјеката ревизије.

У ставу пет предвиђена је могућност да директни корисници средстава РС успоставе интерну ревизију, ако процене да је то потребно.

Дата је могућност да интерну ревизију успоставе и индиректни корисници средстава буџета и индиректни корисници средстава Републичког завода за здравствено осигурање.

Јединица за интерну ревизију обавља интерну ревизију свих организационих делова

субјекта ревизије, програма, активности и процеса, укључујући и кориснике средстава ЕУ.

Јединица за интерну ревизију субјекта ревизије, који је одговоран за управљање заједничким међусекторским програмима и пројектима, координира рад јединица за интерну ревизију субјеката ревизије који учествују у овим програмима и пројектима.

Према члану 6. Правилника, руководиоца субјекта ревизије одговоран је за успостављање и обезбеђење услова за одговарајуће функционисање интерне ревизије, у складу са Законом и Правилником. Руководилац субјекта ревизије може да образује ревизорски одбор, као саветодавно тело у вези са питањима интерне контроле и ревизије, у складу са Међународним стандардима интерне ревизије.

Према члану 7. Правилника, јединица за интерну ревизију и интерни ревизор функционално и организационо су независни и директно одговорни руководиоцу субјекта ревизије. Функционална независност успоставља се тако што јединица за интерну ревизију независно саставља план интерне ревизије, независно спроводи интерну ревизију и независно подноси извештаје о обављеним ревизијама. У организационом смислу, независност се успоставља у односу на друге организационе делове субјекта ревизије.

Руководилац интерне ревизије и интерни ревизор не може да обавља, нити му се може доделити обављање било које друге функције и активности, изузев активности интерне ревизије и они су независни у свом раду и не могу бити отпуштени или премештени на друго радно место због изношења чињеница и давања препорука у вези са интерном ревизијом.

У трећем поглављу Правилника уређени су послови, стандарди и методологија интерне ревизије.

Сходно члану 8, интерна ревизија је независна и објективна активност давања стручног мишљења и савета. Функције интерне ревизије нису мењане из члана 67. став 7. старог закона.

Према члану 9, интерна ревизија обавља се у складу са Међународним стандардима интерне ревизије и прописима којима се уређује интерна ревизија у РС.

У складу са чланом 10, интерни ревизори су дужни да се у свом раду придржавају повеље¹³ интерне ревизије, етичког кодекса, приручника

12) Закон о министарствима („Сл. гласник РС", бр. 65/08), који је у примени од 5. јула 2008.

13) Повеља интерне ревизије је интерни акт који потписују руководиоца службе за интерну ревизију и руководиоца субјекта ревизије, којим се утврђују: циљ, овлашћења и одговорности интерне ревизије.

којим се утврђује методологија рада и упутстава и инструкција које у складу са Законом доноси министар финансија. Сложенији субјекти ревизије могу, због специфичности свог пословања, донети додатна упутства за вршење интерне ревизије и разрадити методе који се користе у поступку ревизије.

У складу са чланом 11, ревизорски процес у појединачној ревизији садржи етапе: планирање ревизорског задатка, вршење провера, извештавање и праћење активности примене датих препорука.

Ревизија се обавља ревизијом система, ревизијом усаглашености, физичком ревизијом, ревизијом информационих технологија и анализом.

Четврто поглавље Правилника односи се на права и одговорности руководиоца интерне ревизије и интерних ревизора.

У складу са чланом 12. интерне ревизије и интерни ревизори имају право на неограничен приступ руководиоцима, запосленима и средствима субјекта ревизије који су у вези са спровођењем ревизије, право приступа свим информацијама, поштујући ниво њихове поверљивости, приступ свим расположивим документима и евиденцијама у субјекту ревизије, право да захтевају од одговорних лица све неопходне податке, прегледе, мишљења, документе или неку другу информацију у вези са ревизијом.

Према члану 13, руководиоца интерне ревизије, поред права из члана 12. овог правилника, има и следећа права, која уједно представљају и обавезу:

1. да извештава руководиоца субјекта ревизије о свим важнијим стварима везаним за спровођење ревизије;
2. да предложи руководиоцу субјекта ревизије ангажовање експерата, чија посебна знања и вештине су везани за спровођење ревизије.

У складу са чланом 14, руководиоца интерне ревизије и интерни ревизор дужни су да чувају тајност података и информација које су им стављене на располагање у поступку ревизије.

Чланом 15. прописана је одговорност руководиоца интерне ревизије. Чланом 16. прописана је обавеза руководиоца интерне ревизије да достави извештај руководиоцу субјекта ревизије.

Руководилац интерне ревизије обавезан је да сарађује и координира рад са екстерном ревизијом.

У складу са чланом 17, руководиоца интерне ревизије утврђује програм за оцену квалитета рада јединице за интерну ревизију. Интерно оцењивање укључује сталне прегледе извођења активности ревизије и периодичне прегледе кроз само оцењивање. Екстерно оцењивање спроводи се најмање једном у пет година од организације упознате са праксом интерне ревизије и Међународним стандардима интерне ревизије.

Чланом 18. регулисано је да руководиоца интерне ревизије и интерни ревизори треба да поседују одговарајуће знање, како би препознали индикације преваре и присуство било којих услова за омогућавање превара. Када су идентификовани индикатори преваре, интерни ревизори треба да обуставе поступак ревизије и одмах обавесте руководиоца интерне ревизије, који ће одмах обавестити руководиоца субјекта ревизије. Уколико руководиоца субјекта ревизије не предузме потребне радње након обавештења наведеног у ставу 2. овог члана, руководиоца интерне ревизије обавештава надзорни или ревизорски одбор, ако је такав одбор основан.

У петом поглављу Правилника садржане су одредбе о условима за обучавање кадрова руководиоца интерне ревизије и интерних ревизора.

Интерни ревизор, поред услова прописаних законом и актом о систематизацији радних места, мора да има најмање три године искуства на пословима ревизије, финансијске контроле или рачуноводствено-финансијским пословима и положен испит за овлашћеног интерног ревизора у јавном сектору. Испит се полаже по програму који доноси министар финансија и пред комисијом коју образује министар финансија.

Руководилац јединице за интерну ревизију мора да испуњава услове из члана 19. овог правилника и да има најмање седам година искуства на пословима ревизије, финансијске контроле или рачуноводствено-финансијским пословима, а не може бити лице које је било запослено на радном месту са руководећим овлашћењима у области финансијског управљања у субјекту ревизије у последњих пет година.

У шестом поглављу Правилника садржане су одредбе о планирању, спровођењу и извештавању интерне ревизије

Чланом 21. утврђено је да се интерна ревизија обавља према:

- 1) стратешком плану за трогодишњи период,
- 2) годишњем плану,
- 3) плану појединачне ревизије.

Стратешки план доноси се до краја текуће године за следећи трогодишњи период, а годишњи план интерне ревизије доноси се до краја текуће године за наредну годину. Припрему стратешког плана врши руководиоца интерне ревизије, на основу консултација са руководиоцем субјекта ревизије и другим руководиоцима у субјекту ревизије. Стратешки и годишњи план интерне ревизије, као и њихове измене, одобрава руководиоца субјекта ревизије.

Према члану 23, годишњи план припрема руководиоца интерне ревизије сваке године, на основу стратешког плана.

На основу члана 24, измене стратешког и годишњих планова врше се на основу процене ризика, на предлог руководиоца интерне ревизије.

У складу са чланом 25, свака појединачна ревизија обавља се на основу припремљеног плана којим се детаљно описују предмет, циљеви, трајање, расподела ресурса, ревизорски приступ, технике и обим провера. Интерни ревизор припрема план појединачне ревизије и са њим повезане програме, којима се детаљно описују ревизорски поступци. Овај план одобрава руководиоца јединице интерне ревизије.

Ревизија започиње уводним састанком са руководством субјекта ревизије, а обавља се утврђивањем, анализирањем, процењивањем и документовањем података довољних за давање стручног мишљења о постављеним циљевима ревизије.

Ревизорски извештај се саставља за сваку обављену ревизију и мора садржати: резиме, циљеве и обим ревизије, налазе, закључке и препоруке, детаљан извештај, као и коментаре руководиоца субјекта ревизије. Након завршетка свих планираних провера, ревизорски тим са резултатима ревизије упознаје и води разговор са руководиоцем субјекта ревизије на завршном састанку, у циљу усаглашавања ставова, после чега ревизорски тим припрема нацрт извештаја, који се доставља субјекту ревизије. Нацрт извештаја може садржати препоруке којима се предлаже унапређење постојећег начина рада и пословања субјекта ревизије, односно отклањање неправилности, грешака или недостатака уочених у поступку ревизије.

Према члану 27, одговорно лице субјекта ревизије може да упути одговор на нацрт извештаја о обављеној ревизији, који садржи примедбе са доказима, сугестије и друга запажања у вези са нацртом извештаја, у року који не може бити дужи од осам дана од дана пријема нацрта извештаја.

Уз одговор на нацрт извештаја, субјект ревизије доставља план активности за извршење датих препорука (у наставку текста: план активности).

У складу са чланом 28, након истека рока предвиђеног за достављање одговора на нацрт извештаја, ревизорски тим припрема коначни извештај ревизије. Ревизорски тим у коначном извештају може да измени своје налазе, закључке или препоруке, уколико процени да су чињенице на које се указује у одговору одговорног лица субјекта ревизије оправдане или да је из других разлога то неопходно.

Руководилац субјекта ревизије одлучује на који начин се поступа по препорукама из извештаја ревизије и предузима активности потребне за извршење препорука.

Сходно члану 29, субјекат ревизије дужан је да ревизорском тиму достави извештај о извршењу плана активности, у року предвиђеном у извештају о ревизији. Руководилац интерне ревизије може да одлучи да се изврши контролна ревизија са циљем сагледавања степена извршења препорука ревизије.

Чланом 30. прописана је обавеза руководиоца интерне ревизије у вези са припремом годишњег извештаја о раду интерне ревизије. Овај извештај садржи:

1. обављену ревизију и евентуална ограничења и друге разлоге неиспуњења плана,
2. главне закључке у вези са функционисањем система финансијског управљања и система контроле унутар субјекта ревизије, као и препоруке дате у циљу унапређења пословања субјекта ревизије.

Годишњи извештај о раду интерне ревизије доставља се СНУ, најкасније до 31. јануара текуће године за претходну годину.

Индиректни корисници средстава буџета који имају установљену интерну ревизију годишњи извештај о раду интерне ревизије за претходну годину достављају надлежном директном кориснику средстава буџета до 20. јануара текуће године, чија интерна ревизија припрема збирни годишњи извештај.

У седмом поглављу Правилника садржане су одредбе о интерној ревизији програма и фондова ЕУ.

Према члану 31, интерна ревизија програма и фондова ЕУ обухвата проверу пословања на основу одговарајућег узорка трошкова карактеристичних за струковни фонд и кохезиони фонд, резултате тих провера и издавање сертификата или декларације о завршеном пројекту или програму. Издати сертификати и декларације морају се заснивати на процени система за управљање и контролу, резултатима претходних провера и, када је неопходно, додатним проверама трансакција.

Према члану 32, ревизија програма и фондова ЕУ спроводи се у складу са међународно прихваћеним стандардима ревизије, одредбама међународних уговора за коришћење средстава и одговарајућим прописима из области управљања и контроле средстава структурних, кохезионих и претприступних фондова ЕУ.

Осмо поглавље Правилника односи се на прелазне и завршне одредбе.

Према члану 34, лица која немају положен испит за овлашћеног интерног ревизора у јавном сектору, а испуњавају остале услове (радно искуство наведено у чл. 19. и 20. Правилника), могу обављати послове овлашћеног интерног ревизора, односно руководиоца јединице за интерну ревизију (без положеног испита најдуже три године од дана образовања комисије од стране министра финансија).

На основу члана 35, корисници средстава буџета, организације обавезног социјалног осигурања, јавна предузећа и друга правна лица су, у складу са одредбама Закона и овог правилника, имала обавезу да успоставе интерну ревизију најкасније до 31. децембра 2007. године, што није урађено.

3. Постојеће стање и унапређење интерне ревизије у јавном сектору РС

На основу новог закона о буџетском систему из 2009. године, уведена је обавеза успостављања децентрализоване функције интерне ревизије у јавном сектору, али функције интерне ревизије нису потпуно и ваљано успостављене нити су заживеле у свим предвиђеним субјектима.

Правилником¹⁴ је уређен делокруг рада интерне ревизије, ближе су утврђени критеријуми успостављања и организације, послови, стандарди и методологија, права и одговорности и услови за обављање послова руководиоца интерне ревизије и интерних ревизора, планирање, спровођење и извештавање интерне ревизије.

У свом раду интерни ревизори примењују метод ревизије система. На основу процене ризика састављају стратешки и годишње планове рада, које одобравају руководиоци корисника јавних средстава. На основу годишњих планова рада утврђују се циљеви и опсег рада за сваку појединачну ревизију. Интерни ревизори врше оцену адекватности и успешности система контроле који служе организацији и остваривању општих циљева: економично и ефикасно коришћење средстава; поштовање установљених политика, процедура, закона и прописа; заштиту имовине и интереса организације од губитака свих врста, укључујући преваре, неправилности или корупцију; интегритет и поузданост информација, рачуна и података. Функционална независност успоставља се независним планирањем, спровођењем и извештавањем о обављеним интерним ревизијама, а организациона независност успоставља се у односу на субјекте ревизије. Интерни ревизори директно су одговорни руководиоцима јавних субјеката.

Осим Правилника, урађен је и Приручник за интерну ревизију, који је усаглашен са консултантима пројекта „Интерна финансијска контрола и интерна ревизија - фаза 2“ који је коришћен за обуку интерних ревизора.

У тачки 6.1.2. Стратегије дат је приказ Приручника за интерну ревизију, који се састоји из четири дела:

1. Први део - Принципи, стандарди и политике интерне ревизије, представља упутство за кључна питања политике која се односе на управљање интерном ревизијом и рад на интерним ревизијама;
2. Други део - Ревизија система, објашњава кораке које треба следити приликом ревизије система;
3. Трећи део - Вештине интерне ревизије, представља смерницу за низ интерперсоналних вештина и техника које интерни ревизори треба да знају и

¹⁴ Правилник о заједничким критеријумима за организовање и стандардима и методолошким упутствима за поступање интерне ревизије у јавном сектору, донео је министар финансија („Службени гласник РС”, бр. 82/2007. чл. 1-36. стр. 1-18).

4. Четврти део - Алатке (инструменти) за интерну ревизију, садржи основне ревизијске алатке и друга упутства која треба да олакшају обављање неких од најчешћих ревизија.

У тачки 6.2 – Стратегије, дат је приказ потребних активности за успостављање и унапређење интерне ревизије. Одмах на почетку истиче се да приоритет за РС представљају развој и успостављање децентрализоване функције интерне ревизије за читав јавни сектор, укључујући и средства ЕУ. Ради остварења овог циља, потребно је унапредити законодавни оквир о интерним финансијским контролама у јавном сектору, што је већ учињено доношењем новог Закона о буџетском систему. Преостаје да се изврше одређене мање измене и допуне Правилника, чиме ће се појаснити дефиниције, међусобни односи и јасно разграничити главни елементи интерне финансијске контроле у јавном сектору, како би се подигла свест руководилаца о њиховој улози у управљачкој одговорности у новом систему децентрализације.

У оквиру обуке интерних ревизора, а у циљу успостављања нове професије интерне ревизије, консултант пројекта “Интерна финансијска контрола и интерна ревизија - фаза 2” спровели су обуку за предаваче - инструкторе, коју су похађали запослени из Одељења интерне ревизије Министарства финансија. Обучени домаћи инструктори из Одељења интерне ревизије, заједно са консултантима у 2007. години, спровели су седам циклуса обуке којом је обухваћено 155 полазника из 48 организација јавног сектора. Обука је подељена на следећа четири модула:

1. Увод у интерну ревизију,
2. Ревизорске вештине,
3. Вештине вођења разговора и извештавања интерних ревизора,
4. Ревизија информационих система и концепти проневере.

Консултант су, за 30 полазника из јавног сектора, одржали тродневни информативни семинар из области интерне ревизије приступних и постприступних фондова ЕУ. У току 2008. године предавачи - инструктори из Одељења интерне ревизије Министарства финансија одржали су, у четири циклуса, обуку за интерну ревизију у јавном сектору из области “Практична примена алата интерне ревизије” за 94 полазника из 24 организације у областима: пла-

нирање и припрема буџета, извештавање и рачуноводство, јавне набавке, плате, приходи, информациони системи и израда стратешког и годишњег плана ревизије. Такође, спроведена је практична обука на радном месту, којом је обухваћено 12 корисника јавних средстава са 68 полазника и израда сертификационе шеме за интерне ревизоре.

Одређене обуке у јавном сектору РС у вези са интерном ревизијом и финансијским управљањем и контролом, изводи и у текућој 2011. години СНУ Министарства финансија.

Успостављање интерне ревизије код корисника јавних средстава у РС још је у току. Најчешће слабости су: нису именовани руководиоци интерне ревизије, нису усвојене повеље интерне ревизије и правилници о раду интерне ревизије, почетне величине и структуре одељења интерне ревизије нису одређене и усаглашене са руководиоцима корисника јавних средстава, нису припремљени и одобрени средњорочни и годишњи планови рада интерне ревизије, стандарди, етички кодекс и ревизорска методологија се недовољно разумеју, постепено се усвајају, а примењују се парцијално.

Једноставно, успостављање интерне ревизије код корисника јавних средстава у РС тече отежано и касни у односу на динамику планирану акционим планом.

Потребне активности успостављања и унапређења ИА, пре свега подразумевају приоритет за РС, да се развије и успостави децентрализована функција интерне ревизије за цео јавни сектор, укључујући и средства ЕУ.

Успостављање децентрализоване функције интерне ревизије започело је обуком интерних контролора директних корисника буџетских средстава Републике и ООСО¹⁵ и њиховом прерасподелом на послове интерне ревизије (интерни ревизори). У циљу даљег спровођења реформе потребно је, где то није већ учињено, именовати руководиоце интерне ревизије који са руководиоцима корисника јавних средстава треба да утврде и усагласе повељу, правилник о раду, почетну величину и структуру јединица за интерну ревизију. У складу са проценом ризика, руководиоци интерне ревизије припремају средњорочни и годишњи план рада интерне ревизије и достављају их руководиоцу корисника јавних средстава на одобрење, као што је регулисано у Приручнику за интерну ревизију.

Процена потреба за обуком у области ИА захтева израду Плана и распореда обуке од стра-

15) Организација обавезног социјалног осигурања

не СНУ, кандидата за стицање звања овлашћени интерни ревизор у јавном сектору за све нивое корисника јавних средстава. Тачан број интерних ревизора који је потребан да би се обезбедила функција интерне ревизије за 62 најзначајнија корисника јавних средстава на републичком нивоу, може се утврдити након оцене потреба засноване на ризицима, што је сложен процес који захтева детаљну оцену циљева, ризика и система у оквиру сваке организације. У оквиру пројекта "Интерна финансијска контрола и интерна ревизија - фаза 2" консултанти су предложили да се код 62 корисника јавних средстава на републичком нивоу успостави функција интерне ревизије са око 200 интерних ревизора, чија обука је вршена у току 2010. и 2011. године. Ради обезбеђења одговарајућег квалитета рада интерних ревизора успоставља се сертификациона шема за стицање звања овлашћени интерни ревизор у јавном сектору.

У циљу примене стандарда, принципа етичког кодекса и ревизорске методологије, потребно је да се врши редовна и стална процена потреба за обуком, која ће се континуирано обезбеђивати у складу са смерницама СНУ.

Обезбеђење кадрова за IA као нову професију треба учинити довољно атрактивном одговарајућим зарадама, системом награђивања и обезбеђењем обуке и осталих ресурса неопходних за рад и професионално усавршавање.

Водећу улогу у обезбеђењу и обуци кадрова треба да има СНУ Министарства финансија.

3.1. Хармонизација финансијског управљања и контроле и интерне ревизије

Главна обележје модерног финансијског управљања је да се процес доношења одлука и одговорност поставе што ближе самој операцији/радњи, на ниже организационе јединице – *subsidiarity*¹⁶. То подразумева кретање од централизоване контроле, где се све одлуке доносе и надзор врши на централном нивоу Владе, уобичајено у Министарству финансија, ка децентрализованог контроли, где одлуке доносе и надзор врше појединци одговорни за пружање услуга које захтева Влада - у организацијама јавног сектора и тим методом даље на ниже нивое.

Предности оваквог приступа су двојаке:

- а) руководство и запослени у организацији су у бољој позицији да схвате утицај и последице одређених одлука;
- б) пружањем услуга, руководство и запослени осећају већу "својину" над услугама уколико имају одређену контролу и одговорност за одлуке које доносе.

На овај начин, одговорност за финансијску контролу се децентрализује, али се децентрализација остварује путем централно регулисаног оквира, кроз механизам реалне хармонизације у Министарству финансија.

На основу члана 83. Закона о буџетском систему, хармонизацију FMC и IA врши СНУ, чији делокруг рада је уједно проширен. Међутим, хармонизација и координација FMC и IA су у почетној фази развоја. Наиме, сада је прецизније дефинисан опсег хармонизације, што значи да се хармонизују финансијско управљање и контрола и интерна ревизија. То значи да хармонизација финансијске контроле не постоји као нешто издвојено, већ да се та хармонизација односи на FMC, као један сегмент и IA као други сегмент хармонизације.

У другом ставу прописани су послови које обавља СНУ, који су у поређењу са тачком 3. из члана 66. претходног закона били без "вођења Регистра интерних ревизора и повеље интерне ревизије", што значи да је делокруг рада СНУ у овој тачки проширен.

У последњем ставу утврђено је да министар финансија прописује програм за стручно образовање и услове и поступак сертификационог испита за стицање професионалног звања овлашћени интерни ревизор у јавном сектору, стручно оспособљавање, усавршавање и стимулативно награђивање запослених на пословима СНУ и дате су смернице и упутства за обављање претходно наведених послова који су у надлежности те јединице.

На основу ове одредбе може се закључити да је министар финансија, још у складу са одредбама пређашњег Закона о буџетском систему, донео Правилник о условима, начину и поступку полагања испита за стицање звања овлашћени интерни ревизор у јавном сектору. Међутим, Правилником није регулисано нпр. питање стимулативног награђивања запослених на пословима СНУ.

Централно усклађивање односно хармонизација и координација FMC и IA у јавном сектору

16) Subsidiarity - Принцип према коме најмање јединице одређене организације имају овлашћења да доносе одлуке.

су у почетној фази развоја и наведене функције треба да врши СНУ, обезбеђењем јединственог приступа ФМС и ИА у целокупном јавном сектору.

У складу са најбољом праксом ЕУ и праксом у земљама кандидатима за придруживање ЕУ, СНУ треба да: потврди квалитет и независност функција, пружи подршку развоју ФМС и ИА, израђује прописе, методологије за процену ризика, појасни деловање у случају откривања неправилности или превара, припрема приручнике и упутства за израду ревизорских трагова (audit trails)¹⁷, као „центар стручности“ да врши обуку за руководиоце и запослене, да стално прати добру праксу и међународне стандарде.

Тренутно је СНУ формирана са два одељења - за ФМС и ИА, која имају одвојене надлежности. Руководилац СНУ подноси извештаје о стању и напретку РИФС директно министру. За протеклу годину извештај је поднет министру финансија, а у овој години је преко министра финансија достављен извештај влади на разматрање.

У вези са ресурсима, потребни су кадрови са одговарајућим искуством и знањем, одговарајућим зарадама, овлашћењима, финансијским средствима и др. И у текућој 2011. години СНУ врши обуку руководиоца и осталих запослених, да би се увели до краја ФМС и ИА у све субјекте јавног сектора. Руководилац и запослени у СНУ треба да поседују неопходно искуство и квалификације, да буду посвећени и разумеју захтеве ФМС и ИА од целокупног јавног сектора, како би у потпуности одговорили на обим и сложеност послова спровођења реформе РИФС.

Измене прописа у области РИФС припремило је Одељење за интерну ревизију Сектора за буџетску инспекцију и ревизију Министарства финансија. Битна новина у изменама прописа односи се на: дефинисање појмова, раздвајање надлежности и прецизирање функција интерне контроле, интерне ревизије и буџетске инспекције и прописивање обавезе успостављања СНУ. Између осталог, Одељење је учествовало у припреми Нацрта закона о изменама и допунама Закона о буџетском систему, у усаглашавању приручника за интерну ревизију са консултантима пројекта “Интерна финансијска контрола и интерна ревизија - фаза 2”. Наведени предлог приручника тестиран је у пракси Одељења за интерну ревизију Министарства финансија и подељен полазницима обуке, а предлог приручника за ФМС, базираног на INTOSAI стандардима за интерну контролу, који су сачинили консул-

танти, подељен је полазницима обуке. Дакле, СНУ је одговорна за израду нацрта прописа из области РИФС, односно за разраду и примену методологије и стандарда везаних за ФМС и ИА.

Координацију и хармонизацију стручног усавршавања и сертификације интерних ревизора, обуку за руководиоце и запослене за ФМС, врши СНУ, која је задужена за припрему и вођење програма сертификације овлашћених интерних ревизора у јавном сектору, као и за обезбеђивање обуке која ће интерне ревизоре усавршити у вештинама које су им неопходне да би били у току најновијих „трендова“ у интерној ревизији. Даље, СНУ ради на развијању „тимског духа“ кроз организовање стручних скупова, као и мање формалних радионица и семинара путем којих ће промовисати високе стандарде и подстицати размену идеја и добре праксе.

Сходно наведеном, именовање руководиоца СНУ намеће да то лице поседује неопходно искуство и квалификације, као и посвећеност и разумевање захтева интерне финансијске контроле и интерне ревизије у јавном сектору, како би покренуо и спроводио промене везане за побољшање ФМС и ИА у РС. Да би се показала важност коју Влада придаје овој позицији, руководилац СНУ имаће директан приступ министру финансија. Такође, и остали кадар треба да има одговарајуће искуство и знање, како би СНУ у потпуности могла да одговори на обим и сложеност послова спровођења реформе РИФС.

Посебно, у циљу гаранције независности целокупне функције ИА, СНУ треба да пружа смернице, савете и подршку интерним ревизорима који се суочавају са притиском да обављају послове који нису у њиховој надлежности и који се суочавају са тешкоћама у примени њихових најважнијих препорука.

Одговорност СНУ за годишње извештавање о стању РИФС и у циљу отворености и мерења напретка имплементације и развоја РИФС, СНУ ће на основу два упитника захтевати да корисници јавних средстава врше самопроцену ФМС и ИА и на основу анализе добијених одговора из годишњих извештаја, СНУ ће састављати консолидовани годишњи извештај о стању РИФС за министра финансија, који ће га проследити Влади.

Са осталим учесницима, СНУ треба да успостави мрежу РИФС, повезивањем и организовањем редовних састанака, радионица, коришћењем интернет странице или издавањем часо-

17) Audit trails - Ревизорски траг је евиденција која обухвата целокупну документацију и показује пословну промену у свим њеним фазама, уз могућност да се прати од сумарних збирова па све до појединачних детаља и обратно.

писа ради разматрања питања од значаја за PIFC. У том смислу, неопходно је адекватно интерно повезивање као приоритет за оптимално функционисање СНУ, као и екстерно повезивање које се односи не само на сарадњу са ДРИ, већ и на приватне организације за интерну ревизију, професионална тела која се баве ревизијом и рачуноводством, као и релевантне академске институције у земљи, али и у иностранству. Важно је и повезивање са СНУ из других земаља, при чему се заједнички проблеми на успостављању и спровођењу PIFC могу решавати разменом искустава. Везу и сарадњу система PIFC и ДРИ, ће одржавати Министарство финансија преко СНУ. Њихова блиска сарадња и конструктивни дијалог су од суштинске важности за остваривање свеобухватног и ефективног система управљања јавним средствима.

Посебно је актуелно разматрање радњи које се предузимају против значајних неправилности и превара, које не спада у потпуности у састав PIFC. Неопходно је интерне ревизоре и главне учеснике укључене у PIFC упознати са начинима деловања у случају откривања значајних неправилности или превара. Један од пројеката у блиској будућности треба да има за циљ целокупно разматрање ове области.

У циљу унапређења интерне ревизије у наредном периоду неопходно је, између осталог, сагледати и унапредити постојеће контролно окружење, као и целокупан законодавни оквир.

3.2. Постојеће контролно окружење интерне ревизије

Постојеће контролно окружење представља „оквир“ који утиче и у коме се успоставља и развија систем PIFC и у оквиру њега интерна ревизија. Институционални оквир у контролном окружењу чине:

- Народна скупштина;
- Влада;
- Државна ревизорска институција;
- Министарство финансија (са свим својим институцијама);
- Министарства и други органи државне управе, као што су у оквиру појединих министарстава организоване инспекцијске службе, које обављају послове инспекцијског надзора у складу са законима и подзаконским актима;
- Управа за јавне набавке;
- Комисија за заштиту права понуђача;
- Републичка дирекција за имовину Републике Србије;

- Локална самоуправа, која је у надлежности служби за буџетску инспекцију и интерну ревизију на локалном нивоу, као и органа локалне самоуправе;
- Организације обавезног социјалног осигурања.

Институционални оквир утиче на интерну ревизију, а интерна ревизија у таквом постојећем окружењу треба да се избори за своје што боље место и улогу која јој и припада.

3.3. Законодавни оквир интерне ревизије у јавном сектору

Реформом интерне финансијске контроле и интерне ревизије у јавном сектору у РС, која је започета је 2002. године, усвајањем Закона о буџетском систему и доношењем низа подзаконских аката, регулисана је била интерна ревизија на централном нивоу у Министарству финансија са задатком обављања интерне ревизије у јавном сектору.

Изменама и допунама Закона о буџетском систему из октобра 2006. године прописана је обавеза да корисници јавних средстава успоставе одговарајуће системе интерне контроле (сет правила и процедура и одговорности свих запослених), да се успостави организационо и функционално независна децентрализована интерна ревизија и обезбеди хармонизација методологије и стандарда за FMC и IA у јавном сектору, формирањем СНУ у Министарству финансија.

На основу Закона о буџетском систему, а у циљу развијања и примене PIFC, као свеобухватног система интерне контроле, донети су подзаконски акти, од којих су најзначајнији:

- Правилник о заједничким критеријумима и стандардима за успостављање и функционисање система финансијског управљања и контроле у јавном сектору (“Сл. гласник РС”, број 82/07);
- Приручник за финансијско управљање и контролу;
- Правилник о заједничким основама, критеријумима и задацима за рад финансијске службе директног корисника буџетских средстава (“Сл. гласник РС”, број 123/03);
- Правилник о заједничким критеријумима за организовање и стандардима и методолошким упутствима за поступање интерне ревизије у јавном сектору (“Сл. гласник РС”, број 82/07).
- Приручник за интерну ревизију;

- Уредба о буџетском рачуноводству ("Службени гласник РС", бр. 125/03 и 12/06);
- Правилник о начину припреме, састављања и подношења финансијских извештаја корисника буџетских средстава и корисника средстава организација обавезног социјалног осигурања ("Службени гласник РС", бр. 51/07 и 14/08).

Осим наведених, битни су и следећи кључни прописи:

- Закон о спречавању сукоба интереса, при вршењу јавних функција;
- Закон о раду;
- Закон о платама у државним органима и јавним службама;
- Закон о јавним набавкама;
- закони из области обавезног социјалног осигурања;
- Уредба о начелима за унутрашње уређење и систематизацију радних места у министарствима, посебним организацијама и службама Владе.

Дакле, на основу Законодавног оквира, потребно је потпуно успоставити организационе структуре, опише послова и критеријуме за праћење радних учинака и оцењивање запослених, начин делегирања радних задатака и линије извештавања у систему PIFC.

Такође, Акциони план уз стратегију представља план активности везаних за развој FMC и IA у јавном сектору и обухвата: заједничке активности, активности везане за IA и за спровођење FMC, а планиран је да се реализује у периоду од октобра 2009. до децембра 2014. године. Нажалост, има кашњења у његовој реализацији. За успостављање система PIFC, потребно је да сви субјекти у јавном сектору направе своје планове и реализују их уз помоћ СНУ.

Закључак

Да би успостављање и јачање IA у оквиру система PIFC било у складу са опште прихваћеним стандардима, у наредном периоду потребно је:

- развијати СНУ у Министарству финансија,
- дограђивати прописе и процедуре везане за PIFC - ажурирати секундарне и терцијарне прописе као што су правилници, приручници, стандарди за интерну ревизију, етички кодекс, шаблони стандардних описа послова и остала неопходна упутства,
- давати смернице за потпуно успостављање и развијање IA,

- ускладити временски оквир за успостављање IA,
- развити стратегију обуке лица задужених за PIFC, а нарочито развити стратегију за обуку и сертификавање интерних ревизора у јавном сектору,
- формирати јединице за интерну ревизију,
- успоставити механизме сарадње и праћења развоја PIFC,
- реализовати у потпуности активности за PIFC предвиђене акционим планом у свим субјектима јавног сектора.

Систем PIFC и у оквиру њега IA биће подложни сталним променама и развоју. Како би се систем имплементирао, СНУ преко Министарства финансија треба да предлаже Влади унапређење Стратегије и Акционог плана, да врши обуку, предупредује и решава проблеме, пружа помоћ и даје усмерења у раду и да предлаже одговарајућа решења за успостављање и унапређење система PIFC, а нарочито интерне ревизије.

Интерна ревизија мора пружати консултантске услуге, тако што ће одређене процедуре бити измењене и одређене контроле преуређене.

Жељено стање јесте, да се уз адекватно руковођење, квалитетно пословање и спровођење интерне контроле, интерна ревизија у суштини, све мање бави ревизијом инерних контрола, а да се све више посвети ревизији пословања и пружа препоруке руководству, ради унапређења свих функција и целокупног пословања. На тај начин смањују се ризици у пословању, помаже се руководству у квалитетнијем доношењу одлука за остваривање циљева и тиме унапређује комплетно пословање.

Литература

1. Закон о Влади („Сл. гласник РС", бр. 55/05, 71/05 - исправка, 101/07 и 65/08).
2. Закон о буџетском систему ("Сл. гласник РС", бр. 54/09, 73/2010 и 101/2010. чл. 1-114. стр. 1-64)
3. Закон о државној ревизорској институцији („Сл. гласник РС", бр. 101/2005, 54/2007. 1-65. чл. стр. 1-30)
4. INTOSAI стандарди интерне контроле за јавни сектор (INTOSAI Guidelines for Internal Control Standards for the Public Sector)
5. IIA стандарди интерне ревизије (ECIA Position Paper Internal Auditing in Europe).

6. мр Јован Чанак, „Буџетско рачуноводство у функцији реформе државне управе и хармонизација прописа“, VII саветовање професионалних рачуновођа буџетског рачуноводства, издавач СРРС Београд 2009, стр. 290.
7. Национални програм за интеграцију у ЕУ, донет закључком Владе 05 број 011-8132/2007-11, од 9. октобра 2008.
8. Правилник о заједничким критеријумима и стандардима за успостављање и функционисање система финансијског управљања и контроле у јавном сектору („Сл. гласник РС“, бр. 82/2007. чл. 1-16. стр. 1-6)
9. Правилник о заједничким основама, критеријумима и задацима за рад финансијске службе директног корисника буџетских средстава („Сл. гласник РС“, бр. 123/2003, чл. 6 стр. 2)
10. Правилник о заједничким критеријумима за организовање и стандардима и методолошким упутствима за поступање интерне ревизије у јавном сектору, донео министар финансија („Службени гласник РС“, бр. 82/2007. чл. 1-36. стр. 1-18)
11. Стратегија развоја интерне финансијске контроле у јавном сектору у Републици Србији („Сл. гласник РС“, бр. 61/09 од 04.08.2009, стр. 3-28)
12. Support for Improvement in Governance and Management - Подршка у побољшању управљања иницијатива OECD
13. Уредба о буџетском рачуноводству („Сл. гласник РС“, бр. 125/2003, 12/2006. чл. 1-21. стр. 1-11)
14. Уредба о раду, овлашћењима и обележјима буџетске инспекције („Сл. гласник РС“, бр. 10/2004, 04/2007, 84/2007. чл. 1-18. стр. 1-4)

Снежана
ЈОВИЧИЋ *маст. екон.**

Фер вредност у условима финансијске кризе

Резиме

Према МРС 39, фер вредност се дефинише као износ за који се средство може разменити, или обавеза измирити, између обавештених, вољних страна у независној трансакцији. Фер вредност се користи за вредновање финансијских инструмената, али и у друге сврхе. Недавна финансијска криза довела је до опадања цена финансијских инструмената. То је подстакло нове дискусије у вези са употребом фер вредности, као и нове критике. Након осврта на употребу фер вредности и карактеристике недавне финансијске кризе, у последњем делу се разматрају критике упућене на рачун фер вредности током финансијске кризе, пре свега ефекат заразе и процикличност.

Кључне речи: фер вредност, финансијска криза, неликвидност, ефекат заразе, процикличност.

Увод

У земљама широм Европе, ентитети чијим се акцијама тргује на берзи у обавези су да састављају финансијске извештаје применом Међународних рачуноводствених стандарда (МРС) односно Међународних стандарда финансијског извештавања (МСФИ), донетих од стране Одбора за Међународне рачуноводствене стандарде. Примена ових стандарда подразумева и примену фер вредности за вредновање одређених облика имовине и обавеза. Фер вредност се користи приликом иницијалног и накнадног одмеравања, а начин њеног утврђивања дефинише се стандардима који прописују њихову употребу.

Дебате о фер вредности воде се практично од њеног увођења, а додатне расправе су само

интензивирани после избијања финансијске кризе. Финансијска криза је започела на хипотекарним тржиштима САД. Релаксирана политика одобравања хипотекарних кредита омогућила је да становништво са нижим примањима дође до крова над главом. Експанзија кредита довела је до раста цене некретнина на тржишту. Са друге стране, зајмодавци су зарад остваривања зараде и преношења ризика на друге отпочели процес секјуритизације хипотекарних кредита. Са растом каматне стопе јавили су проблеми у отплати хипотекарних кредита, што је довело до раста стопе неизвршења обавеза плаћања становништва. Долази до повећања понуде на тржишту некретнина и постепеног пада цена.

Од почетка увођења фер вредности као основе за одмеравање имовине води се полемика о

*) Саветник у Републичкој агенцији за електронске комуникације

истој међу састављачима финансијских извештаја, ревизорима и бројним осталим корисницима. Финансијска криза је била праћена падом цена различитих финансијских инструмената. Са становишта финансијских институција, које у својим билансима имају значајан удео финансијских средстава и обавеза то је значило евидентирање огромних губитака, па чак и банкротства. Као резултат тога, покренуте су расправе о улози фер вредности у ширењу финансијске кризе.

Циљ рада је да укаже на основне проблеме и критике упућене на рачун примене фер вредности као основе за процењивање у светлу недавне финансијске кризе. Рад је подељен у три целине. Први део се бави концептом фер вредности и њеном применом према МРС/МСФИ. У другом делу дат је краћи осврт на недавну финансијску кризу, која је била повод за нова противљења примени фер вредности. Трећи део се бави утицајем финансијске кризе на коришћење фер вредности односно последицама њене примене на финансијске извештаје и пословање пре свега финансијских институција које су биле прве на удару финансијске кризе.

1. Примена фер вредности према МРС/МСФИ

У светлу финансијске кризе, највише пажње привукла је примена фер вредности за вредновање финансијских инструмената. Чињеница је да стандарди предвиђају примену фер вредности за вредновање финансијских средстава и обавеза, али постоје и категорије финансијских инструмената за које није предвиђено њено коришћење. За вредновање финансијских инструмената предвиђен је миксирани модел; могу се вредновати применом амортизоване вредности или фер вредности, у зависности од категорије у коју су сврстани. Према тренутно важећем стандарду који регулише питање признавања и одмеравања финансијских инструмената, **Међународном рачуноводственом стандарду 39**, финансијска средства могу се сврстати у једну од следеће четири категорије: финансијска средства по фер вредности кроз биланс успеха, инвестиције које се држе до доспећа, зајмови и потраживања и финансијска средства расположива за продају. Финансијске обавезе се деле у две групе: финансијске обавезе по фер вредности у билансу успеха и остале финансијске обавезе. При иницијалном признавању користи се фер вредност, која се за одређене категорије увећава за трошкове трансак-

ције. Код накнадног процењивања по фер вредности одмеравају се финансијска средства и обавезе по фер вредност кроз биланс успеха и хартије од вредности расположиве за продају. За остале категорије користи се амортизована вредност.

Примена фер вредности није ограничена само на процењивање финансијских инструмената. Нашла је примену у вредновању осталих материјалних и нематеријалних улагања.

Фер вредност се према МРС/МСФИ користи и приликом тестирања имовине на обезвређење. Неопходно је утврдити, да ли је дошло до умањења вредности имовине, услед пада тржишне вредности, промена у технолошком, тржишном, економском или законском окружењу, услед застарелости или услед физичког оштећења средстава, и сл.

За средства, која се не вреднују по фер вредности, ентитет на крају сваког извештајног периода треба да процени да ли постоје било какве назнаке да је вредност средства умањена и, уколико исте постоје, потребно је да изврши процену надокнадивог износа. Надокнадиви износ је виша вредност између фер вредности умањене за трошкове продаје и употребне вредности.

Начин утврђивања фер вредности као основе за процењивање дефинисан је у самим стандардима који предвиђају употребу фер вредности било при иницијалном или накнадном процењивању. Генерално, можемо рећи да се фер вредност најпре утврђује на основу расположивих тржишних цена средстава за које постоји активно тржиште. Уколико конкретно средство не можемо наћи на таквом тржишту, полази се од цена последњих трансакција или цена сличних средстава, са одређеним корекцијама, и на крају користе се технике процене које се заснивају на дисконтовању будућих користи односно новчаних токова од поседовања посматраног средства.

2. Кратак осврт на финансијску кризу

Финансијска криза, која је кулминирала током 2008. године изазвала је далекосежне последице по светску економију и привукла пажњу шире јавности. Иако се узроцима и последицама и даље истражује, постоји опште слагање да је све почело на хипотекарном тржишту САД.

Период експанзије на тржишту некретнина у САД је уследио као последица емитовања *subprime* (другоразредних) кредита. Ови кредити су намењени субпримарним дужницима, дужницима које одликује нижи доходак и низак кредитни рејтинг. Услед наведеног, долази до значајног раста учешћа субпримарних хипотекарних кредита, који су у 2006. години чинили скоро половину укупно одобрених хипотекарних кредита¹.

Релаксирани услови за добијање кредита омогућили су да велики број људи, који до тада нису испуњавали услове за добијање кредита, реше стамбено питање. Новонастале околности покренуле су експанзију тражње на тржишту некретнина, што је довело до раста њихових цена. Раст цена некретнина условио је и спекулативно понашање и куповину некретнина, у очекивању њиховог даљег раста и тиме допринело стварању балона.

Са друге стране, зајмодавци нису задржавали *subprime* кредите, већ су се упустили у процес секјуритизације, што им је донело зараду, омогућило преношење ризика и обезбедило нова средства за наставак процеса одобравања хипотекарних кредита.

Секјуритизација је процес којим се неликвидни дуговни финансијски инструменти, у виду зајмова и потраживања, претварају у ликвидне хартије од вредности које се везују за конкретну активу. Секјуритизација је процес препакивања неликвидних инструмената којима се подиже кредитни рејтинг и који на тај начин проналазе бржи пут до инвеститора на финансијском тржишту. Почетак секјуритизације везује се за америчка хипотекарна тржишта, и проузрокован је потребом за обезбеђивањем додатних извора финансирања².

Инвеститори који су куповали хартије од вредности са покрићем у хипотекарним кредитима (енг. *MBS - Mortgage Backed Securities*) били су изложени проблему информационе асиметрије, јер нису били упознати са стварним нивоом присутног ризика. Наиме, специјализоване агенције, *Fannie Mae* (*Federal National Mortgage Association*) и *Freddie Mac* (*Federal Home Loan Mortgage Corporation*) су, уз покриће државе, биле вољне да преузму ризик од издавања

subprime кредита. Поред тога, рејтинг агенције су, потцењујући ризик, доделиле високе рејтинге хипотекарним заложницима емитованим на *subprime* кредитима. Инвеститори су се ослањали на информације рејтинг агенција и веровали да поседују квалитетне хартије од вредности³. С обзиром на додељене високе рејтинге, инвеститори су, верујући да се ради о скоро безризичним хартијама, уложили значајна средства у хартије од вредности са покрићем у хипотекарним кредитима.

Све је функционисало добро, док су дужници отплаћивали обавезе и док су цене некретнина расле. Међутим, временом је дошло до пораста каматних стопа, што је створило проблеме у отплаћивању преузетих обавеза од стране дужника. Раст каматних стопа на хипотекарне кредите означио је почетак краја раста цена некретнина. Услед немогућности отплате, зајмодавци су дошли у посед некретнина. Смањење експанзије хипотекарних кредита и пораст понуде на тржишту некретнина довели су до пада њихових цена и проблема са ликвидношћу. Пад цена некретнина довео је до преиспитивања рејтинга хипотекарних заложница, а резултат је било значајно деградирање претходног рејтинга. Као последица наведеног, инвеститори су желели да се ослободе ових ризичних хартија од вредности.

Инвестиционе банке, које су у свом поседу имале значајан проценат поменутих хартија од вредности, базираних на *subprime* кредитима, забележиле су огромне губитке, па чак и банкротства. Прве у таласу посртања финансијског система нашле су се британска банка *Northern Rock*, већ у фебруару 2008. године и америчка *Bear Stearns*, током марта исте године. Ланчана реакција довела је до новог таласа банкротства познатих великих инвестиционих банака у септембру 2008⁴.

Криза је проузроковала бројне ланчане реакције и угрозила стабилност читавог финансијског система. Као последица глобализације и повезаности финансијских тржишта, криза финансијског тржишта Америке, проширила се и на остатак света.

Дешавања на секундарном хипотекарном тржишту нарушила су односе између финан-

1) Голубовић, Н., „Анатомија глобалне финансијске кризе и импликације за земље Централне и Источне Европе“, *Теме* 33.2 (2009), стр. 473 – 474.

2) Више о процесу секјуритизације код: Шошкић, Д., и Б. Живковић, *Финансијска тржишта и институције*, 2007, стр. 290-319.

3) Видети: Божовић, М., Урошевић, Б. и Б. Живковић, Осврт 5. Глобала финансијска криза: узроци и последице по Србију и регион, *Квартални мониторинг*, бр. 14/2008, стр. 94.

4) Видети: Божовић, стр. 95.

сијских институција и проузроковала кризу поверења. Криза поверења условила је опадање инвестиција, јер су инвеститори почели да се повлаче из ризичних послова са финансијских тржишта, а услед смањења расположивих средстава уследила је криза ликвидности. Опадање активности на тржишту довело је до пада берзанских индекса и до пада цена осталих финансијских инструмената.

Са становишта финансијског извештавања пад цена финансијских инструмената на финансијском тржишту, за финансијске институције, које у поседу држе велики проценат финансијских инструмената, значио је евидентирање значајног умањења вредности и признавање огромних губитака.

3. Фер вредност у условима финансијске кризе

При тражењу узрочника недавне финансијске кризе, противници фер вредности решење су видели у употреби фер вредности при рачуноводственом обухватању финансијских инструмената, који имају значајан удео у билансима банака и осталих финансијских институција. Примена фер вредности у вредновању финансијских инструмената подразумева да се свака промена фер вредности на крају извештајног периода евидентира било кроз промене резултата односно признавање добитака и губитака у билансу успеха или преко укупног осталог резултата. Евидентирање промене фер вредности зависи од категорије у коју је сврстан посматрани финансијски инструмент.

Извештавање о финансијским инструментима одувек је изазивало бројне полемике. Пад вредности финансијских инструмената током финансијске кризе, као што је наведено, довео је до признавања великих губитака у билансу успеха банака. То је био повод да се упуте нове критике на рачун фер вредности.

Критике су упућене из разних извора, али су међу њима најгласније финансијске институције које су највише погођене недавном финансијском кризом. Да ли је за то крива фер вредност? Заговорници фер вредности истичу да је фер вредност само гласник који репрезентује резултате прошлих одлука. Противници фер вредности истичу да, ако није главни

узрочник, да је она макар допринела продубљивању финансијске кризе.

У периоду пре кризе, односно у условима стабилних тржишта, сматра се да је тржишна цена најбољи показатељ фер вредности. Са становишта састављача финансијских извештаја, тржишна цена има бројне предности. Доступна је директно са тржишта и тиме је једноставна за утврђивање, транспарентна и објективна. Међутим, у периодима кризе на финансијским тржиштима, овај начин утврђивања фер вредности доводи се у питање. Тржишна цена, у стабилним условима, требало би да одражава све расположиве јавне информације и да самим тим одражава фундаменталну вредност, која одговара садашњој вредности будућих новчаних токова које ће генерисати посматрано средство.

Према МРС 39, фер вредност се дефинише као износ за који се средство може разменити, обавеза измирити, између обавештених, вољних страна у независној трансакцији. Међутим, ситуација на тржишту не подржава увек претходно наведену дефиницију, нарочито не у условима финансијске кризе, када тржишта постају мање активна и када се јавља проблем неликвидности.

Када на тржишту постоје проблеми са ликвидношћу, како истичу Allen и Carletti⁵, тржишна цена није једнака фундаменталној вредности, односно не одражава будуће новчане токове. У таквим условима она представља одраз расположивог обима ликвидности који стоји на располагању купцима. Стога, када су тржишта неликвидна, они сматрају да није корисно употребљавати тржишне цене, јер се тако може угрозити и солвентност банака, чак и ако су оне способне да измирију обавезе, уколико би пословале до рока доспећа истих.

Поред тога, у прилог томе да у условима кризе не треба користити тржишну цену, односно да не треба користити рачуноводство фер вредности када се користе тржишне цене (енг. mark-to-market), говори и модел који су у свом раду представили Plantin, Sapra и Shin⁶. Наведени аутори су истраживали и поредили ефикасност рачуноводства фер вредности у случају када се користе тржишне цене и рачуноводство историјског трошка. Између осталог, дошли су до закључка да када је актива ликвидна, предност треба дати рачуноводству фер вредности, јер показује мање неефикасности од рачу-

5) Видети: Allen, F., and E. Carletti, "Mark-to-market accounting and liquidity pricing", *Journal of Accounting and Economics* 45, 2008, p. 359.

6) Видети: Plantin et. al. "Marking to Market: Panacea or Pandora's Box?", *Journal of Accounting Research*, 2008, p. 438 и 457.

новодства историјског трошка. Обрнута ситуација важи за неликвидну активу, када се предност даје рачуноводству историјског трошка. Plantin, Sapra и Shin су у свом истраживању пошли од модела историјског трошка, без узимања у обзир обезвређења, али су указали да, када се узме у обзир и обезвређење, историјски трошак показује додатну неефикасност која зависи од природе обезвређења.

Allen и Garletti⁷ су показали и да примена рачуноводства фер вредности у варијанти када се користе тржишне цене доводи до ефекта заразе, до које не би дошло да се користи историјски трошак. Они су проучавали ефекат заразе на примеру банака и осигуравајућих компанија, када обе групе финансијских институција поседују дугорочну активу. Наиме, када се примењује историјски трошак, књиговодствена вредност активе банке није под утицајем банкрота осигуравајућих компанија и резултирајућих тржишних цена. Међутим, када се примењује фер вредност, вредност активе банака зависи од цене на тржишту која је у условима банкротства осигуравајућих компанија нижа, с обзиром да је продају по ликвидационим ценама. Таква нижа цена представља основ за вредновање активе банака, што може условити проблеме у функционисању те банке и тако редом.

Проблем банака је у томе што морају да задовоље и захтеве рачуноводствених стандарда и упоредо да поштују захтеве централних банака у погледу минималног адекватног нивоа капитала. Условљене захтевима за минималном адекватношћу капитала, банке су често принуђене да продају активу по нижим ценама, како би одржале тражени ниво. Као последица примене фер вредности, нижа цена представља основ за евидентирање средстава у финансијским извештајима осталих финансијских институција, што даље може допринети угрожавању њиховог нивоа капитала и тако редом.

Ефекат заразе се користи као аргумент који указује на проциклично дејство фер вредности током силазне путање циклуса. Наиме, сматра се да у условима опадајућих тржишта доводи до још већег пада вредности финансијских инструмената, док у условима раста доприноси даљем расту на тржишту и стварању балона.

Да ли је фер вредност заснована на тржишној цени крива за ефекат заразе? Laux и Leuz⁸

наводе неколико аргумената који указују да постојећи рачуноводствени стандарди садрже одредбе које спречавају ширење заразе на финансијском тржишту, а самим тим и процикличности. Као прво, стандарди прописују да тржишне цене из принудних, форсираних продајних трансакција не треба да се користе, што штити од ефекта негативног преливања између банака. Друго, стандарди допуштају употребу техника процене за утврђивање фер вредности када тржишта постану неактивна, што би требало да ублажи ефекат заразе током финансијске кризе. Трећи аргумент је да амерички FASB и, од недавно, IFRS допушта рекласификацију из фер вредности у категорију где се примењују историјски трошак и тестирање на обезвређење.

Претходно наведена дефиниција фер вредности имплицира да постоје вољни купци и продавци и да је трансакција независна, што доводи да закључка да треба искључити цене формиране приликом форсираних трансакција. Поред тога, у MPC 39 (IG 69) се претпоставља да ентитет послује на континуираној основи, односно да је испуњен услов сталности пословања и да не постоји намера нити потреба да се изврши ликвидација имовине и да се материјално умањи обим пословања или да се врше трансакције под неповољним условима. Стога, фер вредност не може бити износ који би ентитет остварио у присилној трансакцији, изношеној ликвидацији или продаји из нужде.

Када нису доступне тржишне цене са активних тржишта, стандарди допуштају примену техника процене, које би у условима финансијске кризе допринеле спречавању коришћења ликвидационих цена са тржишта, што би свакако спречило и ширење ефекта заразе између ентитета.

Уколико тржишта нису активна, прелази се на преостале начине који обухватају одређене процене, а коришћење техника процене уводи одређену дозу непрецизности у мерење. Модели односно технике процене засноване су на претпоставкама и избору инпута од стране менаџмента, што доводи у питање објективност добијених вредности. Као инпути најпре се препоручују тржишне информације. Уколико нису доступни инпути са тржишта, прелази се на одабир интерних инпута и увођења претпоставки, да би се хипотетички створили услови који би важили када би постојало активно

7) Allen, F., and E. Carletti, *Op.cit.*, p. 359–360.

8) Laux, C., and C. Leuz, "The crisis of fair-value accounting: Making sense of the recent debate", *Accounting, Organizations and Society*, 2009, p. 830

тржиште. Од примењених улазних вредности зависе и излазне вредности – односно висина процењене фер вредности. Стога, можемо очекивати да ће висина фер вредности финансијских инструмената бити различита, у зависности од примењене технике процене и инпута. Поред тога, додатни проблем је што се менаџмент оцењује на основу остварених резултата; стога, постоји опасност од субјективности процене. Постоји подстицај да менаџери утичу на коришћене инпуте како би утицали на висину фер вредности и тиме обезбедили повољније резултате ентитета.

У условима бројних критика упућених фер вредности током кризе и њену примену у вредновању финансијских инструмената, IASB је изменама Међународног рачуноводственог стандарда 39 омогућио одређене рекласификације финансијских инструмената између постојеће четири категорије. Поред MPC 39, измењен је и повезани стандард МСФИ 7 који се бави обелодањивањима о финансијским инструментима. Амандмани су донети у октобру 2008, а одредбе се примењују од јула 2008. године.

Највећи утицај на варијабилност зараде ентитета текућег периода има категорија финансијских средстава и обавеза кроз биланс успеха, с обзиром да захтева да се свака промена фер вредности директно евидентира у билансу успеха. У светлу финансијске кризе, IASB је донео амандмане на MPC 39 и омогућио да се изврши рекласификација одређених финансијских инструмената из категорије средстава и обавеза које се воде по фер вредности кроз биланс успеха, у категорију хартија од вредности расположивих за продају, и у категорију по амортизованој вредности.

Амандмани су донели значајне промене које су омогућиле смањење употребе фер вредности. Ентитет, у зависности од намере, одређује категорију финансијског инструмента, а самим тим и начин њеног вредновања. Рекласификација омогућава да се у одређеним ситуацијама, услед промене намере употребе средстава промени и категорија, а последично и основица за вредновање. Тако је, нпр., омогућена рекласификација зајмова и потраживања који су раније држани ради трговања или као расположиви за продају и који су били евидентирани по фер вредности. Уколико сада постоји намера и способност да се исти држе у догледној будућности или до доспећа, могу се рекласифи-

ковати у категорију зајмова и потраживања, који се евидентирају по амортизованој вредности⁹.

Рекласификација је омогућила смањење учешћа категорије финансијских средстава по фер вредности по биланс успеха, што би требало да омогући и смањење варијабилности зараде ентитета под утицајем осцилација фер вредности. С обзиром да је донета у условима финансијске кризе, коју одликује пад цена финансијских инструмената, она је омогућила одлагање признавања нереализованих губитака директно у билансу успеха и тиме утицала на умањење губитака, пре свега финансијских институција које су и главни корисници и гласни критичари примене фер вредности.

Поставља се питање да ли једне исте информације могу задовољити интересе инвеститора и потребе регулатора банкарског сектора.

У проналажењу одговора на ово питање треба поћи од сврхе финансијских извештаја. Према постојећем Оквиру за састављање и презентацију финансијских извештаја, који је усвојен још давне 1989. године, финансијски извештаји имају за циљ да пруже информације о финансијском и приносном положају ентитета и променама финансијског положаја током извештајног периода. Финансијски извештаји представљају извор информација о пословању ентитета, које користи широк круг корисника. Међу корисницима су свакако инвеститори, запослени, купци, добављачи, шира друштвена јавност, сви са сопственим међусобно различитим циљевима. Иако су корисници бројни, одувек су у први план стављани интереси инвеститора, који на основу расположивих информација из ових извештаја треба да донесу одлуку о улагању у одређени ентитет, повећању улагања или дезинвестирању.

Недавним изменама концептуалног оквира инвеститори и остали даваоци средстава експлицитно су истакнути као примарни корисници финансијских извештаја. Према Концептуалном оквиру за финансијско извештавање из 2010, циљ финансијског извештавања је пружање финансијских информација о извештајном ентитету, које су корисне постојећим и потенцијалним инвеститорима, повериоцима и осталим кредиторима при доношењу одлука о давању средстава ентитету. Оне су усмерене ка корисницима који морају да се ослоне на опште информације, односно који нису у ситуацији да захтевају припрему посебних информација.

9) Више о рекласификацији код: Петровић, П., „Најновије измене MPC 39 и МСФИ 7 – дозвољене додатне могућности рекласификације ХОВ и других финансијских инструмената“, *Рачуноводствена пракса 22-23/2008, CPPC*, Београд

Остали корисници, као што су регулатори, такође могу користити информације из финансијских извештаја, али оне нису усмерене ка њима, већ ка инвеститорима¹⁰.

Из претходно наведених циљева Концептуалног оквира јасно се види да су финансијски извештаји намењени инвеститорима и да треба да пруже потребне информације које им омогућавају доношење одлуке о даљим улагањима. За инвеститоре је релевантна фер вредност, која треба да одрази економску стварност и дешавања на тржишту.

Са друге стране, када је реч о регулаторима, они могу користити информације из финансијских извештаја, али треба да буду свесни коме су намењени финансијски извештаји и да имају на уму да се њихови циљеви не подударају са циљевима финансијских извештаја. Поред тога, они се сматрају групом корисника која има моћ да тражи посебне информације.

Закључак

Иако се фер вредност користи за вредновање различитих облика имовине и обавеза, у расправама се највише дискутује о употреби фер вредности у вредновању финансијских инструмената.

Финансијска криза започета на хипотекарном тржишту некретнина САД-а током 2007. године, имала је далекосежне последице по функционисање светског финансијског система. Као последица кризе поверења, повлачења средстава од стране инвеститора, дошло је пада вредности бројних финансијских инструмената и до покретања нових расправа на тему употребе фер вредности као основе за процењивање.

У условима финансијске кризе додатно се погоршава проблем поузданости фер вредности. Наиме, цене на тржишту не одражавају фундаменталну вредност односно будуће исплате, а услед немогућности употребе тржишних цена, прелази се на технике процене, праћене непрецизностима у мерењу.

Пад вредности финансијских инструмената на тржишту највише је негативно погодио билансе банака и осталих финансијских институција, које у свом портфолију имају значајан удео финансијских инструмената. Пад цена је резултат прошлих одлука и активности финан-

сијских институција из претходног периода и не би се могло рећи да је резултат примене фер вредности. Фер вредност је у финансијске извештаје пренела дешавања на тржишту.

Условљене захтевима за минималном адекватношћу капитала, банке су често принуђене да продају своју активу по нижим ценама, како би одржале тражени ниво. Као последица примене фер вредности, нижа цена представља основ за евидентирање средстава у финансијским извештајима осталих финансијских институција, што даље може допринети угрожавању нивоа њиховог капитала и тако редом. Ефекат заразе користи се као аргумент који указује на проциклично дејство фер вредности, која у условима пада тржишта доводи до још већег опадања вредности финансијских инструмената. Међутим, рачуноводствени стандарди својим одредбама пружају заштиту од ефекта заразе, кроз забрану коришћења цена из принудних трансакција, употребу техника процене услед непостојања активних тржишта и кроз нову могућност рекласификације финансијских инструмената по фер вредности кроз биланс успеха, у категорије које елиминишу односно одлажу нереализоване губитке и добитке за наредни период. Стандарди садрже механизме заштите од ефекта заразе између финансијских институција и њихових финансијских извештаја, али питање је да ли се они у довољној мери и на прави начин примењују у пракси.

Финансијски извештаји пружају информације о пословању ентитета које користи широк скуп корисника. Различити корисници имају различите циљеве, те не можемо очекивати да иста информација задовољи интересе широког круга корисника. Циљ инвеститора и циљ пруденционе банкарске регулативе се разликују. Финансијски извештаји су првенствено намењени инвеститорима, док остали корисници, као што су регулатори, могу користити информације, али оне нису усмерене ка њима.

Литература

1. Allen, F. and E. Carletti. 2008. "Mark-to-market accounting and liquidity pricing". *Journal of Accounting and Economics* 45, p. 358-378.
2. Божовић, М., Урошевић, Б., и Б. Живковић, 2008. „Осврт 5. Глобална финансијска криза: узроци и последице по Србију и регион“, *Квартални монитор*, бр. 14, стр. 94-98.

10) Више о новом Концептуалном оквиру код Шкарић-Јовановић, Кате, „Концептуални оквир МСФИ – ревизија циљева финансијског извештавања и квалитативних карактеристика финансијских“, ФИНРАР, извештаја, *ФИНРАР – Финансије, рачуноводство и ревизија*, број 2/2011, СРППС, Бања Лука

3. Голубовић, Н. 2009. "Анатомија глобалне финансијске кризе и импликације за земље Централне и Источне Европе", *Теме* 33, стр. 471-491.
4. Laux, C., and C. Leuz. 2009. "The crisis of fair-value accounting: Making sense of the recent debate", *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 34, p. 826-834.
5. Међународни рачуноводствени стандард 39, Међународни стандарди финансијског извештавања, Савез рачуновођа и ревизора Србије, 2009.
6. *Оквир за састављање и презентацију финансијских извештаја*, Међународни стандарди финансијског извештавања, Савез рачуновођа и ревизора Србије, 2009.
7. Петровић, П., 2008. „Најновије измене МРС 39 и МСФИ 7 – дозвољене додатне могућности рекласификације ХОВ и других финансијских инструмената“, *Рачуноводствена пракса*, бр. 22-23, СРРС, Београд.
8. Plantin, G., Sapra, H., and H. S. Shin. 2008. "Marking to Market: Panacea or Pandora's Box?", *Journal of Accounting Research*, Vol. 46, No. 2, p. 435-460.
9. Шкарић-Јовановић, К, 2011. "Концептуални оквир МСФИ – ревизија циљева финансијског извештавања и квалитативних карактеристика финансијских извештаја", *ФИНРАР – Финансије, рачуноводство и ревизија*, број 2, СРРРС, Бања Лука.
10. Шошкић, Д., Живковић, Б. 2007. *Финансијска тржишта и институције*, Београд, Центар за издавачку делатност Економском факултета у Београду.

мр Бојан
САВИЋ*

Специфичности консолидованог финансијског извештаја

Резиме

Сет консолидованих финансијских извештаја, приказивањем резултата, новчаних токова и финансијског и имовинског положаја групе предузећа, представља исходиште за полагање рачуна, као и економско одлучивање корисника односних информација. Наведене функције финансијских извештаја сложеног интереса представљају основне интенције његовог менаџмента - да се обликовањем финансијских извештаја допринесе реализацији циљева, како матичног предузећа, тако и групе у целини. Отуда је политика финансијског извештавања важан стратешки инструмент менаџмента. Успешно конципирање политике финансијског извештавања на нивоу сложеног интереса претпоставља познавање специфичности иманентних пословању групе предузећа као економског ентитета. У овом напису биће указано на изазове и домете обликовања финансијских извештаја групе предузећа у контексту глобализације пословања и континуиране динамике МРС и МСФИ на подручју консолидованих финансијских извештаја.

Кључне речи: појединачни и консолидовани финансијски извештаји, политика консолидованог финансијског извештавања, матично предузеће, супсидијари.

Увод

Бројни економски, правни, порески и други разлози чине атрактивним повезивање и постојање групе предузећа. Зависна, придружена и заједничка предузећа налазе се у подређеном положају у односу на матично предузеће, односно јединствена управа има моћ да одлукама битно утиче на пословање предузећа која припадају кругу консолидовања. Међународним рачуноводственим стандардима и Међународним стандардима финансијског извештавања предвиђена је обавеза састављања консолидованих финансијских извештаја за групу

као економски ентитет, као и састављања појединачних финансијских извештаја свих чланица групе.

Када је реч о сложеном интересу, потенцијални инвеститори поред информација садржаних у појединачним финансијским извештајима желе слику о целомитом економском ентитету. Основни циљ консолидованих финансијских извештаја је да пруже увид у економску ситуацију матичног и њему подређених предузећа која, у зависности од структуре групе, могу имати статус зависног, придруженог односно заједничког предузећа. Са аспекта рачуноводственог обухватања повезана предузећа третирају

* Универзитет у Београду, Пољопривредни факултет

се као један ентитет. Тако, на пример, консолидовани рачун успеха приказује приходе од продаје матичног и свих њему подређених предузећа. Корисници финансијских извештаја на тај начин добијају информације о напретку предузећа учесника у постизању дефинисаних циљева. Околност да се консолидовани финансијски извештаји састављају на основу појединачних финансијских извештаја предузећа која припадају кругу консолидовања, као и да се приликом састављања појединачних финансијских извештаја примењује одговарајућа стратегија финансијског извештавања, имплицира да одређена доза дискреције стоји на располагању врховном менаџменту и да се као таква може применити и приликом састављања консолидованих финансијских извештаја.

1. Потреба и значај састављања консолидованих финансијских извештаја

Савремени привредни токови, поред динамичних и комплексних промена у националним оквирима, обележени су и интернационализацијом и глобализацијом пословања. То у значајном степену усложњава услове у којима послују предузећа. Могућност реализације предности у домену управљања ризиком, али и других бројних економских, правних, пореских и синергијских ефеката подстакла је потребу за међусобним повезивањем предузећа по основу улагања капитала и/или путем уговора, што је даље довело до настанка значајног броја националних и међународних група, односно сложених интереса. Истовремено, развијање глобалног тржишта капитала и растуће информационе потребе билансних адресата на том подручју условиле су потребу за припремањем и публикавањем информација о имовинском, финансијском и приносном положају групе предузећа¹. Наведене информације садржане су у сету консолидованих финансијских извештаја, прецизније у билансу стања, рачуну добитка и губитка, извештају о новчаним токовима, извештају о променама на капиталу, као и напоменама уз финансијске извештаје групе. Надлежност за састављање консолидованих финан-

сијских извештаја додељена је менаџменту сложеног интереса².

Будући да су матично и њему подређена предузећа засебна правна лица, свако од њих има обавезу састављања појединачних финансијских извештаја. Међутим, услед специјалног карактера њихових међусобних релација, за потребе екстерног финансијског извештавања групу предузећа неопходно је посматрати као јединствени економски ентитет.

Када је реч о корисницима, консолидовани извештаји имају примарни значај за акционаре предузећа које врши контролу, тј. власнике предузећа које у сложеном интересу има могућност вршења контроле и значајног утицаја на пословање осталих предузећа. Потом следе акционари зависних предузећа. Интерес мањинских акционара тј. акционара који поседују неконтролисани интерес у зависном предузећу, усмерен је пре свега на предузеће чије акције поседују, услед чега на први поглед може изгледати да за њих консолидовани извештаји имају незнатну вредност. Неоспорно је да су за акционаре који поседују неконтролисани интерес кључне информације из појединачних извештаја зависног предузећа. Међутим, чињеница да је пословање предузећа у чијем власништву учествују предмет контроле менаџмента другог предузећа, захтева да приликом доношења одлука о власништву (задржавање или продаја акција) сагледају и ширу слику о економском положају групе, јер тиме добијају важне информације за предвиђање просперитета предузећа-супсидијаре. Када је реч о кредиторима матичног предузећа, њима су неопходне информације како из појединачних извештаја, тако и информације презентоване у консолидованим финансијским извештајима, будући да улагања у супсидијаре такође генеришу новчане токове који се могу употребити за измирење обавеза према кредиторима. Поред наведених, у кориснике консолидованих финансијских извештаја спадају још и добављачи, купци, држава, запослени и синдикати, као и други стејкхолдери.

1) Обавеза састављања и публикавања консолидованих финансијских извештаја постоји када између чланица групе постоји однос надређености по основу улагања капитала, затим уколико се акције групе котирају на берзи, односно уколико је поступак укључивања у берзу у току. О томе, детаљније погледати МРС 27 - *Консолидовани и појединачни извештаји*, Међународни стандарди финансијског извештавања МСФИ, СРПС Београд

2) Неопходно је указати на могућност постојања различитих организационих форми управљања групом предузећа: једна могућност је да то чини менаџмент матичног предузећа и она је прихватљива за почетне (једноставније) форме повезивања, док се друга форма у виду јединственог менаџмента сложеног интереса сматра прикладном у каснијим фазама развоја, када дати економски ентитет добије карактер вишеструког сложеног интереса, по основу унакрсног повезивања предузећа. За потребе овог рада користићемо термин *врховни менаџмент групе*. О формама повезивања предузећа детаљније погледати у: Ранковић др Ј., *Консолидовани годишњи закључак*, Економски факултет, Београд, 1994. стр. 39-45.

Консолидовани финансијски извештаји нису остали имуни на критике. Оне се у првом реду односе на чињеницу да су у њима приказане информације у високом степену агрегиране, услед чега непрофитабилни супсидијар може остати непримећен, када се његове перформансе искомбинују са перформансама осталих предузећа. Такво ограничење могуће је премостити публикавањем појединачног извештаја супсидијара, као допуне консолидованим извештајима. Друга могућност је захтев да се изврши обелодањивање о важнијим пословним сегментима. Када се пословање супсидијара разликује од пословања матичног предузећа, дефиниција сегмента може се подударати са супсидијаром³.

Околност да консолидовани финансијски извештаји не представљају замену за финансијске извештаје појединачних предузећа чланица групе, већ да су са њима комплементарни тј. обезбеђују информације о групи које није могуће докучити из појединачних финансијских извештаја, као и да су поред интерних намењени и екстерним билансним адресатима, указује на то да циљеви и задаци консолидованих и појединачних финансијских извештаја нису значајно дивергентни, односно да се политика финансијског извештавања и рачуноводствене политике, такође, могу користити за потребе обликовања финансијских информација о сложеном интересу, нарочито уколико се сагледа листа билансних адресата. Међутим, разлика између наведених финансијских извештаја, поред чињенице да консолидовани извештаји имају нешто другачије функције од финансијских извештаја појединачних предузећа, одражава се и у презентовању информација о перформансама из различитих перспектива, односно приказивању информација о различитим економским ентитетима уз фингирање њиховог правног субјективитета. Наиме, финансијски извештаји групе нису резултат закључка пословних књига које се посебно воде за потребе сложеног интереса, него се изведеним путем добијају на основу финансијских извештаја појединачних предузећа. Из збирног биланса, који се добија сажимањем истоврсних позиција преузетих из појединачних финансијских извештаја предузећа која групи припадају, посебним поступком врши се елиминисање позиција насталих по основу интерних односа матичног предузећа и његових супсидијара. Наведени интерни односи настају као резултат међусобног улагања капитала и кредитних веза,

примљених и датих аванса, испоруке роба и услуга, емитовања дужничких хартија од вредности, исплате дивиденди и др. По том основу настају међусобна учешћа у капиталу, потраживања и обавезе, као и интерни резултати. Поступак елиминисања односних позиција назива се консолидовање. Само на тај начин могуће је избећи исказивање хипертрофираних вредности појединих позиција насталих по основу двоструког обрачуна и добити релевантне информације о групи као економском ентитету.

Претходно наведене околности указују на то да је садржина политике консолидованог финансијског извештавања комплекснија у односу на ону која је релевантна за ниво појединачног предузећа и да услед тога познавање њених специфичности пружа могућност менаџменту групе да постигне дефинисане пословно-политичке циљеве, али и да генерише и презентује релевантне информације о групи. Ревизори такође морају познавати могућности обликовања финансијских извештаја сложених интереса и инструменте дискреционог карактера, како би изразили адекватно мишљење о квалитету консолидованих извештаја. Најзад, познавање садржине политике финансијског извештавања групе предузећа важно је и за билансне адресате, будући да им свест о постојању маневарског простора за обликовања финансијских извештаја пружа могућност да процене квалитет публикованих информација, као и да на одговарајући начин интерпретирају резултате добијене анализом консолидованих финансијских извештаја.

2. Оквир политике финансијског извештавања сложених интереса

Прецизније утврђивање оквира политике финансијског извештавања претпоставља дефинисање принципа и премиса на којима се састављање консолидованог закључка заснива, а чије значење се може разликовати у односу на исходште релевантно за припремање финансијских извештаја појединачних предузећа. Свакако најзначајнију разлику у односу на појединачне финансијске извештаје представља *принцип правне фикције*, односно *економског јединства*, према коме се чланице групе посматрају као несамостални сегменти јединственог предузећа, чиме је истовремено могуће објаснити потребу за консолидовањем позиција

3) Fischer R., Taylor W., Cheng R., *Advanced accounting*, 11e, „SOUTH-WESTERN CENGAGE Learning“, 2010, p. 59.

насталих по основу учешћа у капиталу, кредитних веза и међусобних испорука.

Наредни, *принцип потпуности* односи се на дефинисање круга консолидовања и сагласно томе, претпоставља да се у финансијске извештаје сложеног интереса инкорпорирају финансијски извештаји свих предузећа која припадају сложеном интересу, пре свега матичног и зависног (зависних) предузећа, а уколико матично предузеће врши значајан утицај односно заједничку контролу, неопходно је обухватити и финансијске извештаје придружених и заједничких предузећа, респективно⁴.

Принцип сталности са аспекта консолидованог биланса има две димензије: прва се односи на сталност круга консолидовања, док се друга испољава кроз доследну примену метода консолидовања и рачуноводствених политика групе, како би се обезбедила упоредивост консолидованих финансијских извештаја током времена.

Најзад, *принцип економичности* претпоставља равнотежу између трошкова припремања и користи од публиковања финансијских информација и као такав има немодификовано значење за све облике и нивое финансијског извештавања.

Осим принципа консолидовања, припремање финансијских информација које поседују квалитативне одлике дефинисане Концептуалним оквиром претпоставља и уважавање одредаба Седме директиве ЕУ, као и захтева садржаних у појединим рачуноводственим стандардима који проблематику консолидовања детаљније уређују: МРС 27 - *Консолидовани и појединачни извештаји*, МРС 28 - *Рачуноводствено обухватање улагања у придружена предузећа*, МРС 31 - *Финансијско извештавање о интересима у заједничким подухватима*, МСФИ 8 - *Пословни сегменти*, МРС 24 - *Обелодањивање односа са повезаним странама*. Процес континуираног унапређења МРС и МСФИ резултирао је између осталог увођењем нових стандарда у подручју консолидованог извештавања током 2011. године, а чија обавезна примена је предвиђена од 1. јануара 2013. године. Реч је о следећим стандардима: МСФИ 10 - *Консолидовани финансијски извештаји*, МСФИ 11 - *Заједнички подухвати* и МСФИ 12 - *Обелодањивање учешћа у осталим предузећима*. Наведеним стандардима прецизирају се поступци допуштени за

потребе израде консолидованих финансијских извештаја, као и информације које је неопходно обелоданити у њима. Њихово доношење и имплементација имаће значајне реперкусије на оквир политике финансијског извештавања, због тога што су донети као саставни део програма хармонизације рачуноводствене праксе, услед чега се подручје политике финансијског извештавања додатно сужава.

Претходно побројани стандарди сугеришу да процес консолидовања претпоставља да састављачи консолидованих финансијских извештаја врше релевантне изборе и просуђивања, што представља додатни аргумент да је преко политике финансијског извештавања могуће извршити одговарајући утицај на садржину консолидованих финансијских извештаја, а тиме и на одлуке билансних адресата.

Осим принципа, оквир политике консолидованог финансијског извештавања опредељују и квалитативне одлике информација дефинисаних у Концептуалном оквиру уз МРС. Другим речима, циљно обликовање финансијских информација не сме довести у питање њихову релевантност, веродостојно презентовање (а то значи да оне морају бити потпуне, без материјалних грешака и неутралне). Најзад, припремљене информације одликују разумљивост, благовременост, проверљивост и упоредивост.

У контексту политике финансијског извештавања сложеног интереса, односно њених инструмената, наведене одлике информација представљају ограничења у смислу да је неопходно правилно интерпретирање и примена рачуноводствених политика у оквирима предвиђеним појединим стандардима, као и њихова примена на конзистентној основи, затим да процене и просуђивања врховне управе групе предузећа морају да буду вршене на фер начин, без намере да се изврши обмана корисника и изазове доношење по кориснике неповољних диспозиција. Надаље, припремљене информације неопходно је благовремено публиковати, дакле у тренутку када су релевантне за доношење одлука. Консолидоване финансијске извештаје треба да одликује висок степен транспарентности, што указује да за политику дискреције и прећуткивања нема места.

Из претходног проистиче да је политика финансијског извештавања сложеног интереса

4) МРС 27 - *Консолидовани и појединачни извештаји* предвиђа могућност изузимање из круга консолидовања оних зависних предузећа у којима матично предузеће привремено није у могућности да врши контролу услед рестриктивних законских прописа у одређеној земљи. У том случају захтева се приказивање појединачних финансијских извештаја ентитета који је из консолидовања изостављен.

прихватљива само у контексту тзв. информационе перспективе обликовања финансијских информација, односно да је она примарно у функцији преношења одговарајућих приватних сигнала врховног менаџмента корисницима финансијских извештаја. Такав приступ треба да помогне корисницима да ефикасније разумеју приказане информације у појединачним и консолидованим извештајима, као и да што боље сагледају просперитет појединачних предузећа и групе. У прилог томе говори и чињеница да група контролише енормни капитал и да неповољне импликације услед погрешних одлука билансних адресата, често превазилазе националне оквири.

3. Мотиви циљног обликовања финансијских извештаја сложеног интереса

Мотиви за циљно обликовање финансијских извештаја појединачних предузећа, сагласно позитивној рачуноводственој теорији, могу се сумирати у виду сета хипотеза које се односе на бонус план, уговорне подстицаје и политичке трошкове. Приликом разматрања консолидованих финансијских извештаја као предмета политике финансијског извештавања, неопходно је испитати релевантност наведених хипотеза. Менаџмент сложеног интереса обликује финансијске извештаје тако да придобије инвеститоре и охрабри повериоце да неопходан капитал трајно или привремено уступе групи тј. њеним чланицама. Такође, наведеним поступцима настоји да успостави пословне односе са трећим лицима (предузећима изван групе) који доприносе креирању токова вредности. Све ово срачунато је у крајњој инстанци на испуњење одредби уговора о компензацијама, односно максимизовању личне користи за менаџмент. Наведено говори у прилог да су *хипотеза о бонус исплатама*, као и уговорна перспектива важан елемент понашања менаџмента и на нивоу сложеног интереса.

У појединачним предузећима која припадају групи, менаџмент се може у циљу минимизовања пореског терета одредити за политику исказивања нижег резултата и сагласно томе, применити конзервативне рачуноводствене политике. Међутим, околност да консо-

лидовани финансијски извештаји само у изнимним случајевима представљају основу за одмеравање пореског терета, сугерише да ће се менаџмент пре одредити за политику исказивања виших резултата. Додатни аргумент за такву претпоставку је и притисак са тржишта капитала у погледу профитабилности, као претпоставке за обезбеђење приноса инвеститора, или захтев повећања капитала, како би се избегао ризик делистирања са берзе. Претходно наведене околности нису конзистентне са *хипотезом о политичким трошковима*, а која је релевантна на нивоу правно самосталних предузећа. Из претходног не треба изводити закључак да ће се консолидовани финансијски извештаји у свим околностима обликовати у правцу повећања исказаног резултата сложеног интереса, већ да питање опорезивања углавном није од значаја из перспективе економског јединства.

И поред чињенице да само у изузетним случајевима представља основу за расподелу⁵, добитак сложеног интереса може бити предмет обликовања наниже, као саставни део стратегије врховног менаџмента у условима када настоји да акционаре појединих предузећа увери да је неопходно задржавање добити унутар групе, уместо његовог дистрибуирања у виду дивиденди. Тиме управа жели да обезбеди не само изворе за отплату обавеза према трећим лицима или финансирање профитабилних пројеката, него и могућност да под знатно повољнијим условима од тржишних, пружи финансијску помоћ проблематичним чланицама групе. Наведени избор релевантан је у условима када су циљеви врховне управе усмерени на унапређење финансијског положаја групе.

Осим политике флукутирајућег добитка тј. обликовања исказаног резултата навише и наниже, сагласно владајућим приликама, у условима када се група котира на берзи и по том основу постоје одређени ризици, уједначавање добити такође може бити задатак додељен политици финансијског извештавања сложеног интереса.

Када је реч о осталим мотивима неопходно је пре свега указати на напоре да се ојача репутација и преговарачка позиција сложеног интереса, капитализују шансе и избегну опасности са којима се при вођењу пословања суочава врховни менаџмент сложеног интереса.

5) С тим у вези, у литератури се наводи пример јапанских менаџера који упркос комерцијалним законима предвиђеном обавезом исплате дивиденди на основу резултата исказаних у појединачним финансијским извештајима, дивиденде декларишу на основу резултата исказаног у консолидованом рачуну успеха. Детаљније о томе Shuto A., Earnings Management to Exceed the Threshold: A Comparative Analysis of Consolidated and Parent-Only Earnings, *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 20, No. 3, p. 206.

4. Структура политике финансијског извештавања сложених интереса

Добијање целовите слике о инструментима који стоје на располагању менаџменту у спровођењу политике консолидованог финансијског извештавања имплицира потребу за приказивањем претпоставки консолидовања, којима се обезбеђују формална и материјална упоредивост наведених финансијских извештаја⁶. Принципи и претпоставке консолидовања указују да циљеве политике финансијског извештавања није могуће реализовати дискреционом променом билансних шема, променом дана биланса, као ни изостављањем одређеног предузећа из круга консолидовања, уколико не постоје оправдани разлози за такву одлуку. Истовремено, принципи, претпоставке и методе консолидовања конституишу политику консолидовања која заједно са реалним економским одлукама тј. структурним трансакцијама и рачуноводственим политикама заокружује инструментаријум који врховном менаџменту стоји на располагању за потребе обликовања финансијских извештаја, не само појединачних предузећа чланица, него и целокупног сложеног интереса. (Погледати приказ 1) Сваки од наведених сегмената политике финансијског извештавања биће размотрен у наставку рада.

Са аспекта тренутка примене, инструменте политике биланса могуће је класификовати на мере које врховна управа спроводи пре и мере које се реализују након дана консолидованог биланса.

4.1. Инструменти политике финансијског извештавања пре дана биланса

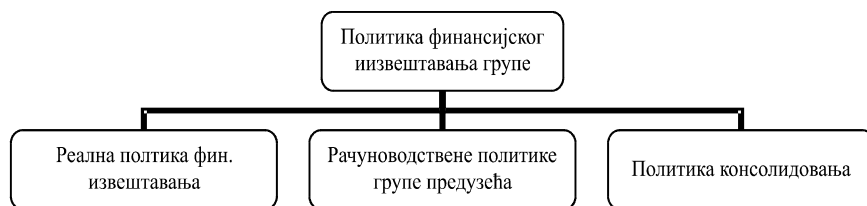
Када је реч о инструментима који се предузимају пре дана биланса, доминантно место свакако припада реалним економским одлукама. Полазну основу за примену политике

финансијског извештавања на подручју структурних трансакција и рачуноводствених политика чини могућност вршења доминантног утицаја на зависно, односно значајног утицаја на асоцирано предузеће од стране јединствене управе. Дакле, да би се уопште могло говорити о политици финансијског извештавања сложеног интереса, неопходан услов јесте да матично предузеће врши контролу над пословном и финансијском политиком предузећа у чијем капиталу партиципира, а у циљу стицања користи од наведених активности. Потпуно разумевање могућности обликовања појединачних, а тиме и консолидованих финансијских извештаја, претпоставља прецизно дефинисање подручја пословне и финансијске политике. Наиме, пословна политика предузећа инкорпорира сет парцијалних политика - набавку, производњу, маркетинг, продају, људске ресурсе као и инвестициону политику. Подручје финансијске политике покрива политику дивиденди, одобравање буџета, емитовање хартија од вредности, управљање готовином и готовинским еквивалентима, затим трошкове капитала, као и рачуноводствене политике.

Међусобно повезивање предузећа у циљу реализације бројних позитивних ефеката сматра се економски оправданим. У одређеним околностима трансакције са повезаним странама представљају важан део редовног пословања фирме и тиме значајно доприносе њеним перформансама, што им даје карактер уобичајених или нормалних трансакција. Абнормалним односно неуобичајеним се међутим сматрају трансакције са повезаним странама, које су усмерене на обликовање резултата⁷.

Реална политика финансијског извештавања сложеног интереса спроводи се са циљем трансфера добитака ка, односно из појединих предузећа подређених јединственој управи. То указује на важну разлику у ефектима између политике финансијског извештавања поједи-

Приказ 1 - Структура политике финансијског извештавања групе предузећа



6) Формалне претпоставке односе се на примену јединствених билансних шема у обухватање интерних односа на уникатан начин. Материјалне претпоставке подразумевају примену јединствених правила процењивања, јединствени билансни рок и јединствену новчану јединицу. Детаљније погледати: Шкарић Јовановић др К, Радовановић др Р., *Концепције биланса*, Економски факултет, Београд, 1998, стр. 41-42.

7) Jian M., Wong T., Earnings Management and Tunneling through Related Party Transactions, Working paper, p. 7.

начног предузећа и политика консолидованог финансијског извештавања: прва, резултира премештањем резултата између обрачунских периода, док политика консолидованих биланса, осим временског преметања, често резултира и трансферима добитака између чланица групе. На подручју реалне политике извештавања, групе најчешће манипулишу добицима преко прилагођавања обима и цена интрагрупне размене. Околност да матично предузеће има доминантну позицију у групи пружа могућност да се његови добици обликују навише на рачун других чланица групе. Иако у том случају резултат сложеног интереса остаје непромењен, одређени циљеви матичног предузећа могу се успешно реализовати. Једна од могућности на том плану јесте форсирање продаје дистрибутерима, тј. супсидијарима. Уколико супсидијаре успешно пласирају наведене залихе трећој (екстерној) страни у истом периоду, могуће је повећати и добитак сложеног интереса. У условима када матично предузеће не поседује 100% капитала зависног предузећа, повећање резултата сложеног интереса могуће је утврдити на следећи начин⁸:

*Повећање резултата матичног предузећа x
(1-r) x (1-p),*

где r представља пореску стопу, а p учешће у капиталу супсидијара. Наведена релација указује да ће по основу структурних трансакција брже расти резултат матичног предузећа, у односу на резултат групе. Разлоге треба тражити у постојању неконтролисаног интереса, тј. чињеници да део оствареног резултата супсидијаре припада мањинским акционарима.

Трансферне цене могу се дефинисати споразумом између чланица тангираних односним трансакцијама или од стране матичне управе. Када трансферне цене значајно одступају од тржишних, неоспорно је да представљају инструмент политике финансијског извештавања, усмерен ка обликовању приносног положаја појединих чланица. Обликовање резултата не врши се насумично, већ се добитак од стране матичне управе стратешки усмерава ка појединим чланицама, на пример предузећима која припремају емисију хартија од вредности.

Иако *хипотеза о политичким трошковима* није релевантна са аспекта економског јединства, питање опорезивања није занемарено на

нивоу чланица концерна. Различита пореска регулатива у земљама у којима чланице групе егзистирају пружа могућност пореских уштеда и употребе добитка за продуктивније сврхе. То се постиже тако што се добици из чланице која послује у земљи са високим пореским стопама преливају у чланице које послују у либералнијем пореском амбијенту. Одговор на питање где фирме обликују своје резултате, које је поставила група америчких аутора⁹ у контексту сложеног интереса, указује да се у условима када се супсидијари налазе у тзв. "пореском рају" централна управа се опредељује да обликује резултат навише, услед чињенице да нема локалних пореских расхода по том основу, нити пореских расхода у САД, будући да се питање новчане репатријација не поставља.

Питање манипулисања трансферним ценама, међутим, није искључиво питање пословне, него и рачуноводствене политике, чије импликације се манифестују преко калкулације цене коштања и изабраних метода обрачуна диспонираних залиха.

Уважавајући околност да се трошкови камата признају као расход пословања, за потребе опорезивања врховна управа може слично претходном објашњењу користити још један механизам за обликовање добитка појединих предузећа. Он се одражава у прилагођавању кредитних услова под којима се врши позајмљивање капитала појединим чланицама, а који могу значајно одступати од тржишних, да би се оствариле пореске уштеде. То значи да ће фирме које послују у рестриктивним пореским режимима бити корисници наведених позајмица. Преко висине трошкова финансирања такође је могуће обликовати приносни положај предузећа учесника у наведеној трансакцији.

Као и код реалне политике финансијског извештавања на нивоу појединачних предузећа, политика финансијског извештавања концерна може се спровести временским темпирањем трансакција стицања и/или отуђења, не само појединих имовинских делова, него и целине или дела предузећа.

"Велики улог" (*big bet*) техника као инструмент политике консолидованог финансијског извештавања подразумева да матично предузеће стиче учешће (удео) у капиталу одређене профитабилне фирме, чиме се повећава добитак

8) Thomas W., Herrmann D., Inoue T., „Earnings Management through Affiliated Transactions“, *Journal of International Accounting Research*, Vol.5, No. 2, p. 2.

9) Dyerling S., Hanion M., Maydew E., *Where Do Firms Manage Earnings?*, Working papers, Rotman accounting school, 2011, стр. 9.

у консолидованом извештају о успеху¹⁰, тако што ће се трошкови истраживања и развоја отписати на терет добитка новостечене компаније, чиме се обезбеђује да будући добици групе буду већи него што би иначе били.

Менаџмент матичног предузећа може обликовати приносни положај групе, избацавањем тзв. "проблематичне деце" у условима када је консолидовани или добитак матичног предузећа (уколико је матично предузеће преузело обавезу гаранције) оптерећен неповољним перформансама зависног предузећа. Продаја власништва у зависном предузећу представља основу да се добици од продаје прикажу у извештају о успеху матичног предузећа. Уколико постоје значајни губици од продаје, неопходно је размотрити могућност одвајања (*spin off*) зависног предузећа. Ова стратегија састоји се у томе да матично предузеће на пропорционалној основи својим акционарима дистрибуира акције зависног предузећа, тако да они стичу власништво у капиталу зависног предузећа. Резултат наведених активности је да матично предузеће више није власник проблематичног "предузећа-кћери", чиме се ствара основа да се сви негативни ефекти зависног предузећа искључе из консолидованих финансијских извештаја¹¹.

Једна од стратегија обликовања консолидованог резултата, која није шире коришћена јесте емисија акција зависног предузећа. Реч је о једној од најсуптилнијих техника из категорије продаје имовине која се примењује у периодима када испословани добици групе нису достигли очекивања инвеститора. Спровођење ових активности усмерено је на хипертрофирање резултата како би се избегли разочарење на тржишту капитала, а тиме и пратећи негативни ефекти. Емисија и откуп сопствених акција, као што је познато, имају карактер капиталних трансакција. Промена висине учешћа матичног у капиталу зависног предузећа услед емисије или откупа акција, такође се може третирати као капитална трансакција. Међутим, чињеница да за матично предузеће емисија акција зависног предузећа по свом карактеру није еквивалентна емисији сопствених акција, иницирала је мишљење да емисија акција зависног предузећа

и њихова продаја трећој страни, по својој економској суштини одговарају продаји удела матичног у капиталу зависног предузећа, и да према томе треба признати добитке од продаје у извештају о успеху матичног предузећа. Измњени МРС 27 - *Консолидовани и појединачни финансијски извештаји* (2008) третира наведене операције као капиталне (наиме, укида се могућност исказивања њихових ефеката у извештају о успеху матичног предузећа, уколико немају за последицу губитак контроле над зависним предузећем¹². Међутим, уколико додатном емисијом акција одређено зависно предузеће у односу на матично добије статус придруженог предузећа (удео матичног у капиталу претходно зависног предузећа сада је нижи од 50%), наведени добици се признају у консолидованом извештају о успеху.

За илустрацију наведене стратегије послужићемо се следећим хипотетичким примером¹³: матично предузеће поседује 60% од укупно 1.000.000 обичних акција у оптицају зависног предузећа, чија вредност на дан 01.01.2010. износи 300.000.000€. На тај датум зависно предузеће емитовало је додатних 300.000 акција, које су пласиране трећој страни за 120.000.000€, услед чега је удео матичног у капиталу зависног предузећа редукован са 60% (600/1.000) на 46,15% (600/1.300). Истовремено, повећање нето имовине зависног предузећа за 120.000.000€ праћено је повећањем вредности учешћа матичног предузећа са 180.000.000 € (0,6x300.000.000) на 193.830.000€ (0,4615x420.000.000).

Уколико се наведени догађај тумачи као капитална трансакција, повећање вредности од 13.830.000€ треба приписати учешћу у капиталу асоцираног предузећа (јер је матично предузеће изгубило контролни интерес). Међутим, ако се редуковање релативног учешћа у власништву третира као еквивалент продаје дела учешћа матичног предузећа у зависном предузећу, наведени износ се исказује као добитак из континуираних операција (активности) у консолидованом билансу успеха. У датим околностима, ревидирани МРС 27 (2008) захтева поновно вредновање преосталог интереса у асоцираном предузећу по фер вредности, на датум када је контрола изгубљена. Наведена фер вредност

10) McKee T., *Earnings management: An executive perspective*, Thomson, 2005, p.14

11) Ibidem, p.16.

12) Више о томе погледати: „Business combination and changes in ownership interests: A guide to the revised IFRS 3 and IAS 27“, Deloitte&Touch, преузето са www.deloitte.com, 10.9.2009.

13) За потребе нумеричке интерпретације наведеног инструмента политике консолидовааог финансијског извештавања, прилагођен је пример дат од стране: Williams S., Williams T., „Issuance Of Subsidiary Stock As An Earnings Management Strategy“, *The Journal of Applied Business Research*-Winter 2005., p.2.

представља износ по коме се учешће у асоцираном или заједнички контролисаним предузећу признаје. У наредном периоду матично предузеће може, у складу са потребом за подешавањем рентабилитета групе, продати интерес у асоцираном предузећу.

4.2. Инструменти политике финансијског извештавања након дана биланса

Мере политике финансијског извештавања сложеног интереса које се могу применити након дана биланса имају обрачунски карактер, односно у питању су рачуноводствене политике и процене. Врховни менаџмент их, у складу са својим циљевима, може водити на два нивоа. Први ниво односи се на примену доминантног или значајног утицаја матичног предузећа, који се у овом случају материјализује дефинисањем рачуноводствених политика које ће поједина предузећа у групи имплементирати за одређене догађаје и трансакције. У том случају нема значајнијих разлика у односу на рачуноводствене политике на нивоу појединачних предузећа¹⁴, односно оне су сагласне правима избора садржаним у појединим МРС и МСФИ и општеприхваћеним рачуноводственим принципима (избор методе обрачуна трошкова залиха, процена корисног века трајања имовине, обрачун трошкова амортизације, утврђивање структуре цене коштања).

Други ниво рачуноводствених избора односи се на рачуноводствене политике које се примењују за потребе састављања консолидованих финансијских извештаја, односно на политику консолидовања. За ту сврху неопходно је да јединствена управа сложеног интереса осмисли *Правилник о консолидацији*, који представља интерни акт, у циљу дефинисања рачуноводствених политика и правила извештавања подређених друштава. Наиме, примена јединствених рачуноводствених политика (односно политика матичног друштва) претпоставља да се за потребе израде финансијских извештаја групе изврши прерачунавање свих трансакција појединих предузећа, која припадају кругу консолидовања. Тиме се обезбеђује основа за састављање не само збирног, него и консолидованог биланса. Да би се сагледале размере

комплексности наведеног поступка, неопходно је подсетити да сложеном интересу могу припадати како предузећа из различитих делатности, тако и мала и средња предузећа за која су меродавни посебни рачуноводствени стандарди.

Уколико, на пример, матично предузеће за пореске сврхе води залихе по LIFO методу, а у консолидованом билансу стања залихе се билансирају применом FIFO метода или метода просечне цене, тада се неће нужно захтевати од зависног предузећа да промени рачуноводствену политику залиха, али ће се приликом састављања консолидованог биланса стања неизоставно извршити прерачунавање позиције залиха датог предузећа, односно "... ретроактивно ће се извршити корекција рачуноводствених политика, а уколико то није изводљиво, односна чињеница биће обелодањена у напоменама уз консолидоване финансијске извештаје"¹⁵.

Околност да рачуноводствени поступци који се користе за потребе израде збирног биланса могу значајно одступати од оних који су релевантни за израду појединачних финансијских извештаја чланица сложеног интереса, имплицира да наведено прерачунавање значајно модификује перформансе појединачних предузећа. Наиме, уколико је у збирном билансу исказани резултат виши од збира резултата приказаних у појединачним финансијским извештајима, разлика се исказује као пренета добит. У супротном, нижи резултат у збирном рачуну успеха у односу на суму појединачних резултата, имплицира да је потенцијал за расподелу чланица групе редукован, односно да би, хипотетички посматрано, у целини извршена расподела исказаних добитака у виду дивиденди, са аспекта групе значила расподелу супстанце¹⁶.

Најзад, трансформација збирног у консолидовани биланс претпоставља дефинисање одређене политике консолидовања. Њену садржину чине, поред вредновања учешћа матичног у подређеном предузећу, избор метода консолидовања капитала, затим утврђивање учешћа мањинских акционара и висине гудвила (*goodwill*), избор методе за утврђивање висине интерних резултата, избор методе за консолидовање заједничких предузећа, избор варијанте

14) Разлика се, међутим, одражава у чињеници да је дискреција менаџмента датог правног лица у подручју рачуноводствених избора ограничена, односно пренета на централни менаџмент сложеног интереса.

15) Стојановић Р., „Информациони донети консолидованих финансијских извештаја“, XXXVII симпозијум Савеза рачуновођа и ревизора Републике Србије, Зборник радова, Златибор, 2006, стр. 196.

16) Шкарић-Јовановић др К., „Циљеви и инструменти билансне политике холдинга“, IV симпозијум Савеза рачуновођа и ревизора Републике Српске, Зборник радова, Теслић 2000, стр. 114.

еквити (*equity*) методе и др. У наставку рада биће објашњене неке од наведених могућности.

Избор методе вредновања учешћа матичног у капиталу зависног предузећа утиче на висину капитала и пословног резултата матичног предузећа. Ако се наведено улагање третира као дугорочно финансијско улагање, признавање се може извршити по набавној вредности или фер вредности. Набавна вредност ће бити меродавна уколико не постоји активно тржиште или није могуће поуздано утврдити фер вредност у тренутку стицања. Уколико зависно предузеће послује са губитком, неопходно је размотрити потребу за отписом набавне вредности учешћа. Уколико се улагање балансира по набавној вредности, исплата дивиденди са аспекта матичног предузећа представља потраживање и финансијски приход, док висина учешћа остаје непромењена, тј. може се мењати само по основу отписивања услед импаратетног губитка.

Код методе фер вредности, исплата дивиденди се приказује као потраживање или готовина, а вредност финансијског улагања редукује се за износ примљених дивиденди. Ревидирани МРС-27 (2008) захтева да се трошкови повезани са стицањем учешћа, као што су провизије адвоката, консултаната, процене вредности и других професионалних услуга, третирају као расход периода у коме су настали. Наиме, Одбор за Међународне стандарде рачуноводства (*IASB*) не сматра да наведени трошкови представљају део фер вредности која се размењује између купца и продавца, услед могућих злоупотреба на том подручју. Наиме, претходна верзија поменутог стандарда допуштала је признавање ових трошкова као дела фер вредности, чиме се директно утицало на висину гудвила.

Елиминисање интерних учешћа и утврђивање тачне висине капитала сложеног интереса представљају иницијални корак за састављање консолидованог биланса стања. Метода која се користи за консолидовање капитала зависи од висине учешћа у капиталу другог предузећа. Тако на пример, улагање у зависна предузећа (50% капитала и више) подразумева примену методе потпуног консолидовања, уколико је реч о асоцираном или придруженом предузећу (20% - 50% капитала) меродавна је еквити метода, док је код заједничких подухвата дата могућност избора између еквити и пропорционалне методе.

Када је реч о методама потпуног консолидовања, у ову групу се убрајају метода стицања, односно њене варијанте: метода књиговодствене вредности и метода поновне процене. Разлика између ових варијанти огледа се у висини латентних резерви које ће бити унете у консолидовани биланс стања. Наиме, метода књиговодствене вредности оставља могућност да део латентних резерви остане необјективираним имовини зависног друштва које се на место учешћа уноси у биланс стања матичног предузећа, а тиме и у консолидовани закључак, док метода поновне процене ове резерве у целини објективизује, уз претпоставку да се поседује 100% капитала зависног предузећа. Наведене необјективирани латентне резерве приписују се вредности гудвила у извештају о финансијском положају концерна¹⁷.

Метода удруживања интереса (као метода потпуног консолидовања) све до 2001. године представљала је алтернативну методу стицања за потребе консолидовања капитала, када је забрањена. Њена суштина састојала се у томе да се контрола у другом предузећу стиче разменом акција, односно свега 10% вредности учешћа које је предмет куповине могло је бити покривено готовинским трансакцијама. Пошто није било одлива ресурса, вредност имовине и обавеза исказивана је без усклађивања, према њиховим претходним (историјским) величинама, услед чега се гудвил није појављивао у консолидованом закључку. У таквим околностима матично предузеће у коме је преузимање контроле праћено одливом ресурса, имало је нижи степен рентабилитета, по основу отписа гудвила (што је представљало посебан инструмент политике финансијског извештавања сложеног интереса, све до тренутка у ком је укинута могућност амортизације гудвила и предвиђено његово тестирање на импаратет, сагласно МРС 36 - *Импаритетна отписивања*).

Уколико матично предузеће није стопроцентни власник зависног предузећа, у консолидованом билансу стања неопходно је приказати део капитала који се односи на неконтролисани интерес (мањинске акционаре). Изменама МСФИ 3 - *Пословне комбинације* 2008. године предвиђено је да се ова позиција утврди на један од следећа два начина:

- по фер вредности;
- као пропорционални удео у нето имовини која се може идентификовати.

17) Ранковић др Ј., *Консолидовани годишњи закључак*, Економски факултет, Београд, 1994, стр. 81-3.

Познавање наведених алтернатива важно је због тога што неконтролисани интерес представља компоненту за обрачун гудвила. Разлике између наведених рачуноводствених политика биће приказане на следећем примеру¹⁸:

Предузеће “А” преузело је 2010. године 30% капитала предузећа “Б” за 32.000 €, када је фер вредност његових нето средстава износила 100.000 €. Стицањем додатних 50% капитала предузећа “Б” у 2011. години, за 75.000 €, када је фер вредност нето имовине износила 120.000 €, предузеће “А” је стекло контролни интерес. Фер вредност првобитних 30% интереса износи 40.000 €, а фер вредност преосталог интереса је 28.000 €.

Р.бр.	Опис	Неконтролисани интерес	
		% нето имовине	фер вредност
1.	Фер вредност надокнаде	75.000	75.000
2.	Неконтролисани интерес (20%×120.000)	24.000	28.000
3.	Претходно стечени интерес	<u>40.000</u>	<u>40.000</u>
4.	Збир (1+2+3)	139.000	143.000
5.	Фер вредност идентификоване нето имовине	120.000	120.000
6.	Goodwill (4-5)	<u>19.000</u>	<u>23.000</u>

Обликовање висине гудвила и код разлика за изравнање капитала и код обрачуна неконтролисаног интереса представља важан инструмент политике консолидовања, а тиме и политике финансијског извештавања сложеног интереса, будући да је преко импаритетних отписивања гудвила могуће утицати на рентабилитет сложеног интереса.

За потребе консолидовања учешћа у капиталу придружених предузећа користи се *equity* метода, а врховни менаџмент може да бира између две варијанте ове методе: методе учешћа у капиталу и методе књиговодствене вредности. Иако обе методе дају исту укупну вредност учешћа у консолидованом билансу стања, *метода учешћа у капиталу* обезбеђује садржајније информације у смислу да исказује посебно вредност учешћа и гудвила у придруженом предузећу. Метода књиговодствене вредности

сматра се конзервативнијом – вредност учешћа која је отписана при првом консолидовању може се отписати, али не и приписати, уколико разлози који су условили импаритетно отписивање престану¹⁹.

У случају заједничких подухвата, матична управа може оптирати између *equity* методе и квотног консолидовања²⁰. *Equity* метода може се применити у свим случајевима када се поседује учешће у капиталу другог предузећа у распону од 20-50%. Међутим, иако обе методе дају идентичне резултате, компоненте биланса стања и рачуна добитка и губитка концерна се разликују. Према *equity* методи, учешће матичног друштва се не мења позицијама имовине и обавеза заједнички контролисаног предузећа, него се само врши усклађивање вредности учешћа, тако да оно одговара вредности удела у капиталу заједничког подухвата. Емпиријске студије²¹ указују на то да примена пропорционалне методе за потребе консолидовања заједничких подухвата обезбеђује већи степен релевантности информација, односно да је могуће прецизније предвидети приносе акционара у периоду од једне до три године (у односу на примену еквити методе. Наиме, у случају примене пропорционалне методе збир имовине и обавеза је већи (будући да приказује учешће у имовини и припадајуће обавезе у заједничком подухвату), чиме се обезбеђује више специфичних информација за потребе процене и предвиђања од стране билансних адресата концерна, што је у складу са циљевима политике отворености. Када је реч о резултату, еквити метода приказује нето износ учешћа у добитку заједничког предузећа, док пропорционална метода приказује припадајући износ расхода и прихода из заједничког подухвата.

Када одлучи да обликује резултат, централни менаџмент мора да одлучи да ли ће то чинити преко домаћих, страних или и једних и других добитака. Вероватноћа откривања може бити нижа у условима обликовања резултата преко домицилних супсидијара, будући да укључује знатно мањи број људи (блиских менаџменту) у односу на обликовање резултата преко иностраних супсидијара.

18) Пример састављен према: „Business combination and changes in ownership interests: A guide to the revised IFRS 3 and IAS 27”, оп. cit., р. 85.

19) Ранковић др Ј., оп. cit., стр. 140.

20) Могућност оптирања између *equity* и квотне методе није међутим предвиђена новим МСФИ 11-*Заједнички подухвати* већ се, напротив, захтева да се од 01.01.2013. године за потребе консолидовања капитала примењује искључиво *equity* метода.

21) Graham R., King R., Morrill C., *Proportionate Consolidation vs. Equity Method: A Decision Usefulness Perspective on Reporting Interests in Joint Venture*, 2001.

Одлука о начину обликовања резултата, тј. избор супсидијаре на коју ће се применити рачуноводствена дискреција опредељена је између осталог и циљевима политике консолидованог финансијског извештавања. Тако на пример, ако је циљ избегавање појаве губитка, врховна управа ће се определити за иностране супсидијаре, док се домаћи супсидијари по правилу бирају са циљем спречавања смањења резултата²².

Избор извештајне валуте у којој ће се консолидовани извештаји приказати представља једну од претпоставки за обезбеђење материјалне упоредивости. То је од посебног значаја када је пословање групе интернационалног карактера, односно када се функционалне валуте појединих чланица разликују од извештајне. Нужност прерачунавања позиција исказаних у валути различитој од извештајне пружа могућност матичној управи да преко избора курса размене (текућег, закључног или просечног) обликује имовински, финансијски и приносни положај групе.

Резултати истраживања указују да избор функционалне валуте утиче на квалитет исказаних информација: Прецизније речено, избор стране валуте као функционалне, када је реч о чланицама групе које послују изван САД, а чије матично предузеће се налази у САД, повећава исказну моћ информација, односно у датим околностима избор долара као функционалне валуте одражава нижи квалитет добитка. Разлоге треба, између осталог, тражити у чињеници да фирме које користе долар, примењују готово по правилу непромењене рачуноводствене технике као и у условима из SFAS 8, док чланице које користе страну валуту као функционалну предузимају нове рачуноводствене технике и нови начин презентовања финансијских извештаја²³.

Закључак

Консолидовани финансијски извештаји представљају основу за предвиђање просперитета групе и њених чланица, услед чега се одликују високим степеном релевантности за учеснике на тржишту капитала. Једну од најзначајнијих информација у консолидованим извештајима неоспорно представља добитак сложеног интереса. Меродавност појединачних

за консолидоване финансијске извештаје и комплексност процеса консолидовања указује на то да је политика финансијског извештавања иманентна и процесу финансијског извештавања сложеног интереса. Када је реч о циљевима обликовања резултата групе, они су садржани у следећем: избегавању појаве губитака у консолидованом финансијском извештају о успеху, избегавању смањења добитка и избегавању погрешних прогноза инвеститора и аналитичара.

Политика финансијског извештавања групе предузећа по својој структури, поред структурних трансакција и рачуноводствених политика, укључује и политику консолидовања. Са аспекта временске димензије инструменти политике финансијског извештавања могу се применити пре и након дана биланса сложеног интереса, ради обликовања не само имовинског и приносног положаја, него и новчаних токова групе.

Континуирана побољшања МРС и МСФИ значајно редукују оквир рачуноводствених политика; међутим, значајан простор остаје на подручју структурних трансакција и вршења процена и професионалних просуђивања за потребе спровођења политике консолидовања.

Нови стандард МСФИ 10 - *Консолидовани финансијски извештаји* уводи новину у виду смерница које треба да омогуће процену да ли предузеће инвеститор има моћ односно контролу над другим предузећем, уз напомену да поседовање већине гласачких права није довољан услов за вршење контроле. Између осталог, стандард уводи низ начела процене да ли постоји контрола над другим предузећем. Наиме, постојање контроле предуслов је за идентификовање матичног предузећа, а тиме и основе састављања консолидованих извештаја. Редефинисање критеријума контроле за последицу има консолидовање одређених ентитета (ентитети за специјалне сврхе) који су у претходном периоду представљали саставни део ванбилансног финансирања. Са друге стране, одређена предузећа ће бити искључена из круга консолидовања. МСФИ 12 - *Обелодањивање учешћа у другим предузећима* захтева да се обелодане значајне информације о проценама и претпоставкама коришћеним приликом идентификовања постојања контроле, заједничке контроле или значајног утицаја на друго предузеће. Матично предузеће, такође, мора да обелодани композицију сложеног интереса, неконтролисани интерес, рестрикције у распола-

22) Dyerling S., Hanion M., Maydew E, op. cit., стр. 11.

23) Barton E., Bodnar G., "Alternative accounting methods information asymmetry and liquidity theory and evidence", *The Accounting Review*, July 1996, Vol. 71, No.3., p.398.

гању имовином, ризике, ефекте промена у власништву матичног предузећа и друге информације.

Увођење наведених стандарда додатно потврђује у раду изнет став да политика консолидованог извештавања треба да омогући транспарентно извештавање и буде у функцији преносења одређених сигнала билансним адресама, да би се омогућило њихово ефикасније одлучивање. Кроз развој партнерског и фер односа са стејкхолдерима ствара се претпоставка за креирање вредности и дугорочан опстанак групе предузећа и њених чланица.

Литература

1. Barton E., Bodnar G., „Alternative accounting methods, information asymmetry and liquidity theory and evidence”, *The Accounting Review*, July 1996, Vol. 71, No.3.
2. Dyerling S., Hanion M., Maydew E., *Where Do Firms Manage Earnings?*, Working papers, Rotman accounting school, 2011.
3. Fischer R., Taylor W., Cheng R., *Advanced accounting*, 11e, SOUTH-WESTERN CENGAGE Learning, 2010.
4. Graham R., King R., Morrill C., *Proportionate Consolidation vs. Equity Method: A Decision Usefulness Perspective on Reporting Interests in Joint Venture*, 2001.
5. Jian M., Wong T., *Earnings Management and Tunneling through Related Party Transactions*, Working paper,
6. Међународни стандарди финансијског извештавања (IFRS), Савез рачуновођа и ревизора Србије, Београд, 2010.
7. McKee T., *Earnings management: An executive perspective*, Thomson, 2005.
8. Business combination and changes in ownership interests: A guide to the revised IFRS 3 and IAS 27, Deloitte&Touch www.deloitte.com, 10.9.2009.
9. Ранковић др Ј., *Консолидовани годишњи закључак*, Економски факултет, Београд, 1994
10. Shuto A., „Earnings Management to Exceed the Threshold: A Comparative Analysis of Consolidated and Parent-Only Earnings”, *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 20, No. 3, 2009.
11. Стојановић Р., Информациони донети консолидованих финансијских извештаја, XXXVII симпозијум Савеза рачуновођа и ревизора Републике Србије, Зборник радова, Златибор, 2006.
12. Thomas W., Herrmann D., Inoue T., „Earnings Management through Affiliated Transactions”, *Journal of International Accounting Research*, Vol. 5, No. 2.
13. Шкарић Јовановић др К., Радовановић др Р., *Концепције биланса*, Економски факултет, Београд, 1998.
14. Шкарић-Јовановић др К., „Циљеви и инструменти билансне политике холдинг предузећа”, IV симпозијум Савеза рачуновођа и ревизора Републике Српске, Зборник радова, Теслић, 2000.
15. Williams S., Williams T., „Issuance Of Subsidiary Stock As An Earnings Management Strategy”, *The Journal of Applied Business Research*, Winter 2005.

др Снежана П.
КНЕЖЕВИЋ*

Рачуноводство заштите животне средине на нивоу пословног система

Резиме

Овај чланак подржава развој теоријског модела за унапређење односа између рачуноводственог извештавања и животне средине. Рачуноводство животне средине треба да се развија у оквиру концепта одрживог развоја. Рачуноводство животне средине може се посматрати на нивоу пословног система, а у функцији извештавања о утицају пословног система на животну средину, као и на националном нивоу, где се преплићу и интегришу сви појединачни утицаји. Еколошки оријентисан рачуноводствени систем треба да пружи адекватну информациону базу за ентитет или предузеће, у смислу еколошке одрживости, као и за идентификацију еколошки одговорних активности.

Кључне речи: рачуноводство, животна средина, корпоративна одговорност, извештаји

Увод

Заштитна животне средине није туђи проблем. То је проблем свих нас, проблем глобалног карактера. Одрживи развој заснован је на еколошкој ефикасности, као и на активнијем преусмеравању односа између човека и животне средине.

Концепт одрживог развоја од посебног је значаја за будуће генерације. Одрживи развој тежи спајању економског напретка са заштитом животне средине.

Традиционално рачуноводство задовољава информационе потребе односно интересе компанија и њихових акционара, док се други интереси, а међу њима и интереси животне средине,

не задовољавају. Конвенционално рачуноводство не може да обухвати интеракцију друштва и природе, већ само мери пословне трансакције, те извештава о њиховим резултатима. У фокусу конвенционалног рачуноводства су мерење, обрачун, вредновање и обелодањивање имовине компаније и њене успешности у смислу остваривања профита.

Са рачуноводственог аспекта, природни свет је редефинисан, у смислу да су нпр. шуме искључиво ризнице дрвне грађе, вода и ваздух су бесплатна добра и др. Интересантно је напоменути и да концепт ентитета занемарује екстерналије ван пословних рачуноводствених јединица¹. Природне активе као што су дивље животиње, нису традиционалне пословне активе,

*1) Доцент, факултет организационих наука Универзитета у Београду

1) Jones, M.J. (2010): Accounting for the Environment: Towards a theoretical perspective for environmental accounting and reporting, Accounting Forum 34, Elsevier, pp. 123-138.

већ су активе заједнице и, оне немају потпуно одређен економски живот².

Постоје различити називи у релевантној стручној литератури који рачуноводство доводе у везу са са животном средином као рачуноводство животне средине (Environmental Accounting), зелено рачуноводство (Green Accounting), Рачуноводство ресурса (Resource Accounting), еколошко рачуноводство (Ecological Accounting), интегрисана економија и рачуноводство животне средине (Integrated Economic and Environmental Accounting). Аутор се у овом раду определио за назив „рачуноводство заштите животне средине“.

Повећање нивоа свести о утицају човека на животну средину довело је до радикалног реиспитивања традиционалних етичких и рачуноводствених претпоставки.

Традиционално рачуноводство не карактерише систем мерења који може да обухвати еколошке последице активности ентитета. Другим речима, концепт конвенционалног рачуноводства није дизајниран тако да разуме утицај људског бића на природну средину. Присутан је чврст став значајног дела академске јавности као и практичара, у смислу да је неопходно да се креира нека врста *рачуноводства заштите животне средине и извештавања*. У том смислу, неопходно је идентификовати основне приступе операционализацији рачуноводства заштите животне средине.

Рачуноводство заштите животне средине могуће је посматрати са два аспекта:

- 1) *рачуноводство заштите животне средине на националном нивоу* чији је задатак да обезбеди адекватне информације за ефикасно управљање животном средином;
- 2) *рачуноводство заштите животне средине на нивоу пословног система*, које се препознаје као сегмент финансијског и управљачког рачуноводства.

На почетку рада, након уводних разматрања, пажња ће бити посвећена образлагању потребе за новим холистичким рачуноводством. У наставку следи приказ рачуноводства заштите животне средине на националном нивоу, а потом на нивоу пословног система. Други део рада посвећен је односу менаџера према животној

средини и корпоративном извештавању. Национални оквири рачуноводства заштите животне средине изложени су у трећем делу рада, после чега следе закључна разматрања и референтна литература.

Тежиште рада стављено је на рачуноводство заштите животне средине на нивоу пословног система.

1. Потреба за новим холистичким рачуноводством

Већ дуже време у стручној јавности присутна је потреба за идентификовањем теоријског модела који би требало да подржи еколошко рачуноводство и извештавање. У сврху мерења утицаја индустрије на животну средину неопходно је интензивирати активности које би подстакле напоре менаџера организација и рачуновођа у том смислу. Наиме, од ентитета се очекује обелодањивање информација о оствареном еколошком учинку заинтересованим странама, узимајући у обзир и сегмент исцрпљивања природног капитала³.

Рачуноводство заштите животне средине или како је познато, и као „еколошко рачуноводство и извештавање“, треба да буде инкорпорирано у корпоративно друштвено рачуноводство. Компаније треба да поступају у својим пословним активностима на друштвено одговоран начин, који подразумева, између осталог, и проактивну улогу у очувању животне средине.

Један од модела који је познат у релевантној стручној литератури јесте теоријски модел рачуноводства заштите животне средине и извештавања који чини пет кључних делова⁴:

- 1) еколошка опасност - „животна средина је у опасности“;
- 2) корпоративна одговорност - индустрија има велики утицај на животну средину, а појединци и компаније имају дужност да делују како могуће опасности не би нарушиле квалитет живота људи и довеле до катастрофалних промена и компаније морају да послују сагласно принципу друштвене одговорности;
- 3) нов однос између животне средине и индустрије - постићи одрживи развој помоћу очувања живих ресурса, те зауставити

2) Barton, A. D. (1999) A trusteeship theory accounting for natural capital assets. *Abacus*, 35(2), pp. 207-222.

3) Harris, J. M. (2009): *Економија животне средине и природних ресурса – савремени приступ*, „Дата статус“, Београд.

4) Jones, M.J. (2010): Accounting for the Environment: Towards a theoretical perspective for environmental accounting and reporting, *Accounting Forum* 34, Elsevier, pp. 123-138.

глобално загревање и поправити квалитет биодиверзитета;

- 4) потреба да се мери утицај индустрије на животну средину и да се о том утицају извештава;
- 5) дугорочно радикално преусмеравање пословних активности ка одрживом развоју као непосредном циљу.

Неопходно је истражити могуће новчане и неновчане вредносне системе методе и мерне технике, како би се експериментисало новим рачуноводственим системом чија функција би била бележење и обелодањивање корпоративног утицаја на животну средину. Агенција за заштиту животне околине ЕРА (Environmental Protection Agency) објавила је 1995. године интегрални документ „An introduction to Environmental Accounting As A Business Management Tool: Key Concepts And Terms“⁵ који представља основ за даља истраживања концепције рачуноводства животне средине, што се може приказати Илустрацијом 1.

Рачуноводство се, као што је видљиво из ове илустрације, посматра са два аспекта:

- 1) на националном нивоу и
- 2) на нивоу пословног система.

Рачуноводство националног дохотка је за макро-економска мерења. Бруто домаћи производ (Gross Domestic Product – GDP) је мера протока добара и услуга у економији, односно кључна мера наше друштвено-економске добробити.

Рачуноводство заштите животне средине може да користи физичке и монетарне јединице да прикаже употребу националних природних

ресурса – како обновљивих, тако и необновљивих.

Финансијско рачуноводство на нивоу пословног система омогућава компанијама да припреме финансијске извештаје за употребу инвеститора, кредитора и других.

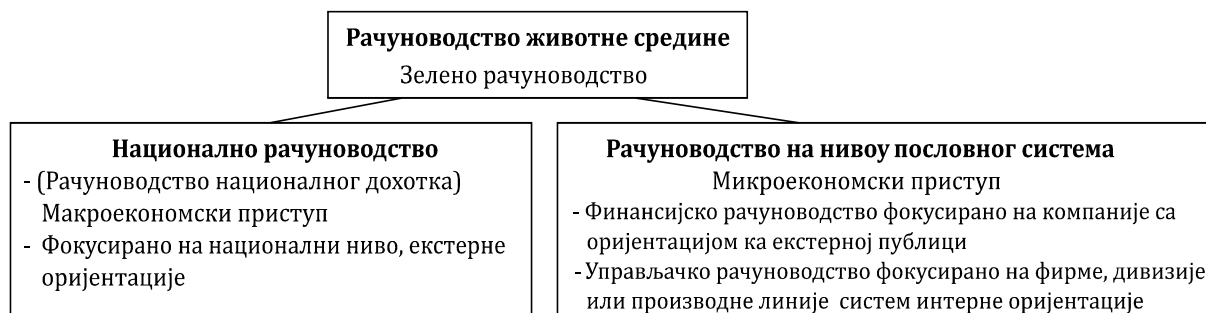
Општеприхваћени рачуноводствени принципи (Generally Accepted Accounting Principles) основа су за ово извештавање. Рачуноводство заштите животне средине у овом контексту се односи на процену и јавно извештавање о обавезама компаније према животној средини и исказаним трошковима заштите животне средине.

Конвенционално рачуноводство не садржи еколошки аспект. Примера ради, земљиште се бележи у билансу компаније у оквиру сталне имовине, али без налаза о врсти станишта и о томе да ли на њему постоје или не дивље животиње. Компаније треба да послују у мрежи еколошких система, те да буду чувари животне средине⁶. Од компанија се очекује да дају извештај о еколошким аспектима кроз годишњи извештај или кроз самосталне извештаје о животној средини. Од рачуноводства заштите животне средине очекује се да фаворизује специфичне финансијске догађаје и трансакције за рачун окружења.

Rubenstein⁷ је развио идеју о фондовском рачуноводству природне активе које представља проширени концепт двојног књиговодства, у смислу да обухвати еколошку деградацију земљишта.

Неопходно је и мерити да ли компаније генеришу додатну вредност у смислу да ли одрживе користи превазилазе трошкове

Илустрација 1 - Типови рачуноводства заштите животне средине



5) <http://www.epa.gov/>

6) Jones, M.J. (2010): Accounting for the Environment: Towards a theoretical perspective for environmental accounting and reporting, Accounting Forum 34, Elsevier, pp. 123-138.

7) Rubenstein, D. (1992). Bridging the gap between Green Accounting and black ink Accounting Organizations and society, 17(5), pp. 501-508.

одрживости⁸. Мерљивост еколошких вредности у финансијском смислу прави је изазов за „еколошке рачуновође“, али и за „еколошке менаџере“.

1.1. Рачуноводство заштите животне средине на националном нивоу и глобално извештавање

Рачуноводство заштите животне средине на националном нивоу представља сет агрегата националних података о повезивању економије и политике перспективе животне средине. Оно представља модификацију система националних рачуна.

Међународни систем еколошко-економских рачуна - SEEA (*The System of Environmental Economic Accounts*) представља статистички оквир који садржи међународно прихваћене концепте, дефиниције, класификације, улогу рачуноводства, стандардне табеле за креирање међународно упоредивих статистика о животној средини и везама са економијом⁹. Неопходно је да SEEA прати структуру рачуноводства као што има Систем националних рачуна - SNA (*System of National Accounts*) и користи концепте, дефиниције и поделе у складу са SNA, ради олакшавања интеграције животне средине и економске статистике.

Од посебне важности је Иницијатива за глобално извештавање - GRI (*Global Reporting Initiative*) која је усмерена на основне сегменте одрживог развоја; економију, животну средину, радну снагу, људска права и друштвену заједницу¹⁰.

Институције које се баве дефинисањем рачуноводствених стандарда, веома ретко се баве питањима рачуноводства околине. За сада је рачуноводство повезано са емисијом угљеника само предмет проучавања Међународног одбора за рачуноводствене стандарде - IASB (*International Accounting Standards Board*)¹¹.

Постоје значајни напори у оквиру Асоцијације овлашћених сертифицираних рачуновођа - ACCA (*Association of Chartered Certified Accountants*) и то од 2001. године, да се идентификује нови рачуноводствени систем заштите животне средине.

1.2. Рачуноводство заштите животне средине на нивоу пословног система

Све је већи број примера компанија које друштвено одговорно пословање прихватају као нову пословну филозофију у управљању пословањем, што позитивно утиче на реализацију њихових перформанси. У циљу транспарентности таквог деловања, компаније објављују извештаје о друштвено одговорном понашању.

Избором и применом одговарајућих рачуноводствених политика, менаџмент може директно да утиче и на ефикасно управљање животном средином на нивоу пословног система. Наиме, могуће је у рачуноводствену политику инкорпорирати генерисање еколошких извештаја са финансијског аспекта, у смислу дефинисања:

- 1) финансијских показатеља за мерење економско-еколошких ефеката;
- 2) потребе за стандардима еколошког рачуноводства;
- 3) остварења уштеда и инвестиција у заштиту животне средине;
- 4) развоја еколошких процеса и производа;
- 5) идентификације информација неопходних за процену трошкова заштите животне средине.

Рачуновође имају доминантну улогу у припреми и презентовању инфомација о заштити и утицају индустрије на животну средину. Компаније имају обавезу да ресурсима управљају еколошки одговорно. Еколошки одговорне компаније обелодањују активности према животној средини у годишњем извештају или кроз самосталне извештаје о животној средини. Сматрамо упутним питање да ли је то довољно, као и то да ли то треба да буде на добровољној или регулаторној основи.

Рачуноводство животне средине представља посебан приступ прикупљању, класификовању и евиденцији информација о предузетим активностима и улагањима у заштиту животне средине, које користе различите интересне групе. Адекватним управљањем трошковима заштите животне средине омогућава се ефикас-

8) Figge, F., Hahn, I. (2004), Sustainable value added – measuring corporate contributions to sustainability beyond eco-efficiency, *Ecological Economics*, 48, pp. 173-198.

9) <http://unstats.un.org/unsd/envaccounting/seea.asp>.

10) <http://www.globalreporting.org/aboutgri>.

11) IFAC - International Federation of Accountants (1998): *Environmental Management in Organizations. The Role of Management Accounting*, Financial and Management Accounting Committee (Study 6), New York. IFAC - International Federation of Accountants (2005): *Environmental Management Accounting—International Guidance Document*, New York.

није одлучивање, уштеда трошкова и повећање учинка заштите животне средине. Од рачуноводства заштите животне средине очекује се, дакле, да идентификује трошкове заштите животне средине.

Рачуноводство животне средине може да иницира нови начин гледања на компанијске трошкове који се односе на заштиту животне средине, перформансе и одлуке. Са аспекта корпоративне одговорности, потенцијалне користи од рачуноводства заштите животне средине за пословну заједницу су несумњиве.

Према томе, неопходно је да се у оквиру рачуноводства заштите животне средине идентификују области које ће се прилагодити новим захтевима пословног система, које су повезане са његовом оријентацијом ка заштити животне средине и њеном унапређењу. У том смислу финансијско рачуноводство значајно је и корисно у праћењу трансакција, а управљачко рачуноводство, посебно његов сегмент - рачуноводство одговорности - значајно је у смислу припреме извештаја по сегментима пословног система који су неопходни за оцену активности различитих хијерархијских нивоа менаџмента у домену побољшања односа према животној средини (еколошке инвестиције, трошкови заштите животне средине и др.). Природне активне као што су дивље животиње нису традиционално пословне, већ представљају заједничко добро и немају потпуно одређен економски живот.

Не треба изгубити из вида да компаније могу да побољшају свој тржишни и економски положај, посебно профитабилност и конкурентност уколико њихов менаџмент делује на еколошки одговоран начин. Стратешки циљеви пословних система треба да буду засновани на дугорочним циљевима одрживости, а не искључиво на циљној профитабилности. Све су већи захтеви на глобалном нивоу за укључивање закључака о утицају на животну средину у традиционалне рачуноводствене годишње извештаје.

2. Менаџери, животна средина и компанијско извештавање

Животна средина је стратешко и концептуално питање за велики број компанија. Од компанија се очекују све већи напори у заштити животне средине, у светлу појачане друштвене одговорности, а у смислу да имплементирају:

- 1) систем управљања животном средином и
- 2) систем извештавања¹².

Одлуке које имају дугорочни утицај на животну средину подразумевају праћење еколошких услова не само на локалном, већ и на регионалном и глобалном плану. Од менаџера компанија све више се захтева да презентују извештаје о рачуноводству животне средине својим стејхолдерима, најмање квартално¹³.

Поред тога, од еколошких менаџера очекује се да класификују трошкове и саставе биланс еколошке ефикасности, односно биланс успеха животне средине који садржи процене користи на годишњем нивоу или за краће обрачунске периоде, од проширене еколошке ефикасности. Користи од оваквог извештаја су многобројне:

- 1) има ефекат штедне инициране смањеним отпадом, мање утрошеним производним материјалом и мањом употребом енергије;
- 2) доказ је менаџерима да иницијално високи трошкови превенције доносе корист у разумно кратком периоду;
- 3) сигнал је да су еколошки трошкови толико значајни да морају да се укључе у цену производа и др.¹⁴

За мерење еко-ефикасности могу се користити следећи индикатори¹⁵:

$$\text{Фактор еко-ефикасности} = \frac{\text{Услуге} \left(\frac{\text{нови производи}}{\text{стари производи}} \right)}{\text{Оптерећење окружења} \left(\frac{\text{нови производи}}{\text{стари производи}} \right)}$$

$$\text{Еколошка ефикасност пословних активности} = \frac{\text{Економске користи} + \text{друштвени трошкови}}{\text{Трошкови чувања заштите животне средине}}$$

- 12) <http://www.environment-agency.gov.uk/environmentalaccounting>; Међународни стандарди финансијског извештавања – IAS1- презентација финансијских извештаја, (2009), International Accounting Standards Committee Foundation, превод, Савез РР Србије.
- 13) Jones, M.J. (2010): Accounting for the Environment: Towards a theoretical perspective for environmental accounting and reporting, Accounting Forum 34, Elsevier, pp. 123-138. Dillard, J., Brown, D., Marshall, S. R. (2005): An Environmentally enlightened Accounting, Accounting Forum 29, Elsevier, pp. 77-101. Fleischman, R., Schuele, K. (2006): Green Accounting: A Primer, Journal of Accounting Education 24, pp. 35-66.
- 14) Jones, M.J. (2010): Accounting for the Environment: Towards a theoretical perspective for environmental accounting and reporting, Accounting Forum 34, Elsevier, pp. 123-138.
- 15) Burritt R.L., Saka C. (2006): Environmental Management accounting applications and eco-efficiency: case studies from Japan: Journal of Cleaner Production, 14, pp. 1262-1275.

Према извештају *Ricoh Group* препоручују се следећи индикатори на релацији економске ефикасности и еколошке ефикасности¹⁶:

$$\text{Рацио профита према друштвеним трошковима} = \frac{\text{Бруто профит}}{\text{Укупни друштвени трошкови}}$$

$$\text{Рацио - еко профит} = \frac{\text{Укупне економске користи} + \text{Укупан износ редуције друштвених трошкова}}{\text{Укупни трошкови заштите окружења}}$$

Од посебног је значаја да се извештаји о еколошким трошковима класификују у четири групе:

- 1) трошкови превенције усмерени на спречавање загађења и отпада;
- 2) трошкови детекције заштите животне средине;
- 3) трошкови неуспеха интерне заштите животне средине;
- 4) трошкови неуспеха екстерне заштите животне средине који су настали у чишћењу околине уколико су загађивачи пуштени.

Од менаџера се очекује да преузму конкретне акције, у смислу промене начина пословања у функцији заштите животне средине, а не само да се баве скупом реториком, у смислу „зелених маркетиншких кампања” и еколошког извештавања. То је од посебне важности за менаџере који покушавају да створе слику пословног окружења за наредну годину у окружењу обеженом еколошки сензибилном јавношћу.

Од менаџера се, такође, очекује да искористе ефекте економије смањеног емитовања угљен-диоксида. Наиме, трговинске компаније и организације јавног сектора све више схватају да, побољшањем енергетске ефикасности и смањењем емисије угљен-диоксида, могу да уштеде а истовремено и да помогну у борби против климатских промена. Веома је важно да компаније, поред извештаја о њиховим политикама за заштиту околине и политикама фокусираним на одрживост (одрживи развој), обухвате и транспарентне извештаје њихових стратегија за редуковање угљен-диоксида. У различитим еколошким пројектима може се видети актуелно решавање проблема отпадних материја, а најактуелнији техничко-технолошки поступак за решавање проблема отпада, тренутно је

рециклажа, која подразумева издвајање материјала из отпада и његову поновну употребу¹⁷.

Извештај о управљању отпадом на територији Републике Србије представља саставни део извештаја о стању животне средине и доставља се једном у две године Народној скупштини.

3. Национални оквири рачуноводства заштите животне средине

У Републици Србији рачуноводство заштите животне средине тек је у повоју, а значај који му се пружа је недовољан. Разлози су вишеструки:

- 1) недовољна ангажованост академске јавности и рачуноводствене струке за развој рачуноводства заштите животне средине;
- 2) занемаривање праћења рекултивације природних ресурса који се не могу обновити;
- 3) преплитање различитих облика својине;
- 4) недостатак адекватне регулативе којом се уређује однос на релацији: заштита животне средине – финансијске перформансе компанија – рачуноводство заштите животне средине;
- 5) слаба заступљеност еколошки посвећеног менаџмента који организацију третира у првом реду као еколошки одржив ентитет.

Законом о јавној својини, који је објављен у „Службеном гласнику РС”, бр. 72/2001, јавна својина у нашој земљи се класификује као: државна, покрајинска и локална. У јавној својини су природна богатства, која укључују: минералне сировине, изворе минералне и термалне воде, природне водотокове, природна језера и друга добра која су посебним законом одређена као природна богатства. На њима је могуће стећи концесију или право коришћења у складу са посебним законом. У процедури је и Закон о приватно-јавном партнерству.

Националном стратегијом привредног развоја Републике Србије дефинисани су кључни циљеви и стратешки правци економског развоја Србије. Један од циљева је и унапређење заштите животне средине.

Влада је усвојила Нацрт националног програма заштите животне средине (2006-2014. године). Имплементација националног програма заштите животне средине треба да омогући

16) Исто и Ricoh (2003), Ricoh Group – Sustainability Report, <http://www.ricoh.com/environment/report>

17) Закон о управљању отпадом, „Службени гласник Републике Србије”, бр. 36/09 и 88/10.

побољшање квалитета животне средине и унапређење квалитета живота становништва.

Између осталог, акциони план у оквиру стратегије истиче следеће циљеве:

- 1) подстицање одрживог коришћења природних ресурса;
- 2) смањење потрошње енергије и сировина;
- 3) стимулисање рециклаже отпада.

Према сазнању аутора, у националним оквирима се још увек недовољан број компанија и институција у Србији бави проблемима заштите животне средине. Истиче се посебно улога банака у финансирању еколошких пројеката, као и активности једног броја домаћих и страних компанија које су реализовале пројекат финансијског мерења загађења животне средине услед употребе службених возила у пословне сврхе, а у функцији смањења загађења, њиховом рационалним употребом.

У домену политике заштите животне средине у нашој земљи неопходно је елиминисати следеће проблеме:

- 1) недовољну повезаност политике заштите животне средине са политиком других сектора;
- 2) непостојање неопходних институционалних капацитета за ефикасно решавање постојећих проблема;
- 3) неефикасан систем праћења стања и извештавања о животној средини;
- 4) недовољан број и неадекватност постојећих прописа;
- 5) низак степен ефикасности у спровођењу постојећих прописа;
- 6) низак ниво инвестиција у овој области;
- 7) одсуство економских подстицаја у овој области
- 8) низак ниво свести о значају заштите животне средине, концепту одрживог развоја;
- 9) неадекватну еколошку културу и др.

Неопходан је активан однос свих релевантних чинилаца - како владе тако и институција у заштити животне средине. Постоји већи број закона, уредби, правилника којима се уређују значајна питања заштите животне средине, али питање улоге и значаја рачуноводства заштите животне средине скоро уопште није укључено,

како на националном, тако и на нивоу пословних система.

Агенција за заштиту животне средине периодично публикује извештаје о стању животне средине у Републици Србији. Друга институција која је на националном нивоу такође важна за адекватно управљање животном средином је *Фонд за заштиту животне средине* који се бави обезбеђивањем финансијских средстава за подстицање и унапређивање животне средине. Трећа битна институција је Министарство животне средине, рударства и просторног планирања које обавља послове државне управе¹⁸.

Друштвени значај рачуноводствених података све је интензивнији, у смислу њихове примене у анализи утицаја економске активности на разним нивоима.

Закључак

Компаније које су еколошки „неосетљиве“ губе место на високо конкуритивном тржишту. Одрживи развој је комплексан прагматични компромис између потреба природног окружења са једне стране и императива економског раста, са друге стране. Ентитети имају посебну одговорност према својим акционарима, са једне стране за генерисање профита али и са друге стране, за управљање природним добрима.

Владајућа парадигма економије и рачуноводства треба да се фокусира на подстицање одговорности према животној средини или природи.

Рачуновође имају кључну улогу у припреми и дистрибуцији информација различитим интересним групама. Од новог холистичког рачуноводства очекује се да обухвати корпоративни утицај на животну средину. У том смислу неопходно је обезбедити платформу за интеграцију информација о животној средини у пословне одлуке.

Актуелни услови пословања намећу и питање да ли ће ефекти актуелне економске кризе, и на који начин, утицати на управљање животном средином и примену концепта одрживог развоја. Свакако би било веома непожељно по животну средину да дође до пада инвестиција у домену заштите животне средине, са једне стране, као и до смањења економских подстицаја са друге стране, како на националном, тако и на регионалном и глобалном нивоу. Било какво кретање у смеру *vacuitas* проузроковало

18) Надлежности овог Министарства прописане су чланом 16. Закона о министарствима, „Сл. гласник РС“, бр. 16/2011.

би негативне ефекте по одржање квалитета животне средине. Традиционално рачуноводство не обухвата еколошке последице активности ентитета. Нови систем рачуноводства заштите животне средине морао би да региструје последице активности компанија, односно да мери, бележи и објављује извештаје о свим еколошким корпоративним утицајима. Неопходно је пронаћи нове технике мерења потребне за развој рачуноводства заштите животне средине. Неминовно постоји потреба за новим, квалитетнијим односом индустрије и животне средине. У рачуноводство заштите животне средине неопходно је инкорпорирати еколошке последице које значајно утичу на активности ентитета.

Референце

- Jones, M.J. (2010): Accounting for the Environment: Towards a theoretical perspective for environmental accounting and reporting, *Accounting Forum* 34, Elsevier, pp. 123-138.
- Barton, A. D. (1999) A trusteeship theory accounting for natural capital assets. *Abacus*, 35(2), pp. 207-222.
- Harris, J. M. (2009): *Економија животне средине и природних ресурса – савремени приступ*, „Дата статус“, Београд.
- Rubenstein, D. (1992). Bridging the gap between Green Accounting and black ink Accounting Organizations and society, 17(5), pp. 501-508.
- Figge, F., Hahn, I. (2004), Sustainable value added – measuring corporate contributions to sustainability beyond eco-efficiency, *Ecological Economics*, 48, pp. 173-198.
- <http://unstats.un.org/unsd/envaccounting/seea.asp>, приступ дана 25.06.2011. у 12:07.
- <http://www.globalreporting.org/aboutgri/>, приступ дана 15.08.2011. у 10:15.
- IFAC - International Federation of Accountants (1998): *Environmental Management in Organizations. The Role of Management Accounting, Financial and Management Accounting Committee (Study 6)*, New York.
- IFAC - International Federation of Accountants (2005): *Environmental Management Accounting—International Guidance Document*, New York.
- Dillard, J. , Brown, D. , Marshall, S. R. (2005): *An Environmentally enlightened Accounting*, *Accounting Forum* 29, Elsevier, pp. 77-101.
- Fleischman, R., Schuele, K. (2006): “Green Accounting: A Primer”, *Journal of Accounting Education* 24, pp. 35-66.
- Burritt, R.L., Saka C. (2006): Environmental Management accounting applications and eco-efficiency: case studies from Japan: *Journal of Cleaner Production*, 14, pp. 1262-1275.
- Ricoh, (2003), Ricoh Group – Sustainability Report, <http://www.ricoh.com/environment/report/>, приступ 15.03.2011 у 17:12.
- Закон о заштити животне средине, "Службени гласник РС", бр. 135/04, 36/09- др. закон и 72/09- др. закон;
- Закон о стратешкој процени утицаја на животну средину, "Службени гласник РС", бр. 135/04.
- Познанић, В. Кнежевић, С. Јовановић, М. : *Савремени аспекти еколошке ревизије*, XV Интернационални симпозијум из пројектног менаџмента, Удружење за управљање пројектима Србије, YUPMA, Златибор, јуни, 2011. стр. 339-343.
- Влада Републике Србије (2006): *Национална стратегија о привредном развоју Србије од 2006-2012. године*, Београд, стр. 104, 185-187, <http://www.prsp.gov.rs/download/skupstina-nsprs.pdf>, приступ дана 19.04.2011. у 22:34.
- Агенција за заштиту животне средине, www.sepa.gov.rs
- <http://www.epa.gov>; приступ дана 25.02.2011. у 12:30.
- Закон о министарствима, "Сл.гласник РС", бр. 16/2011.
- Закон о управљању отпадом, "Службени гласник Републике Србије", бр. 36/09 и 88/10.
- Петровић, Н., Дракулић, М., Вујин, В., Дракулић, Р., Јеремић, В. (2011), *Климатске промене и зелене информационе технологије*. *Management*, 16 (59) стр. 35-43.
- Петровић, Н., Исламовић, С., Јеремић, В. (2010). Нулти отпад као нови концепт одрживог управљања отпадом, *Management*, 15 (57) стр. 39-45.

24. Handbook of National Accounting – Integrated Environmental and Economic Accounting – An Operational Manual, United Nations, New York, 2000, <http://unstats.un.org/unsd>, приступ дана 22.03.2011 у 15:04.
25. [Http://www.globalreporting.org/aboutgri](http://www.globalreporting.org/aboutgri); приступ дана 12.07.2011. у 18:35.
26. [Http://www.environment-agency.gov.uk/environmentalaccounting](http://www.environment-agency.gov.uk/environmentalaccounting); приступ дана 10.01.2011. у 23:00;
27. Међународни стандарди финансијског извештавања – IAS1- презентација финансијских извештаја, (2009), International Accounting Standards Committee Foundation, превод, Савез РР Србије.

др Предраг
МАРЈАНОВИЋ*

Специфичности места трошкова и носилаца трошкова у пољопривредној производњи

Сажетак: Циљ овог рада је да укаже на комплексност неких од основних организационих претпоставки, као полазне основе организационог модела за потребе обрачуна трошкова, планирања и контроле трошкова у пољопривреди. Организациони модел обрачуна и контроле трошкова у ужем смислу, између осталог, у великој мери је условљен техничко-технолошким поступцима који се користе у производњи, као и врстом делатности којом се предузеће бави. Из тих разлога, у раду се посебно наглашава специфичност органске производње у пољопривреди, која је од важности за типологију пољопривредне производње. У суштини, у раду је уложен напор да се на основу савремених теоријских сазнања из технологије, економије и рачуноводства укаже на проблеме теоријске природе и понуде могућа практична решења за пољопривредну производњу, која је по много чему атипичног карактера. С обзиром на изабрану тематику, у фокусу анализе нашао се проблем избора места и носиоца трошкова у пољопривредној производњи као полазне основе за обрачун и контролу трошкова. У складу са тим, у тексту је, између осталог, указано на значајне специфичности пољопривредне производње, као што су: ризик производње, куплована производња и карактеристична организација производње. Са становишта рачуноводствене теорије и праксе, свака од побројаних специфичности има утицај на коректност обухватања, процењивања и периодизацију, прихода, трошкова и учинка.

Кључне речи: пољопривредна производња, место трошкова, носиоци трошкова, линије производње, куплована производња.

Увод

Пољопривредна делатност у најужем смислу обухвата базичну производњу биљака и животиња путем биолошке трансформације. У том смислу, она има битне особености органске производње у којој се кроз процесе узгоја, производње и размножавања врши квантитативна и

квалитативна промена улазних инпута у нове производе. Из карактера пољопривреде као органске производње проистичу многе специфичности, међу којима наглашавамо следеће: организовање процеса производње, зависност производње органских материја од утицаја природних сила као објективних фактора који се не могу контролисати, неподударност времена ра-

* Висока школа за рачуноводство и берзанско пословање Београд

да и времена производње итд. Током претходне деценије у пословној пракси и научним истраживањима уводи се значајан концепт вертикалних ланаца снабдевања, који повезују произвођаче и потрошаче на линији: понуда/вредност/ланци агро-хране, итд.¹ Кључно питање је како стварно унапређивати пословну организацију и перформансе фарми и агробизнис фирми у контексту интегралних глобално конкурентних ланаца снабдевања агро-храном. У том контексту постају кључна питања емпиријских проучавања специфичних детерминанти трошкова у фармерској производњи².

Начела организовања производње су универзалног карактера; међутим, због специфичности пољопривреде као органске производње, организовање производног процеса је доста сложеније. Наиме, производња се најчешће обавља у неконтролисаним условима, под дејством природних сила; термин радних операција је стриктно временски одређен, дужина производног процеса је одређена физиолошким карактером биљака, односно животиња. Поред тога, у знатној мери ограничена је могућност извођења паралелних радних операција, као и равномерна употреба производних средстава и, на крају, рационална комбинација производног асортимана. Наведене специфичности пољопривредне производње утичу на планирање трошкова и прихода, што у основи ограничава функцију контроле и одговорности по производним пунктовима (линијама производње). Сезонски карактер пољопривредних радова условљава с једне стране увећане трошкове за ангажовање сезонске радне снаге, а с друге стране доводи до увећања трошкова амортизације услед тзв. погонске спремности опреме која се претежно користи у „сезонским шпитевима“³.

Научно-технички прогрес је у пољопривреди, као и у многим другим привредним делатностима, допринео да се производни поступци рационализују селекцијом биљака и животиња, побољшањем услова неге и иновацијама у области пољопривредне механизације. Међутим, на основу достигнутог степена научног сазнања још није могуће да се значајно скрати време производње биљака и животиња које је условљено периодом вегетације код биљака, односно потребним временом узгоја код животиња.

Особености пољопривредне делатности – економско рачуноводствени аспект

У уводном делу говорили смо о општим карактеристикама пољопривреде које могу утицати на организацију производње, контролу ризика пословања и висину трошкова и прихода у обрачунском периоду.

Међутим, за потребе даље експликације изабране проблематике, морамо се у овом делу рада посебно фокусирати на економско-рачуноводствени аспект пољопривредне производње. У том контексту, а у складу са постављеним циљевима истраживања, можемо идентификовати следеће карактеристичне особености пољопривредне производње: а) специфичност почетног материјала у производњи, б) наглашена производња средстава за сопствену репродукцију (интерна реализација), ц) флукуација – нестабилност трошкова производње и прихода, д) нехомогеност производа, е) квантификовање и алокација ефеката тзв. продуженог дејства агротехничких мера, ф) проблем расподеле трошкова на међуредне и пострне усеве, г) дуг временски период производње, различити природни услови, производња у неконтролисаним и ризичном амбијенту – што ствара проблеме везане за реалну процену залиха у билансу стања и расхода у билансу успеха, х) утицај структуре пољопривредних култура у одговарајућој плодосмени на компарабилност финансијског положаја различитих ентитета у оквиру идентичне производне оријентације, и) проблем куповане производње у пољопривреди – аспект калкулисања цене коштања заједничких учинака (носилаца трошкова) и трошкова недовршене производње за потребе билансирања и контроле трошкова и ј) специфичност избора места и носилаца трошкова различитих привредних ентитета за потребе калкулације цене коштања, контроле трошкова и алтернативног пословног одлучивања.

Производне активности у оквиру пољопривредне делатности

Према Лисавцу⁴, у оквиру привредне делатности у најширем смислу можемо идентификовати три основне групе активности: 1) биљна производња, 2) сточарство и 3) примарна пре-

1) Fischer, C., Hartman, M., Edited by (2010). *Agri-food Chains Relationship*. Wallington: CAB International, стр. 11-25.

2) Љутић Б. Ђ., Schneeberger, K. C., Osburn, D. D. (2006). *Аграрне финансије: Микро и макро концепти*. Београд, стр. 97-107.

3) Гогић, П. (2005). *Теорија трошкова са калкулацијама*. Београд-Земун: Универзитет у Београду, Пољопривредни факултет, стр. 80.

4) Лисавец, С. (1966). *Карактер трошкова пољопривредног газдинства*, Београд, Институт за економику пољопривреде – Београд, стр. 31.

рада пољопривредних производа (прерада која нема индустријски карактер).

У поступку даљег аналитичког рашчлањавања групе биљне производње, могу се идентификовати следеће гране: ратарство, повртарство, виноградарство, воћарство, ливадарство и пашњарство.

Поред побројаних грана, у биљну производњу могу се укључити још и шумарство, узгој вишегодишњег заштитног појаса итд.

Друга група – сточарство, може се посматрати као: свињарство, говедарство, овчарство, живинарство, коњарство, гајење риба и пчеларство.

Трећа група активности – примарна прерада пољопривредних производа, не може се као целина у стриктно рачуноводственом смислу укључити у пољопривредну делатност, јер садржи шири спектар активности од којих неке имају карактер индустријских операција. Из тих разлога, под појмом примарне прераде подразумеваћемо сам чин убирања или одвајања пољопривредних производа на самом газдинству до фазе нужне за њихово даље интерно коришћење или реализацију на тржишту. Конкретније, ради се о операцијама као што су: стрижа, мужа, жетва, убирање, сортирање и сл. Дакле, може се закључити да је ово финална фаза пољопривредне производње чији је циљ добијање пољопривредних производа у примарним облицима, при чему је степен њихове довршености дефинисан у Међународном рачуноводственом стандарду – МРС 41 - *Пољопривреда*⁵.

За рачуноводствено праћење пољопривредне производње значајно је напоменути да се групе даље деле на линије производње које су међусобно сличне по карактеру производних процеса, квантитету и структури трошкова, и на крају, према приходима као крајњем резултату.

Тако на пример, у ратарској производњи линије производње могу бити: производња жита (пшеница, јечам, раж, кукуруз и сл.), производња индустријског биља (сунцокрет, шећерна репа, конопља, памук, лан итд.) и производња крмног биља (сточне репе, соје, легуминоза итд.).

У повртарској производњи линије производње чине конкретни производи (кромпир, пасуљ, купус, паприка и сл.). У виноградарству, линију производње чини сортни асортиман који се дели на винско и стоно грозђе као основне производе. У воћарству линије се могу диференци-

рати према физиолошкој сличности, тако да се према том критерију могу класификовати линије производње јабучастог, коштуничавог воћа, агрума и сл.

У оквиру групе сточарство линије производње могу се генерално одредити према врстама стоке која се узгаја. По том критеријуму, као што смо већ изложили, постоји свињарство, говедарство, овчарство итд. Међутим, у пракси, ова теоријска подела ретко где је присутна у чистом виду. Следствено томе, у свињарству се линије производње могу разврстати по фазама које у најчешћем случају претходе једна другој и чине органску целину. На пример, производни процес започиње производњом прасади, потом долази одгој приплодног подмлатка, да би се на крају циклус завршио производњом товних свиња. У говедарству, због значаја финалних продуката, линије производње су најчешће мешовитог карактера. Тако, на пример, када линије производње диференцирамо према производној оријентацији, оне изгледају овако: производња млека и телади, производња говећег меса (тов говеда), производња (одгој) приплодног подмлатка итд.

Као линију производње можемо означити производ или групу производа који се добијају у току јединственог технолошког поступка уз утрошак заједничког материјала, рада и других фактора производње. Када се као резултат производног процеса добија група производа, говоримо о везаним производима, односно о тзв. куплованој производњи.

Међутим, треба нагласити да куплована производња није својствена само пољопривредној делатности, како се најчешће истиче, већ је у сличном обиму присутна и у другим привредним гранама, као што су прерађивачка и петрохемијска индустрија.

Са становишта рачуноводствене евиденције, линије производње подразумевају једну заокружену и хомогену производно-технолошку целину, која поред сличних улазних параметара (трошкова) има и специфичне излазне параметре (приходе) значајно диферентне у односу на друге производне целине. Конкретније, овде је реч пре свега о висини и структури трошкова и прихода код различитих култура у биљној производњи, односно категорији стоке у сточарској производњи.

5) Van Greuning, H. (2005), *International Financial Reporting Standards: A Practical Guide*, Newly Revised Edition, Washington D.C.: World Bank, стр. 220-231.

Место трошкова и носиоци трошкова

Управљачко рачуноводство у практичној апликацији често оперише терминима: место трошкова и носиоци трошкова, те их треба појмовно и садржајно одредити. Место трошкова представља у суштини организациону целину предузећа, фазу производње или сам производ за који се може везати трошење чинилаца производње, при чему утрошци треба да буду слични по квалитету и квантитативно самерљиви. Дакле, реч је о хомогеним технолошким поступцима или операцијама, чији резултат се по правилу не реализује на тржишту, него се преноси као додатна вредност на носиоце трошкова.

Места трошкова по карактеру могу бити производна и непроизводна. Ова класификација је крајње условна, јер је у савременим условима привређивања тешко повући демаркациону линију. Као производна места трошкова третирају се разне машине чији рад се преноси на носиоце трошкова. Њихов ефекат мери се у некој од мерних јединица: количином производа израженог у комадима, килограмима, пређеним километрима, итд. За разлику од производних, постоје и непроизводна места трошкова. То су по правилу трошкови појединих функција: техничке, комерцијалне, управне, контролне и сл. Без обзира што ови трошкови не настају у производњи, морају се пратити и посебно евидентирати, упркос чињеници да је због њихове природе то доста отежано.

Постоје и специфични случајеви у којима су места трошкова истовремено и носиоци трошкова. У суштини, таква њихова природа у рачуноводственом смислу не мења ништа у садржају. Тако, на пример, у саобраћајном предузећу носилац трошкова може бити свако возило које обавља услуге, у пољопривреди то могу бити све културе у биљној производњи, диференциране према локалитету, сортном саставу итд. У сточарству се као носиоци трошкова могу појавити различите врсте и категорије стоке, диференциране по расном саставу.

Носиоци трошкова нису ништа друго до учинци производног процеса, било да су у материјалној форми као роба или у форми чињења услуге. У сваком случају, носиоци трошкова су узрочници трошења на које се трошкови алоцирају било директно или помоћу одређених „кључева”. При томе треба имати на уму да сви носиоци трошкова нису произведени с циљем да се реализују на тржишту, иако по својој природи могу имати карактер робе. На пример, ако

се производ израђује у више фаза, свака од тих фаза може бити носилац трошкова, јер се производни процес обавља на различитим машинама, тако да предмет рада прелази са једног места трошкова на друго, при чему се трансформише и увећава вредност до коначне обраде у финални производ намењен тржишту. Но, и поред тих изузетака, генерално се може закључити да су носиоци трошкова коначни учинци намењени тржишту. Ту најчешће спадају производи основне и споредне делатности, који попримају карактер носилаца успеха у тренутку када се реализују⁶.

Носиоци трошкова у пољопривредној производњи

Пољопривредна производња је карактеристична по многим специфичностима, тако да се на њу не могу механички применити универзална правила иманентна индустријској производњи. Пре свега, њена специфичност се огледа у биолошком карактеру производње, продуженом дејству неких инпута, повезаности и условљености фаза у линији производње итд.

Из биолошког карактера производње проистиче низ проблема теоријске и практичне природе, који се могу генерализовати као немоћ да се егзактно повежу трошкови (директни и индиректни) са местима трошкова (вишегранска производња) и линијама производње као носиоцима трошкова у оквиру гране.

Продужена дејства нпр. стајског или минералног ђубрива код пострних и међуредних усева не могу се прецизно алоцирати због различитог дејства на поједине културе биљне производње у будућем плодореду.

У сточарству поједине категорије стоке само се условно диференцирају, јер је њихова повезаност такве природе да се производни ефекти морају комплексно разматрати у својој условљености и повезаности. Наиме, резултати претходних фаза производње само су улазне компоненте за наредну фазу у оквиру истих или различитих линија производње. Тако, на пример, тов јунади подразумева да су грла прошла кроз категорију телади у оквиру исте линије производње. Такође је могуће претпоставити да ће се у случају другачије производне оријентације одређени број телади користити за тов у некој другој линији производње, а други део за обнављање основног стада у оквиру исте линије производње итд. У том контексту, сточарство

6) Новићевић, Б., Антић, Љ. (2005), *Управљачко рачуноводство – обрачун трошкова*, Ниш, Економски факултет, стр 76.

као грана пољопривреде може се и мора посматрати у међузависности, а не засебно, по категоријама стоке.

У теоријском смислу избор носилаца трошкова започиње дефинисањем типа организације производње која може бити: појединачна, серијска и масовна. Проблем диференцирања носилаца трошкова настаје управо због тога што се пољопривредна производња због својих специфичности не може сврстати ни у једну од понуђених група⁷. Из тих разлога, рачуноводствена теорија, као и пракса, решавајући ове суптилне проблеме, развиле су методологију и апаратуру која има за циљ да прецизније диференцира места и носиоце трошкова и тако повеже настале трошкове са њиховим узрочницима. У том смислу, идентификовање носилаца трошкова за сваку грану пољопривредне производње представља основ устројства рачуноводственог праћења, алоцирања, обрачуна цене коштања и прихода појединачних производа, односно линије производње.

Носиоци трошкова у ратарској производњи

У литератури је прихваћено опште мишљење да се поједине биљне културе као линије производње (пшеница, кукуруз, шећерна репа итд.) могу сматрати носиоцима трошкова. Ова поставка, у суштини једноставна и практична, може се оспоравати и бранити са више аспеката. Најпре се може поћи од ситуације да се на једном газдинству гаји више различитих култура на различитим парцелама. Из тих разлога, може се поставити и питање да ли се свака култура на свакој појединачној парцели може посматрати као посебан носилац трошка.

Проблем није једнозначан. Наиме, у оквиру исте културе јављају се одређене сортне варијанте, односно разне врсте. Економски разлози намећу потребу за проценом ефеката по врстама у оквиру исте културе. Из тога проистиче да свака врста културе на одређеној парцели може бити носилац трошкова. Другим речима, теоријски посматрано, имаћемо онолики број варијација трошкова колико имамо различитих парцела и врста култура које се гаје на њима.

При решавању овог проблема, треба поћи од чињенице да правило по природи ствари тешко може бити универзално. То фактички значи да број носилаца трошкова треба прилагодити

потребама, величини и објективној ситуацији у којој се фирма налази.

Логично је претпоставити: уколико су парцеле истог бонитета, исте удаљености и уз то и уситњене, треба их посматрати као једно место трошкова. При том се нужно намеће питање шта се сматра малом, а шта великом парцелом. Теоријски се о томе може доста расправљати, а да се притом не дође до задовољавајућег решења. У начелу, величина парцеле је условна категорија и зависи од врсте културе која се гаји на њој.

Тако, на пример, иста парцела може се сматрати малом када се на њој гаји кукуруз, а великом када се на њој гаје повртарске културе итд.

Постоје и други критеријуми који опредељују величину парцеле у рачуноводственом смислу. То су, пре свега, техничке и организационе могућности праћења трошкова који чине да диференцирано праћење трошкова по парцелама буде рационално.

Уколико аналитички размотримо проблем, можемо извести следеће закључке. Диференцијација места трошкова по парцелама нужна је пре свега због различитог бонитета земљишта, различите микролокације, величине, облика итд. Међутим, диференцирање места трошкова по сортним варијантама у оквиру исте културе са становишта обрачуна трошкова није опортуну, јер су трошкови редовне производње приближно исти или слични, а разлике настају само на приходној страни, па је то према нашем мишљењу проблем друге врсте, који се не решава рачуноводственом методологијом.

Претходно излагање односило се на монокултурно гајење ратарских култура на датој парцели. Уколико се на једној парцели гаје две или више култура паралелно у међуредној обради, од којих је једна главни производ, а друга споредни, као носилац трошка јавља се главна култура. У овом случају питање расподеле трошкова на први поглед изгледа доста сложеније, али се и као такво може решавати истом методологијом као код монокултурне производње.

У теорији, као и у пракси, знатно већи проблем представља сукцесивно гајење два различита усева на истој парцели, као у пострној сетви. Овде се, наиме, ради о производњи са „две жетве“ годишње, при чему се као носиоци трошкова јављају два производа истог или сличног значаја. Како су оба производа истог значаја, самим тим су по природи ствари и самостални носиоци трошкова и ту нема никаквих недоумица у теоријском и практичном смислу. Проблем

7) Словић, Д. (2002). *Пољопривредно рачуноводство*, Београд, Финекс а. д., стр.45.

настаје када заједничке трошкове, настале на истој парцели, треба диференцирати на носиоце. У начелу, свака култура би требало да сноси део трошкова који се односи на њено гајење. Међутим, постоје трошкови земљишта, стајског и минералног ђубрива које је много теже, по садашњој методологији, егзактно расподелити. Наиме, услед продуженог дејства стајског, а посебно минералног ђубрива, тешко је ваљано разлучити ове заједничке трошкове парцеле и приписати их производима који су узрочници њиховог настанка. Суштински, проблем се састоји у томе да се аликвотни део трошкова који се односи на прву културу на њу и пренесе, а да се при том друга култура несразмерно не оптерети трошковима која се на истој парцели као пострни усев гаји после ње. Другим речима, треба правилно квантификовати продужено дејство појединих улазних елемената, да би се на основу тога расподелио припадајући износ трошкова на пострне усева. Са становишта агротехнике и економије, процес је комплексан и при садашњим сазнањима даје само приближно тачне резултате.

За потребе аналитичког праћења трошкова у пољопривреди, а у циљу контроле трошкова и ефикасности појединих агротехничких мера, могуће је пратити трошкове по фазама производње. Тако би се, на пример, код ратарске производње могла извршити подела на: трошкове припреме земљишта, основне обраде земљишта, сетве, ђубрења, наводњавања, неге и заштите усева, жетве (бербе) итд. Оваква структура и евиденција трошкова не би проузроковала додатне издатке везане за ангажовање стручне радне снаге за њихово праћење, јер су у суштини ове фазе основни аналитички инструментариј за доношење годишњих планова производње. Смисао овакве диференцијације трошкова је у томе да омогући контролу рационалности извршених мера, односно трошкова, те да притом благовремено укаже на могућу супституцију фактора производње, као и да омогући увид у начин реаговања појединих фаза процеса на промене обима производње.

Носиоци трошкова у повртарској производњи

Повртарска производња може по природи да буде специјализована када се гаји само једна или ограничени број култура, или се пак може појавити са ширим асортиманом производње

када се ради о већем броју култура. У оба случаја, свака култура се гаји одвојено једна од друге, те се са тог становишта може сматрати равноправним носиоцем трошкова. У оваквим условима, повртарска производња се у начелу не разликује битније од ратарске производње са становишта праћења и обрачуна трошкова.

Уколико се, пак, повртарска производња обавља као нуспродукт ратарске, воћарске или виноградарске производње, она се не јавља као носилац трошкова, већ се у систему калкулација третира као нуспродукт и на њу се примењују правила која важе и за калкулисање цене коштања нуспродукта.

У пракси се често догађа да се на истој парцели у лејама или таблама гаје различите повртарске културе. У том случају може се издвојити један носилац трошкова, док се на остале производе трошкови алоцирају према начелу куповане производње.

Најтеже је ипак решити питање узгајања повртарских култура у пострној сетви, на пример корнишони иза пшенице или купус иза јечма итд. У овом случају, свака од ових култура јавља се као посебан носилац трошкова са присутним проблемом диференцијације заједничких трошкова везаних за продужено дејство. Према Словићу⁸, ову ситуацију компликује чињеница да су повртарске културе далеко интензивније од ратарских култура, па је за њих потребан далеко квалитетнији агротехнички режим, на пример квалитетнија обрада земљишта, више рада и материјала, чешћа и скупља заштита итд. Међутим, по природи ствари сви наведени трошкови могу се директно везати за пострни усев и када се то учини, представљени проблем по нама не постоји. Другим речима, ови трошкови се могу третирали као појединачни, те се као такви могу директно везати за конкретан производ, док се у случају инпута са продуженим дејством (стајско, вештачко ђубриво) трошкови морају везати за парцелу и као такви по изабраном кључу расподелити на све производе за период у којем продужено дејство траје. Дакле, трошкови са продуженим дејством могу се у неку руку третирали као фиксни, те се као такви постепено амортизују, преносећи део вредности на производе који се на датој парцели гаје за унапред утврђени временски период. Како продужено дејство ефеката ђубрења временом слаби, ове трошкове свакако треба временски разграничити и отписивати деградивним методом.

8) Словић, Д. (2002), *Пољопривредно рачуноводство*, Београд, „Финекс“ а.д., стр. 48

Ако се производња повртарских култура обавља у тзв. топлим лејама, пластеницима или стакленицима, сваки такав објекат може се сматрати посебним носиоцем трошкова, а уколико се у више њих обавља производња исте културе, према истом систему узгоја, који подразумева исту организацију, технологију итд., за све објекте формира се један носилац трошкова.

У таквим случајевима поставља се логично питање: да ли је боље да се трошкови инфраструктуре и трошкови везани за одржавање топлих леја третирају као производно место трошкова (нешто као трошкови погона у индустријској производњи), па да се као такви интегришу са трошковима гајења дате културе, или пак да се у форми директних трошкова непосредно повежу са монокултуром која се гаји у објектима. Практични разлози налажу да се трошкови инфраструктуре посебно евидентирају, као нужна претпоставка повртарске производње и да се као такви непосредно преносе на културу која се у њима гаји у датој години.

Такође, сматрамо потребним да нагласимо још једну битну карактеристику повртарске производње, која је чини специфичном у односу на ратарство са становишта природе производног процеса и могућности праћења и обрачуна трошкова. Наиме, највећи део повртарских култура завршава вегетациони циклус у току истог обрачуноског периода, па је са тог становишта омогућено логичније сучељавање трошкова и прихода везаних за њихову производњу, због тога што производни циклус почиње и завршава се у току истог обрачуноског периода.

Носиоци трошкова у сточарству

Сточарска производња је по многим елементима специфична у односу на остале гране пољопривредне производње, па се при опредељењу за идентификацију носиоца трошкова морају имати у виду управо те чињенице. У сточарству, на пример, постоје различите категорије стоке у оквиру исте врсте или расе, што је основа за дефинисање носилаца трошкова.

Неоспорна је чињеница да сваку категорију стоке треба посматрати као посебног носиоца трошкова и о таквом решењу не треба дискутовати. Проблем у оквиру ове дискусије настаје као питање да ли за сваку расу стоке у оквиру одређене категорије треба извршити диференцијацију трошкова. Следећи аспект проблема односи се на дилему да ли треба вршити разграничење трошкова по местима и врстама од-

гоја, односно по објектима у којима се стока гаји и локацијама на којима се ти објекти налазе.

У начелу, избор места и носилаца трошкова у овом и у свим другим случајевима зависи од организационих околности и обима производње. У складу са тим, уколико је на једном локалитету мањи број грла, логично је питање оправданости формирања таквог места трошкова. У противном, када је на локалитету смештен већи број грла, такво питање се не поставља.

Шта се сматра већим бројем грла зависи првенствено од величине привредног субјекта, врсте и категорије стоке. Наиме, одређени број грла који се сматра великим за говедарство није велики и за свињарство, односно овчарство итд. У најопштијем смислу, потребно је да се формира носилац трошкова за сваку категорију стоке, тамо где за то има технолошких и економских разлога.

У прилог овом решењу може се навести низ аргумената. Као прво, диференцијација носилаца трошкова по расама, иако теоријски оправдана, у пракси – бар у сточарству – тешко се спроводи, а у неким случајевима је и непотребна. Наиме, може се претпоставити да се у већини случајева иста категорија стоке на газдинству, са незнатним варијететом у раси, држи у заједничком објекту, због сличности радних и других организационих операција. У таквој ситуацији, трошкови радних операција су слични или чак исти, трошкови исхране у нешто већој мери могу да варирају, док вредност унетог грла може посебно да се исказе, као и његова продајна цена на крају производног циклуса. Друго, уколико су варијетети у раси значајнији, то самим тим одређује и њихову намену, без обзира на старосну доб која је детерминанта за одређивање категорије стоке. Тако, на пример, једна раса говеда биће погоднија за тов, а друга за производњу млека, па ће се према логици ствари држати у одвојеним објектима и самим тим представљати засебне носиоце трошкова.

У рачуноводственом смислу, и у овом случају се отвара дилема, по много чему слична оној која је присутна код воћарства и виноградарства, у вези са третманом дугогодишњих засада, основног стада и основног јата. То питање повезано је са дилемом да ли основна средства у припреми треба третирати као посебне носиоце трошкова. Другим речима, питање се може конкретније поставити: да ли за категорију гајења приплодних грла треба образовати посебне носиоце трошкова или ову производњу третирати као инвестиционо улагање.

У теоријском смислу одгој приплодних категорија заправо представља улагање у основно

стадо, што фактички значи да се ради о инвестиционом улагању. Са тог становишта питање да ли инвестиције могу бити носиоци трошкова делује беспредметно. Међутим, пракса је показала да је из одређених разлога неопходно да све категорије стокe имају третман носилаца трошкова. Према томе, у току обрачунског периода све категорије стокe треба третирати као носиоце трошкова, а на крају обрачунског периода треба настојати да свака обрачунска позиција буде правилно исказана.

У пракси се често догађа да иста категорија стокe, у зависности од узраста буде у одгоју смештена у различитим објектима. На пример, млађа грла гаје се у једном, а старија грла из исте категорије у другом објекту, па се након одређеног узраста врши пребацивање стокe из једног у други објекат и подвргава се другачијем технолошком третману. Разуме се да у оваквим ситуацијама долази до сегментовања носилаца трошкова по међуфазама унутар исте категорије. У тако организованој производњи неминовна је дилема да ли сваку међуфазу треба третирати као посебног носиоца трошкова или све фазе као заједничко место трошкова у оквиру одређене категорије. Одговор није једнозначан и зависи од услова одгоја који у крајњој линији одређују диференцијацију по местима и носиоцима трошкова.

У сточарству се носиоци трошкова обично идентификују са линијом производње. Линија производње означава групу производа који се добијају јединственим технолошким поступком, односно заједничким утрошком фактора производње. Овде се очигледно ради о куплованим или тзв. везаним производима, при чему није од формалног значаја да ли су у питању два, три или више производа. Наравно да неки од ових производа могу бити главни, други споредни или нуспродукти, што такође не мења форму ствари, али суштински може утицати на начин избора методологије калкулисања цене коштања појединачних производа.

Линије сточарске производње повезане су у одређеној мери са категоризацијом стокe и организационим типом производње. У складу са тим, може се извршити следећа класификација стокe по линијама производње:

- у говедарству: производња млека и телад, производња говећег меса (тов говеда), производња (одгој) приплодног подмлатка;
- у свињарству: производња прасади, производња свињског меса (тов свиња), производња (одгој) приплодног подмлатка;

- у овчарству: производња млека и вуне, производња меса и вуне, производња крзна;
- у живинарству: производња јаја за насад (расплод), производња конзумних јаја, производња живинског меса (тов пилића бројлера), производња једнодневних пилића, производња приплодног подмлатка.

Са становишта праћења и обрачуна трошкова, линије сточарске производње углавном су исте, уз извесне специфичности које су плод производно-технолошких карактеристика. Међутим, из прагматичних разлога са становишта састављања калкулација, линије производње могу се поделити у две групе:

- а) Линије производње код којих грла стокe представљају основно средство за производњу (производни капацитет) од којег се добијају различити сточарски производи (држање музних крава, приплодних крмача, приплодних оваца, кокошака носила и сл.);
- б) Линије производње код којих грла представљају најпре материјал за производњу (репродукциони материјал), а на крају процеса производње, готов (тржишни) производ. У ову линију производње спадају: товна стока, односно жива маса утовљених грла, нпр. товна телад и јунад, товне свиње, бројлери и сл., које су ближе одређене тежином грла на почетку и на крају производног процеса.

Код производње приплодних грла намењених репродукцији сопственог основног стада (замена излучених крава, приплодних крмача и др.), произведена приплодна грла имају карактер основних средстава.

Као и у претходном случају, и ове линије ближе су одређене примењеном технологијом производње, начином држања и исхране, начином чишћења стаје, спремањем стајњака или осокe и др.

Без обзира на грану, у сточарству важи правило: што је нижи ниво интензивности производње - то је мања диференцијација унутар саме линије производње. У противном, виши ниво развоја производње подразумева диференцијацију приближну нивоу индустријске производње. Такође, може се узети као генерално правило да су код свих грана и линија производње присутни трошкови „одржаног obroка” на расходној страни, као фиксни трошкови или трошкови својеврсне погонске спремности основног стада.

Закључак

Специфичност пољопривредне у односу на индустријску производњу састоји се у томе што се производња у пољопривреди обавља у неконтролисаном производном амбијенту, уз учешће биолошких средстава. Дуг временски период производње дисконтинуираног и сезонског карактера, нарочито у биљној производњи, отежава евидентирање и алокацију трошкова на места трошкова и линије производње као носиоце трошкова. Процес адекватне алокације трошкова на места и носиоце усложњава се чињеницом да је највећи део директних и општих трошкова у пољопривреди заједничког карактера, те се морају директно или помоћу „кључева“ у крајњој инстанци диспонирати на различите линије производње (носиоце трошкова) у оквиру текућег производног програма.

Без обзира на примарну сврху организовања рачуноводства, која може бити устројена са наглашеном билансном или контролном функцијом, први корак и основу сваке организације рачуноводства чини правилан избор места трошкова на ком ће се трошкови евидентирати (сакупљати), а потом у складу са начелом узрочности алоцирати на носиоце трошкова (линије производње, односно појединачне производе). Дакле, места трошкова представљају колекторе за прикупљање и евидентирање свих трошкова насталих у вези са изградом учинка, а начело узрочности је спона која их повезује са носиоцима трошкова.

Но, и поред коректног избора места и носиоца трошкова, због карактера пољопривредне производње, може доћи до проблема који се могу идентификовати као: квантификовање трошкова за потребе обрачуна цене коштања учинка, одступање од начела узрочности и правилне периодизације вредности имовине у билансу стања и расхода у билансу успеха. У претходној анализи указали смо на све ове проблеме и за неке од њих предложили могућа практична решења, док смо остале истакли као отворена питања за која, бар за сада, према нашем мишљењу, не постоје ваљани одговори. То, наравно, не значи да треба одустати од даљег напора да се аналитички инструментариј и методологија евиденције, алокације трошкова и процена прихода даље дорађују да би се финансијско

извештавање учинило истинитијим. У том смислу, сматрамо да је овај рад својим решењима и наглашавањем отворених производно-рачуноводствених проблема дао барем скроман допринос остварењу постављеног циља.

Литература

1. Fischer, C., Hartman, M., Edited by (2010). *Agri-food Chains Relationship*. Wallington: CAB International
2. Гогић, П. (2005). *Теорија трошкова са калкулацијама*. Београд-Земун: Универзитет у Београду, Пољопривредни факултет
3. Van Greuning, H. (2005). *International Financial Reporting Standards: A Practical Guide*. Newly Revised Edition. Washington D.C.: World Bank
4. Љутић Б.Ж., Schneeberger K.C., Osburn D.D. (2003). *Модерни агробизнис менаџмент: Системски приступ фармерској производњи и агробизнисима*. Београд
5. Крстић, Б., Лучић, Ђ. (2000). *Организација и економика производње и прераде сточарских производа*, Нови Сад, Пољопривредни факултет; Оџаци, ДП Младост
6. Лисавац, С. (1966). *Карактер трошкова пољопривредног газдинства*, Београд, Институт за економику пољопривреде - Београд
7. Лисавац, С. (1972). *Економика и организација пољопривредних предузећа*, Београд, Удружење студената економског факултета - Београд
8. Љутић, Б. Ж., Schneeberger, K. C., Osburn, D. D. (2006). *Аграрне финансије: Микро и макро концепти*. Београд
9. Марко, Ј., Јовановић, М., Тица, Т. (1998). *Калкулације у пољопривреди*, Нови Сад, Футура публикације
10. Новићевић, Б., Антић, Љ. (2005). *Управљачко рачуноводство – обрачун трошкова*, Ниш, Економски факултет
11. Словић, Д. (2002). *Пољопривредно рачуноводство*, Београд, Финекс а. д.

др Ксенија
ДЕНЧИЋ-МИХАЈЛОВ*

Управљање процесом иницијалне јавне понуде акција: избор метода утврђивања цене акција

Резиме

Иницијална јавна понуда акција (IPO) представља прво емитовање акција предузећа које није било листирано на берзи. Док су мотиви "отварања" предузећа добро познати, управљање и динамика IPO активности су доста сложени. Након приказа могућих објашњења варијација у активностима "отварања" предузећа на глобалном нивоу, посебна пажња усмерена је на управљање IPO процесима. У раду су анализирани предности и недостаци модела утврђивања цена акција који су на располагању предузећу-емитенту у процесу "отварања": метод фиксне цене, book building метод и метод аукција.

1. Увод¹

Иницијална јавна понуда акција (*Initial Public Offering - IPO*) и процес "отварања" предузећа представљају веома важне области истраживања финансијског менаџмента. У исто време, ове теме истраживане су првенствено са институционалног аспекта, без дубље анализе економске суштине процеса "отварања" и активности и механизма за његово спровођење. Најпопуларнији прилаз проучавању IPO процеса наилазимо у раду Маурера [18], по коме је "отварање" предузећа природна фаза у процесу раста и развоја компанија. Након више од две деценије примене IPO техника, може се рећи да је ова констатација само делимично тачна. Наиме, у пракси се за "отварање" не одлучују само

велика предузећа у фази зрелости животног циклуса (у Немачкој је "отварање" великих компанија пре изузетак него правило). То указује на закључак да "отварање" није обавезна фаза у животном веку предузећа, већ процес који је првенствено питање избора развојног пута предузећа.

Иницијална јавна понуда је прво емитовање акција предузећа које није било листирано на берзи. Путем иницијалне јавне понуде, предузеће се "отвара" - из затвореног облика прелази у јавно отворено акционарско друштво (*going public*) и може бити листирано/котирано на берзи. Поред примарне понуде акција, када се први пут емитују нове акције јавном емисијом, са циљем прикупљања додатно потребног новог капитала, постоји и секундарна понуда, када се

*1) Ванредни професор, Економски факултет, Универзитет у Нишу

1) Рад представља резултат рада ауторке на Пројекту бр. 179066 „Унапређење конкурентности јавног и приватног сектора Србије умрежавањем компетенција у процесу европских интеграција Србије”, финансираном од стране Министарства науке и просвете Републике Србије.

предузеће “отвара” тако што се акције постојећих власника износе на организовано тржиште, чиме долази до трансфера вредности између старих и нових акционара, без емитовања нових хартија и без одлива и прилива новца из и у предузеће [17].

Кроз поступак иницијалне јавне понуде акције се нуде најширој инвестиционој јавности, односно заинтересованим инвеститорима који би новчаним средствима куповали акције, а предузеће на тај начин прибавља капитал неопходан за сопствени развој. Иницијална јавна понуда, дакле, пружа могућност прибављања додатног капитала путем механизма примарног тржишта капитала. То је важна прекретница у животном циклусу приватних предузећа, јер има значајан утицај на структуру власништва и контролна права постојећих власника. У поступку “отварања” и одлучивања о будућем уделу у власништву, од постојећих власника захтева се избор између две алтернативе: јавна продаја власничких права диспергованим акционарима или директни преговори са потенцијалним купцем. Иницијална јавна продаја акција врши се на основу исте процедуре као и јавна емисија акција, уз одређене разлике. Овде се ради о првој емисији акција, по правилу, емисији мањег обима у односу на наредне. Реакције на тржишту капитала приликом иницијалне јавне понуде могу бити “драматичне”. Почетна емисија продаје се и са више од 15% дисконта, што се објашњава асиметричношћу информација, сигнализирањем, ризиком инвестиционе банке да не изгуби инвеститора, карактеристикама регулаторног окружења и сл.

Број и укупна вредност трансакција иницијалне јавне понуде акција на глобалном нивоу значајно варира током последњих педесет година. Иако су иницијалне јавне понуде феномен познат у корпоративној пракси још 1960-их година, током последње деценије XX века оне представљају доминантан начин прибављања капитала за приватне компаније у САД. Различита објашњења варијација у агрегатној вредности и броју IPO трансакција постоје у оквиру више хипотеза: хипотезе о потребама за капиталом, хипотезе о информационој асиметрији и хипотезе о осетљивости инвеститора.

Независно од цикличног карактера IPO активности, процеси отварања се континуирано дешавају у корпоративној пракси и од изузетне важности је адекватно управљати овим процесима. “Отварање” се реализује уз помоћ тима стручњака сачињеног од различитих експерата. У поступку планирања иницијалне јавне понуде,

неопходно је извршити одређене интерне и екстерне припреме. Посебан проблем IPO менаџмента представља избор начина одређивања цена. Иницијална јавна понуда може се реализовати путем тзв. *book building* метода, методом фиксне цене и методом аукције, што зависи од ограничења регулативног карактера, економског окружења, али и мишљења инвестиционе банке, с обзиром на факторе из окружења и карактеристике предузећа која се отвара.

Циљ рада је анализа феномена иницијалне јавне понуде акција са становишта динамике IPO активности и управљања овим процесима у предузећу. У првом делу рада аутор даје одговор на питање зашто долази до варијација у броју и вредности IPO трансакција на глобалном нивоу. Други део рада посвећен је проблемима IPO менаџмента, првенствено анализи најчешће примењиваних IPO метода, као што су метод фиксне цене, *book building* метод и метод аукција. Ова разматрања помажу у расветљавању проблема управљања процесом иницијалних јавних понуда на домаћој корпоративној сцени.

2. Зашто долази до “таласа” IPO активности?

Број и укупна вредност трансакција јавне понуде акција значајно су варирали током последњих педесет година. Иако су иницијалне јавне понуде феномен познат у корпоративној пракси још 1960-их година, током последње деценије XX века оне представљају доминантан начин прибављања капитала за приватне компаније у САД. Нагли скок броја и вредности IPO-а бележи се касних 1990-тих са порастом популарности акција интернет компанија. У тзв. „bubble“ периоду између 1998. и 1999, скоро да и није било недеље током које најмање једна IPO није регистрована, најчешће у области компанија високе технологије-dot.com индустрије. Како у свом прегледу IPO-а током 1990-их Ghosh [7] истиче, принос који су инвеститори остварили током првог дана трговања за највећи број IPO компанија износио је преко 200%. Након марта 2002. год, међутим, број и вредност IPO-а почиње да пада, а приноси који се остварују током првог дана трговања су далеко испод оних достигнутих током „bubble“ периода.

Поред финансијских, и други фактори утичу на тајминг и вредновање IPO трансакција. Феномен “таласа” IPO активности истраживао је већи број економиста. Феномен су у економској литератури први уочили Ibbotson и Jaffe [8], и Ibbotson et al. [9, 10]. Lowry и Schwert [15] истичу

да је ниво IPO трансакција већи после периода високих иницијалних приноса, што указује да су информације до којих се долази током периода регистрације важан фактор интензитета IPO трансакција. Према истраживањима Rajan-a и Servaes-a [20, 21], Lerner-a et al. [12] и Pagano-a et al. [19], разни облици тржишних несавршености у уској су релацији са нивоом IPO активности. Lerner et al. [12] уочавају да периоди неповољних услова за емитовање акцијског капитала од стране приватних (затворених) компанија, форсирају ове фирме да се "отварају" и траже мање погодне финансијске аранжмане за свој развој. Са друге стране, Pagano et al. [19] истичу да компаније реализују IPO првенствено да би искористиле погодности прецењености акција на нивоу индустрије, док је финансирање потреба за будућим развојем секундарни фактор IPO трансакција.

Различита објашњења варијација у агрегатној вредности и броју IPO трансакција налазимо у оквиру више хипотеза: хипотезе о потребама за капиталом, хипотезе о информационој асиметрији и хипотезе о осетљивости инвеститора [16]. Према хипотези о потребама за капиталом, варијације у IPO броју и вредности зависе од промена у агрегатним потребама за капиталом од стране приватних компанија. Те потребе зависе од општих економских услова (бољи услови – већи очекивани раст економије – веће потребе за капиталом). Да би максимизовали вредност фирме, менаџери оцењују доступне изворе финансирања и њихову цену, али и могуће будуће изворе и цену финансирања. Компанија се одлучује за IPO када тај начин прибављања капитала пружа највеће нето користи.

Сходно хипотези о информационој асиметрији, трошкови негативне селекције у вези са IPO варирају током времена. Како се менаџери одлучују за IPO када су акције прецењене, тржиште коригује процену вредности компаније након обелодањивања IPO-а. Међутим, трошкови негативне селекције спречавају многе фирме са пројектима са позитивном нето садашњом вредношћу, да путем IPO прибаве капитал за финансирање пројеката. Компанија се одлучује за иницијалну јавну понуду акција уколико су користи од нове емисије више од збира трошкова емисије и трошкова негативне селекције. Када су трошкови негативне селекције сувише високи, приватне компаније одлажу IPO и одлучују се за алтернативне изворе прибављања капитала. Дакле, периоде обележене високом информационом асиметријом (нпр. азијска финансијска криза, глобална светска

економска криза) одликује ниска вредност и број IPO-а.

Према хипотези о осетљивости инвеститора, варијације у оптимизму инвеститора условљавају флукуацију трошкова иницијалних јавних понуда акција, а самим тим и њихову укупну вредност и обим. Постоје периоди када инвеститори превише оптимистички оцењују ситуацију на тржишту и спремни су да плате за акције више од њихове реалне вредности. Такве периоде карактеришу ниски трошкови "отварања" затворених компанија. Периоде инвестиционог песимизма карактерише низак ниво вредности и обима IPO-а.

Наведене хипотезе разликују се по два битна аспекта. Први се тиче претпоставки о ефикасности тржишта. Други се односи на фокус хипотезе – то може бити потреба компаније за емисијом акцијског капитала или понуда акцијског капитала са тржишта. Хипотезе о потребама за капиталом и о информационој асиметрији базирају на претпоставци о осредњој форми ефикасности тржишта капитала. Према овим хипотезама, компаније се одлучују за IPO само када су има на располагању пројекти са позитивном нето садашњом вредношћу. Хипотеза о осетљивости инвеститора полази од тога да је тржиште капитала неефикасно. Хипотеза о потребама за капиталом усмерена је на тражњу приватних компанија за акцијским капиталом, док су хипотезе о информационој асиметрији и о осетљивости инвеститора концентрисане на промену понуде капитала на тржишту (одговор на питање како инвеститори оцењују нове емисије акција).

У контексту варијација у агрегатној активности IPO трансакција, логично се поставља питање утицаја глобалне финансијске кризе на обим и реализацију иницијалних јавних понуда данас. Озбиљна економска рецесија с почетка 2008. године утицала је на пад активности на глобалном IPO тржишту за 60% како у броју, тако и у вредности IPO трансакција [4]. Ефекти глобалне кризе осетили су се на свим националним тржиштима капитала. Полако оживљавање IPO тржишта везује се за почетак 2010. године, при чему је тај опоравак најизраженији на тржишту Азије. Према подацима агенције *Ernst & Young* [6], учешће Азије у укупном броју и вредности IPO трансакција је на нивоу од 60%. Очекује се да са побољшањем макроекономске стабилности и тржишне ликвидности, дође до бржег раста IPO тржишта у будућем периоду.

Најмање три разлога могу објаснити пад IPO активности током последње три године [5]. Прво, током периода изражене неизвесности и пада инвестиционог поверења, инвеститори преферирају улагање у нискоризичне инвестиције. Према хипотези о осетљивости инвеститора, број и вредност IPO трансакција зависи великим делом од степена поверења инвеститора у тржишне механизме, које је посебно пољуљано током глобалне финансијске кризе. Криза на тржишту хипотекарних кредита још један је од могућих разлога пада IPO тржишта. Коначно, нова регулатива у области корпоративног управљања (на пример усвајање Sarbanes Oxley закона у САД), поскупела је процес „отварања“ предузећа, што представља могућу баријеру за велики број предузећа да реализују иницијалну јавну понуду акција.

3. Управљање иницијалном јавном понудом акција

Разлози преласка затворене у отворену компанију могу бити различити, почев од раста и развоја предузећа, преко ограничених могућности прибављања додатног капитала и тешкоћа које изазива повлачење власника, до потреба за успостављањем тржишне вредности предузећа и обезбеђења веће ликвидности улога постојећих власника. Мале породичне или ортачке компаније често се у свом развојном циклусу сусрећу са потребом прикупљања нових средстава за потребе истраживања и развоја, освајања нових производа и тржишта, ширења производње и куповине нове опреме, смањења задужености, диверзификовања пословања или аквизиције. Додатни капитал који се прикупи путем иницијалне јавне понуде повећава нето вредност предузећа. Са овим додатним капиталом, предузеће гради нову финансијску позицију на основу које може прикупљати или позајмљивати нова средства, често под повољнијим условима. Са друге стране, „отварање“ прати и побољшање конкурентности предузећа на тржишту. „Отварање“ затворених акционарских предузећа подразумева лакше мењање финансијске структуре у будућности, као и могућност реализације мерџера и аквизиција. Могућност трговања акцијама на берзи утиче на повећање ликвидности акција.

Поред неоспорних позитивних ефеката на будуће пословање, процес „отварања“ предузећа има и неке недостатке са становишта емитента [17]. Као прво, затворено предузеће

постаје отворено, а самим тим и више изложено суду и пажњи јавности по питању обавеза објављивања информација о пословању, финансијском стању и положају. Отворена предузећа под сталним су надзором од стране регулаторних органа и тела, морају да поштују формалне прописе приликом заказивања годишњих сас-танака акционара, одобрења компензационих шема за менаџере и сл. Чињеница да предузеће постаје јавно повлачи и већи притисак инвеститора када су у питању њихова тржишна очекивања, као и већу вероватноћу неконтролисаног одлива поверљивих информација. Нова емисија акција има за непосредну последицу дисперзију власништва и „разводњавање“ контроле над предузећем. Слободно трговање акцијама на секундарном тржишту омогућава појаву већинског власника и повећава ризик од преузимања власништва над предузећем путем тржишта капитала. Процес „отварања“ предузећа повлачи одређене трошкове. То су различити административни трошкови и таксе које намеће комисија за хартије од вредности, али и трошкови неповољне селекције (*adverse selection*) који су се јављају због неједнаке информисаности инвеститора и емитента о вредности предузећа која се отвара, а чија је последица потцењеност акција из иницијалне јавне понуде.

Да би предузеће успешно реализовало иницијалну јавну понуду, неопходно је да има стабилну тржишну и финансијску позицију, реалне могућности развоја, задовољавајући ниво профитабилности, одговарајућу кадровску структуру, професионалне, партнерске и кооперативне односе са окружењем, међународно сертифициране процесе и производе, успостављен ефикасан механизам пословног и финансијског извештавања и интерне контроле. „Отварање“ се реализује уз помоћ тима стручњака сачињеног од различитих експерата (агента емисије, ИР агенције, правних и пореских саветника, ревизора и других стручњака). У поступку планирања иницијалне јавне понуде, неопходно је извршити одређене интерне и екстерне припреме.

Интерне припреме обухватају детаљну анализу отварања, информисање запослених о значају и почетку рада на пројекту отварања, доношење потребних одлука на скупштини акционара (промена правне форме или облика, дистрибуција нове емисије акција), именовање вође пројекта и тимова за одређене области (капитал, маркетинг, корпоративно управљање и др.). Неопходно је такође дефинисати мисију и визију IPO процеса, као и оперативни план за

реализовање дефинисане визије. Екстерне припреме подразумевају ангажовање екстерних експерата (одређивање цене, израда проспекта, аката и др.), организовање пропагандне кампање, дефинисање циљне групе инвеститора (институционални, индивидуални, домаћи, страни) и њихово информисање (давање информација, брошура, пружање додатних информација). У вези са начином одређивања цена, иницијална јавна понуда се може реализовати путем тзв. *book building* метода, методом фиксне цене и аукције (Табела 1), што зависи од ограничења регулативног карактера, али и мишљења инвестиционе банке, с обзиром на факторе из окружења и карактеристике предузећа која се отвара.

Основне разлике између ових метода тичу се начина утврђивања IPO цене, начина плаћања и одређивања нивоа тражње за акцијама из IPO-а. Метод фиксне цене био је много популарнији у прошлости. У новије време *book building* метод постаје доминантан метод IPO реализације, првенствено због предности које доноси у процесу прикупљања информација и флексибилнијој алокацији која је омогућена инвестиционој банци. Како ове методе имају различите ценовне и алокационе ефекте током и након IPO процеса, у даљем тексту бавићемо се њиховом детаљнијом анализом.

3.1 Метод фиксне цене

Метод фиксне цене представља традиционалан метод реализације иницијалне јавне понуде акција. Како Scherman и Titman показују [25], метод фиксне цене заступљен је у великом броју земаља, али полако губи на популарности, нарочито када су у питању иницијалне јавне

понуде високе вредности и велика, развијена и активна тржишта. Код метода фиксне цене, предузеће вреднује и продаје сопствене акције по унапред одређеној, фиксној цени (нпр. свака акција из IPO-а се продаје по цени од 1.000 РСД). У случају метода фиксне цене иницијалне јавне понуде су обично преплаћене, у неким случајевима и више стотина пута. Из тог разлога, овај метод је са становишта инвеститора врло популаран јер се могу остварити високи приноси у току веома кратког периода почетног јавног трговања акцијама (прва 2-3 дана). Са друге стране, фиксна цена обично води проблему потцењености предузећа-емитента, тј. постављању цене акција из IPO-а на ниво знатно нижи од фер тржишне вредности.

Метод фиксне цене подразумева поделу акција из IPO-а инвеститорима на пропорционалној основи. Институционални инвеститори често неће бити заинтересовани за учешће у иницијалним јавним понудама са фиксном ценом, јер се излажу неизвесности у вези са количином акција које могу откупити, као и опортунитетним трошковима у вези са тим. Како су трошкови и време потребно за комплетирање IPO процеса много нижи код *book building* метода, овај тип инвеститора много је заинтересованији за учешће у *book building* трансакцијама.

Сходно методу фиксне цене, емитенти излазе на IPO тржиште са унапред утврђеним, фиксном ценом за своје акције, а на основу анализе вредности предузећа и вредновања сличних компанија на истом тржишту. Теоријски посматрано, IPO цена треба да буде једнака нето вредности имовине предузећа које би требало да обелодани све квалитативне и квантитативне факторе на основу којих је утврђена

Табела 1 - Методи реализације иницијалне јавне понуде

Метод	Понуђена цена	Тражња	Плаћање
Фиксна цена	Цена по којој се акције из IPO-а нуде на продају је унапред позната	Тражња за акцијама је позната тек након затварања емисије	100% плаћање се врши током уписа емисије
Book building	Цена по којој се акције из IPO-а нуде на продају није унапред позната инвеститорима. Познат је само опсег у коме ће се цена кретати (дозвољена варијација до 20%)	Тражња, по различитим ценама, може бити позната током <i>book building</i> периода	Плаћање се врши након алокације акција инвеститорима
Аукција	Цена и алокација акција су базирани на аукцијским понудама применом унапред дефинисаних правила	Тражња је прецизирана у понудама учесника у аукцији	Плаћање се врши након алокације акција инвеститорима

IPO цена. Како готово сва емпиријска истраживања показују, акције из IPO су потцењене, па се може закључити да је и IPO цена утврђена овим методом на нивоу испод нето вредности имовине. Основни недостатак овог метода утврђивања цена везује се за непостојање информација о будућој тражњи инвеститора за акцијама из IPO-а. Уколико је тражња висока, фиксна цена не мора да одражава фер тржишну вредност предузећа и долази до наглог скока цене акција током првих дана трговања на берзи.

Chowdhry и Sherman [3] указују на две карактеристике метода фиксне цене које највише доприносе већој потцењености акција из IPO-а применом овог метода у односу на *book building* метод:

- 1) дефинисање цене унапред повећава ризик да понуда неће успети (због недостатка информација за правило одлучивање инвеститора);
- 2) захтев да инвеститори унапред исплате емитенту за цеколокупан износ акција из њихове понуде (чиме се пропушта прилика за остварење приноса по основу камате на краткорочно ангажовање ових средстава инвеститора).

И поред ових недостатака, метод фиксне цене опстаје у IPO пракси и то првенствено због тога што је ефикасан, подразумева ниже трошкове дистрибуције акција инвеститорима, и избегава високе трошкове у вези организовања тзв. *road show*-а (емпиријски доказано од стране Ljungqvist et al. [13]). Поред тога, овај метод не захтева одржавање дугорочне сарадње између инвестиционе банке и инвеститора. Захтев за плаћањем унапред током уписа емисије сматра се негативном карактеристиком са становишта инвеститора. То је, са друге стране, позитивна карактеристика са становишта емитента, првенствено због тога што се избегава ризик од неплаћања од стране инвеститора. Тако се на ефикаснији начин прикупљају финансијска средства за потребе раста и развоја компаније.

3.2 *Book-building* метод

Book-building процес, који су у академској литератури први пут анализирали Benvenist и Spindt [1] и Benvenist и Wilhelm [2], представља процедуру коју предузећа, посредством покровитеља, користе за ефективну дистрибуцију емитованих акција. Овај, у светским димензијама распрострањени метод продаје акција из иницијалне јавне понуде, пружа инвестиционој банци велики степен дискреције при одлучива-

њу о висини цене и алокацији продаје. Како је често тражња за понуђеним акцијама већа од понуде, неопходно је унапред направити избор инвеститора, будућих акционара предузећа. *Book building* процес усмерен је на раздвајање великих-институционалних и индивидуалних инвеститора и одређивање распона цене, односно цене по којој ће се извршити продаја акција након истека дефинисаног рока за достављање понуда. Овај процес, грубо посматрано, могуће је поделити на три фазе:

- У првој фази емитент именује за *book runner*-а инвестиционој банку задужену за покровитељство над новом емисијом. Затим се обелодањује укупан број акција из иницијалне јавне понуде и опсег (границе) IPO цене. Инвестициона банка врши избор инвеститора - потенцијалних купаца акција из нове емисије, који ће извршити вредновање емисије.
- Инвеститори вреднују нову емисију, након чега банка добија индикације о карактеристикама будуће тражње за акцијама из иницијалне јавне понуде. Инвеститори саопштавају своје преференције у вези са количином и ценом по којој су спремни да купе акције преко брокера. Брокери пласирају понуде електронским путем у електронску књигу у којој се понуде чувају. Понуде оцењују инвестициона банка и емитент, на основу критеријума као што су време давања понуде, квалитет инвеститора, „агресивност“ цене и сл.
- Коначно, у последњој фази, утврђује се цена по акцији, а нова емисија алоцира се на инвеститоре који су учествовали у *book building* процесу. Утврђује се минимална цена по којој су сви инвеститори спремни да купе IPO акције (*cut-off* цена). Акције се, логично, усмеравају ка инвеститорима који су понудили цену вишу од *cut-off* вредности, све док се укупна количина акција не прода.

Book building метод сматра се транспарентнијим и тржишно заснованијим у односу на метод фиксне цене. Присталице овог метода истичу два важна резултата његове примене: максимизовање финансијских средстава која поступком „отварања“ добија емитент и минимизовање флукуација у цени акција непосредно након „отварања“ предузећа. Са друге стране, *book building* је често критикован јер, генерално посматрано, искључује инвеститоре из процеса директног аукцијског надметања. Поред тога, примена овог метода даје боље резултате код иницијалних јавних понуда велике вредности и у процесу отварања финансијски јаких и успешних предузећа чије пословање је добро познато инвестиционој јавности. Такође, *book building*

метод је ефикаснији у процесу откривања цена у развијеним економијама и са финансијски едукованим инвеститорима упознатим са свим факторима који могу утицати на цену хартија од вредности. С тим у вези, примени *book building* метода на тржиштима у развоју неопходно је приступити са посебним опрезом и уз прецизно разрађену законску регулативу.

Чињеница да су акције из IPO-а у просеку потцењене упућује на први поглед на закључак, да је *book building* прикладан начин да покровитељи емисије награде своје омиљене клијенте. То је само мања, ексклузивна, група инвеститора који су добро обавештени. Та ексклузивност је скупа - инвестиционе банке би могле да смање ниво потцењености акција када би у поступак иницијалне јавне понуде укључиле већи број информисаних инвеститора. Међутим, како Sherman и Titman [25] истичу, инвестиционе банке селектују групу инвеститора за коју оцењују да ће ценовни и алокациони механизам максимизовати (уз минималан трошак) количину и квалитет информација које се добијају у процесу отварања (информације о цени и количини акција која може бити продата).

Book-building пружа инвестиционој банци велики степен дискреције при одлучивању о висини цене и алокацији продаје, па се поставља питање на основу којих критеријума се врши одлучивање покровитеља емисије. Чињеница је да су акције из иницијалне јавне понуде потцењене, али такође и да су најчешћи купци институционални инвеститори. Да ли то значи да институционални инвеститори имају супериорне способности за детекцију потцењених нових емисија акција или инвестиционе банке саме фаворизују алокацију акција ка овој групи инвеститора? Ово је, како закључује Rocholl [22], значајно питање како са становишта регулативе и рада комисије за хартије од вредности, тако и са тачке гледишта емитената и инвеститора. Резултати емпијског истраживања Rocholl-а указују да институционални инвеститори поседују информационе предности у вези са вредновањем иницијалне јавне понуде и веће могућности откривања потцењених акција. Они у анализи упоређују еластичност тражње и количине, док су остали инвеститори усмерени искључиво на количинску димензију. Стога се може закључити да инвестиционе банке не фаворизују групу институционалних инвеститора током *book-building* процеса и да тражњу обе групе инвеститора третирају на исти начин. Када су у питању индивидуални инвеститори, *book building* метод не пружа одговарајући процес откривања цена акција из IPO-а. То је

основни разлог зашто мали инвеститори не учествују у IPO процесу организованом путем *book building* метода.

Book building метод карактеришу разна ограничења и недостаци, од којих као најважније треба поменути следеће:

1. *Book-building* метод је најоправданији приликом емисија акција великог обима и вредности (тзв. мега-емисије). Сходно преференцијама потенцијалних инвеститора, предузеће-емитент врши прилагођавање основних карактеристика јавне понуде (количине и цене акција). Ово је посебно значајно код емисија великог обима и вредности, када је тешко унапред проценити потенцијалне инвеститоре (одредити њихове ризик/принос преференције).
2. Да би прва јавна емисија акција била успешна, неопходно је да емитент буде финансијски јако предузеће, познато инвестиционој јавности на конкретном тржишту.
3. *Book building* метод даје добре резултате у тзв. зрелим економијама (*mature economies*), које карактерише свесност инвеститора о различитим параметрима који утичу на тржишну цену хартија од вредности.
4. Коначно, током *book building* процеса могуће је и лажирање цена током *road show*-а. Генерално се може рећи да је присуство агенцијског проблема између инвестиционе банке и емитента важан недостатак *book building* метода.

3.3 Метод аукција

Виши степен контроле и флексибилности са становишта предузећа-емитента важне су предности *book building* метода. Са друге стране, овај начин управљања IPO процесом пружа инвестиционој банци као потписнику емисије висок ниво дискреције у смислу алокације акција, што се често злоупотребљава (пример за то су скандали који прате иницијалне јавне понуде у интернет индустрији, током тзв. *internet bubble* периода). Алтернатива *book building* методу је аукцијска продаја IPO акција.

Метод аукције представља традиционални и афирмисани метод, нарочито успешан у управљању емисијом обвезница државних и благајничких записа у САД, или у јавним понудама преференцијалних акција у Великој

Британији. Данас је примена овог метода ограничена у великом броју земаља, а две земље у којима су аукције још увек примарни IPO метод су Израел и Тајван. У пракси “отварања” предузећа путем иницијалних јавних понуда користи се више врста аукција. У Бразилу, Јапану, Холандији, Сингапуру, Тајвану и Великој Британији користи се дискриминаторни метод аукција, док је у Аргентини, Аустралији, Бразилу, Финској, Француској, Израелу, Новом Зеланду, Перуу, Португалу, Турској и САД у примени метод јединствене цене (*uniform auction method*)² [24].

У аукцијама стандардног типа, цена и алокација IPO акција реализују се на основу понуда учесника у акцијском надметању које се спроводи према унапред дефинисаним правилима. Основна разлика између аукцијског и претходно анализираних метода са становишта регулисања самог IPO процеса, тиче се могућности које поседује инвестициона банка у процесу алокације акција. Метод аукција и фиксне цене дозвољава инвестиционој банци да тражи повратну информацију од инвеститора, али без контроле над процесом алокације (коју имају у *book building* методу), не могу да пружају инвеститорима праве подстицаје на основу којих би од њих добили поуздан *feedback*[25].

Аукцијско надметање базирано на избору најбоље понуде из претходно послатих ковертираних понуда учесника у аукцијском надметању (*sealed bid auctions*) у великом броју случајева представља прецизнији метод утврђивања цена IPO акција. Међутим, постоје и случајеви у којима је примена аукцијског метода повезана са великим проблемима. Уколико се до информација о емитенту лако долази и бесплатне су, а улазак потенцијалних инвеститора у процес аукцијског надметања се може предвидети, аукције представљају релативно ефикасан IPO метод. Са друге стране, ако је тешко проценити вредност акција и улазак у аукцијско надметање није координиран и предвидљив, како Shreman[24] показује, аукције неће дати задовољавајуће резултате у процесу “отварања” предузећа.

Основне разлике између *book building* и аукцијског метода огледају се у: а) положају емитента, б) очекиваној количини продатих акција и ц) степену дискреције коју потписник емисије има у погледу алокације IPO акција. *Book building* метод, као што је наглашено, емитенту

пружа виши степен флексибилности. За емитенте чији примарни циљ је минимизовање проблема потцењености IPO акција, односно што прецизније утврђивање цене, аукције представљају метод чија примена не захтева велики утрошак ресурса за евалуацију, али метод који оставља доста простора за неизвесност у вези са нивоом IPO цене. Може се рећи да аукције не представљају метод који увек води прецењености или потцењености IPO акција, већ метод чији резултат је оптималан ниво цена само у ретким случајевима.

Очекивана количина продатих акција већа је у случају примене *book building* метода у односу на метод аукција јер су аукције повезане са већом вероватноћом потплаћивања, тј. постојањем мање тражње за акцијама од планиране емисије. До ситуације у којој се иницијално продаје мања количина акција од понуђене долази зато што потписници емисије у случају аукција само одређују ниво резервационе цене (и чекају реакцију тражње). Код *book building*-а они активно учествују и координирају целокупан процес “отварања” предузећа, гарантујући да ће се јавити довољан број инвеститора заинтересованих за куповину IPO акција. Трећа важна разлика између ова два метода односи се на степен овлашћења и одговорности инвестиционе банке, који је у случају аукција много нижи.

На основу наведених разлика, могу се извести следеће претпоставке у вези са карактеристикама и ефектима примене метода аукција у управљају иницијалном јавном понудом акција:

1. Аукције ће вероватно условити већи степен волатилности приноса у односу на *book building* метод.
2. Примена аукција вероватно ће условити ниже дугорочне приносе у односу на *book building* метод.
3. Аукције ће у IPO поступку вероватно применити финансијски мање квалитетна предузећа (у односу на предузећа која се отварају применом *book building* метода).

Разматрање утицаја примене аукцијског метода на висину IPO цене захтева и познавање проблема са којим се суочавају понуђачи током аукцијског надметања методом јединствене цене или дискриминаторних аукција, популарно названог “проблем уклетог победника”

2) Уколико се у аукцијском надметању продаје више јединица неког производа (тзв. *multiunit auction*), тада свака јединица може бити продата по истој цени (*uniform price auction*) или по различитим ценама (дискриминаторна аукција - *discriminatory price auction*).

(*winner's curse problem*). Наиме, сматра се да је победник у једној аукцији често учесник који прави највећу грешку у вредновању објекта аукцијског надметања. *Winner's curse* одликује понашање понуђача карактерисано систематским повећавањем цене из понуде (које се јавља као последица постојања конкурентних понуда), што резултира укупним негативним ефектима за учеснике у аукцији. Уколико на страни тражње IPO процеса није познато колико инвеститора ће узети учешће у аукцијском надметању, могу наступити веома непријатна изненађења за инвеститоре. Наиме, у аукцијско надметање може ући неочекивано велики број понуђача, што ће као резултат имати прецењену и преплаћену емисију акција. Са друге стране, аукције које имају неочекивано мали број учесника највероватније ће бити потцењене [опширније у 23]. Стога се може рећи да је ризик непредвиђених флукуација броја учесника у аукцији, када је изражено дејство *winner's curse* проблема један од разлога мале популарности и примене метода аукција у процесу иницијалних јавних понуда акција.

Поред погрешне селекције (*adverse selection*) која води *winner's curse* проблему, за процес аукцијског надметања карактеристично је и присуство моралног хазарда (*moral hazard*). То као резултат има појаву проблема "слепог путника" (*free riding problem*). У аукцијама стандардног типа неки учесници се понашају као "слепи путници", тј. на рачун учесника који су се изложили трошковима процене вредности нове емисије акција и понудили одређену цену за IPO акције, улазе у аукцију и нуде више цене (а на основу информација које су добили из претходно учињених понуда). Стандардне аукције не омогућавају награђивање инвеститора који су прикупили скупе информације да би ушли у аукцијско надметање. Присуство "слепих путника" утиче на то да цена из аукције буде волатилна и да нема адекватан информативни карактер, што води неуспеху иницијалне јавне понуде акција.

Наведени проблеми који се јављају у процесу иницијалне јавне понуде акција, реализоване аукцијским методом, могли би да се превазиђу уколико сваки од учесника прилагођава свој улазак у аукцију, а сходно томе и цену, познавајући могући ток и изазове аукцијског надметања. То подразумева учешће образованих, дисциплинованих, вештих и искусних инвеститора у аукцијском надметању, што је у пракси аукцијског надметања пре изузетак него правило.

4. Уместо закључка

„Отварање“ предузећа је распрострањена пракса у земљама са развијеним тржиштима капитала. За разлику од економија развијених земаља Западне Европе, САД и Јапана, у којима је процес финансирања иницијалним јавним понудама заступљен више деценија, или економија централно и источно-европских држава у којима се појава иницијалних јавних понуда везује за приступ Европској унији, финансирање раста и развоја овим путем у Србији још није присутно, упркос постојању јасно изражених интереса, како на страни предузећа која би могла да се отварају, тако и на страни тржишта капитала. Са једне стране постоји потреба за привлачењем потребног капитала којим би се финансирани потребни инвестициони пројекти. Са друге стране, реализација иницијалних јавних понуда у функцији је подстицања развоја тржишта капитала, доприноси повећању транспарентности пословања и подизању квалитета корпоративног управљања [опширније у 17]. То је посебно важно кад је тржиште плитко и неликвидно, што је случај у Србији. Кроз иницијалну јавну понуду може се обезбедити квалитетан материјал за посустале инвестиционе фондове и подстаћи интересовање осталих инвеститора.

У раду је указано да постојање информационе асиметрије између потписника емисије, инвеститора и предузећа-емитента утиче на ниво потцењености IPO акција. Стога и стабилност тржишта капитала и дугорочне перформансе процеса „отварања“ предузећа зависе од избора једног од три расположива метода: метода фиксне цене, аукција и *book building* метода. Основни предуслов за реализацију IPO процеса на домаћем тржишту, применом једног наведених метода, везан је за стварање адекватне и транспарентне законске регулативе. Актуелни Закон о привредним друштвима („Службени гласник Републике Србије“, бр. 125/04) и Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената („Службени гласник Републике Србије“, бр. 47/2006) не регулишу област иницијалне јавне понуде (нити секундарне јавне понуде), па је било неопходно системским законом тај процес учинити реално могућим и дефинисати начине реализације јавних понуда. Посебно важан је проблем формирања цена IPO акција, који управо наводи на разматрање могућности и оправданости примене наведених метода формирања цена.

Нови Закон о тржишту капитала („Службени гласник Републике Србије“, бр. 31/2011, ступио на снагу 17. маја 2011. године, а почиње да се примењује 17.11.2011. године), чија је сврха замена постојећег Закона о тржишту хартија о вредности и других финансијских инструмената, пружа детаљан правни оквир за реализацију јавних понуда акција предузећа у Републици Србији. У одељку III Закона о тржишту капитала, који ближе одређује институт јавне понуде, прецизно се дефинишу сврха и садржај основног и скраћеног проспекта, начин подношења захтева за одобрење објављивања проспекта, поступак објављивања проспекта, поступак уписа и уплате акција из нове емисије, као и укључивања акција на регулисано тржиште односно МТП (мултилатералну трговачку платформу). Нови Закон о привредним друштвима („Службени гласник Републике Србије“, бр. 38/2011), чија примена почиње 1. фебруара 2012. године, доноси значајне измене регулативе која се односи на јавну понуду акција, посебно на утврђивање емисионе цене акција. Чланом 260. овог закона дефинисана је емисиона цена акција као вредност по којој се акције издају, а која се утврђује одлуком о издавања акција, коју доноси скупштина акционара. Законодавац у истом члану омогућава да се емисиона цена утврди у одређеном распону, с тим што одбор директора (надзорни одбор) посебном одлуком накнадно утврђује емисиону цену у оквиру тог распона. Емисиона цена не може бити нижа од номиналне вредности акција, односно рачуноводствене вредности акција без номиналне вредности. Такође је омогућено да приликом јавне понуде привредно друштво одлуком о емисији одобри и попуст на емисиону цену инвестиционом друштву које пружа услуге покровитељства у поступку те јавне понуде акција са обавезом откупа у смислу закона којим се уређује тржиште капитала.

За неразвијена и плитка тржишта капитала, какво је и српско тржиште, традиционалан метод фиксне цене има значајне трошковне предности у односу на остале IPO методе. То је ефикасан метод који подразумева ниже трошкове дистрибуције акција инвеститорима, и избегава високе трошкове организовања тзв. *road show*-а. Са друге стране, примена овог метода може довести до потцењености IPO акција, што би водило преливању богатства од постојећих ка новим инвеститорима (страним и богатијим домаћим). Примена аукцијског надметања такође пружа одређене предности емитенту, али би у домаћем корпоративном амбијенту у коме је тешко проценити вредност акција, а улазак у

аукцијско надметање није координиран и предвидљив, реализација аукција вероватно давала незадовољавајуће резултате. Познато је да је *book building* метод ефикаснији у процесу откривања цена у развијеним економијама и са финансијски едукованим инвеститорима упознатим са свим факторима који могу утицати на цену хартија од вредности. Поставља се питање да ли је то одговарајући механизам откривања цена у иницијалним јавним понудама на српском тржишту капитала. Одговор може бити негативан, првенствено због тога што српско тржиште капитала још није достигло степен развоја институционалног оквира који би омогућио примену *book building* метода. Како индивидуални инвеститори још чине интегрални део домаћег тржишта капитала, занемаривање њихових интереса могло би да буде веома опасно за примарно тржиште капитала. Избор метода формирања цена је, дакле, веома осетљиво подручје процеса „отварања“ предузећа јер може довести до потцењивања или прецењивања акција у иницијалним јавним понудама. Како је сигурност улагања кључни предуслов за привлачење инвеститора, можемо очекивати да ће нова законска решења у области јавних понуда акција бити у функцији стварања амбијента у коме је могуће обезбедити виши степен заштите инвеститора.

Литература

1. Benveniste, L. and P. Spindt, “How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues”, *Journal of Financial Economics* 24, pp. 343–361, 1989
2. Benveniste, L. and W.J. Wilhelm, “A comparative analysis of IPO proceeds under alternative regulatory regimes”, *Journal of Financial Economics* 28, pp. 173–207, 1990
3. Chowdhry, B. and A.E. Sherman, “International Differences in Over-subscription and Underpricing of IPOs”, *Journal of Corporate Finance* Vol. 2, No.4, pp. 359-381, 1996
4. Deloitte, *Corporate Finance IPO Survey*, документ преузет са сајта: www.deloitte.com, 2.10.2010
5. Денчић-Михајлов, К. “Global Crises and the Dynamics of IPO Activity”, *Annals of the “Ovidius” University, Economic Sciences Series* Volume X, Issue 2, pp. 165-170, 2010
6. Ernst & Young, *Global IPO trends 2010*, документ преузет са сајта: www.ey.com, 2.10.2010.

7. Ghosh, A. "The IPO phenomenon in the 1990s", *The Social Science Journal* 43, pp. 487-495, 2006
8. Ibbotson, R. and J. Jaffe, "Hot issue' markets", *Journal of Finance* 30, pp. 1027-1042, 1975
9. Ibbotson, R. et al. "Initial public offerings", *Journal of Applied Corporate Finance* 1, pp. 37-45, 1988
10. Ibbotson, R. et al. "The market's problems with the pricing of initial public offerings", *Journal of Applied Corporate Finance* 7, pp. 66-74, 1994
11. Lee, G., and R.W. Masulis, Seasoned equity offerings: "Quality of accounting information and expected flotation costs", *Journal of Financial Economics* 92, pp. 443-469, 2009
12. Lerner, J. Et al., "Do equity financing cycles matter? Evidence from biotechnology alliances", *Journal of Financial Economics* Vol. 67, No. 3, pp. 411-446., 2003
13. Ljungqvist, A. et al., "Global integration in primary equity markets: The role of U.S. banks and U.S. investors", *Review of Financial Studies* 16, pp. 63-99, 2003
14. Lowry, M. and S. Shu, "Litigation risk and IPO underpricing", *Journal of Financial Economics* 65, pp. 309-335, 2002
15. Lowry, M. and W. Schwert, "Is the IPO pricing process efficient?", *Journal of Financial Economics* 71, pp. 3-26, 2004
16. Lowry, M., "Why does IPO volume fluctuate so much?", *Journal of Financial Economics* 67, pp. 3-40, 2003
17. Малинић, Д. и К. Денчић-Михајлов, "Процес отварања предузећа: изазови за српску корпоративну праксу", *Економика предузећа*, Vol. 58, бр. 7-8, стр. 261-276, 2010
18. Myers, S. "The Capital Structure Puzzle", *The Journal of Finance*, Vol.39, No.3, pp. 575-592, 1976
19. Pagano, M. et al. "Why do companies go public? An empirical analysis", *Journal of Finance* 53, pp. 27-64, 1998
20. Rajan, R., and H. Servaes, "Analyst following of initial public offerings", *Journal of Finance* 52, pp. 507-530, 1997
21. Rajan, R., and H. Servaes, The effect of market conditions on initial public offerings in: McCahery, J., Renneboog, L. (Eds.), *Venture Capital Contracting and the Valuation of High-tech Firms*. Oxford University Press, Oxford, 2003.
22. Rocholl J., "A friend in need is a friend indeed: Allocation and demand in IPO book-building", *Journal of Financial Intermediation* 18, pp. 284-310, 2009
23. Sherman, A. and R. Jagannathan, *Why do IPO auctions fail?* NBER Working paper series, Working Paper 12151, www.nber.org/papers/w1251, 2006
24. Sherman, A. "Global Trends in IPO Methods: Book Building versus Auctions With Endogenous Entry", *Journal of Financial Economics* Vol. 78, No. 3, pp. 615-649, 2005
25. Sherman, A., and S. Titman, "Building the IPO order book: underpricing and participation limits with costly information", *Journal of Financial Economics* 65, pp. 3-29, 2002
26. Закон о тржишту капитала, *Службени гласник Републике Србије*, бр. 31/2011
27. Закон о привредним друштвима, *Службени гласник Републике Србије*, бр. 36/2011

проф. др Бранко
ЖИВАНОВИЋ*
др Ана
ЈОЛОВИЋ**
Милан
ШАКОТИЋ***

„Герила финансирање“ – узрок девијантности структура извора финансирања домицилних фирми

Резиме

„Герила финансирање“, доминантан облик финансирања српске привреде, у пракси има директан негативан утицај на конкурентност и пословање предузећа. Ванредно високи финансијски расходи у консолидованим финансијским извештајима домицилних предузећа указују на потенцијалну неликвидност и прете инсолвентношћу. Пуном применом Међународних рачуноводствених стандарда/Међународних стандарда финансијског извештавања, која се свесно одлаже, проблем ће ескалирати.

Рад пружа детаљну анализу узрока и последица финансирања предузећа доминантно банкарским кредитима (агресивног финансирања раста), нарочито у домену обртних средстава, које фундаментално деформише финансијску стабилност домицилних привредних структура, као и привредног система у целини. Деформација се односи на негативан утицај финансијских расхода који теже да преко сигнификантних издвајања за сервисирања камата и расхода по основу негативних курсних разлика, анулирају нето добит предузећа.

Рад је базиран на емпиријском истраживању и симулира утицај модела неодрживог раста фирме на актуелне структуре финансирања домицилних привредних субјеката, доказујући да је неадекватан модел финансирања раста један од основних узрочника неодрживих ценовних структура, те последично ниске конкурентности и немогућности даљег развоја.

Кључне речи: „герила финансирање“, дугорочан одрживи раст фирме, финансијски расходи, субоптимална структура извора финансирања предузећа

Увод

Досадашњи развој компанија у Републици Србији највећим делом ослањао се на интерно

финансирање у првим фазама (током 90-их) и кредитно финансирање у каснијим фазама раста (од 2000. године). Структурни финансијски проблеми, настали услед неусклађивања живот-

*) Ванредни професор "Београдска банкарска академија", Београд

**) USAID, Београд

***) "Сага" д.о.о., Београд

ног циклуса фирми и њихове финансијске структуре која експлицитно одређује и капиталну структуру, створили су системски проблем који краткорочно води неликвидности, а средњорочно инсолвентности.

Основни узрок тренутне неликвидности, као и ценовне политике осмишљене ради краткорочног одржања конкурентности са јасном средњорочном неодрживошћу саме фирме, јесте у претходном периоду усвојен и широко примењиван модел финансирања раста. „Герила финансирање“ представља агресивно финансирање, уобичајено за период интензивног кредитног раста присутног на тржишту Србије током двехиљадитих.

Домицилне банке са већинским ино-капиталом, које су у посматраном периоду биле капитално адекватне, кредитно потентне и оптерећене задатим буџетима у смислу пласмана, агресивно су кредитирале, најчешће краткорочно, како корпоративни, тако и сектор малих и средњих предузећа. Њихови клијенти, предузећа која су након вишегодишње кредитне апстиненције била у прилици да узимају кредите, убрзано су се задуживала. Ово задуживање најчешће је имало облик кредита неадекватне рочне структуре – доминирали су кредити са доспећем до годину дана. Кредитни аранжмани су, поред високе цене, били оптерећени и заштитним клаузулама - валутна клаузула и клаузула о усклађивању кредитне обавезе са растом цена на мало.

Додатни фактор који је утицао на креирање неадекватне финансијске структуре фирми је повлачење кредита за обртна средства зарад финансирања фиксне активе, често за изградњу пословно-административних објеката, чиме је додатно девастирана рочна усклађеност активе и извора средстава.

Наведени модел финансирања, којим се убрзани раст постиже перманентним кредитним задуживањем, довео је српске фирме у позицију ценовне и финансијске нефлексибилности. Ценовна нефлексибилност огледа се у неадекватном моделу калкулација цена који не обухвата један од основних трошкова фирме – цену финансирања. Високи финансијски трошкови, често праћени неефикасношћу саме фирме, не омогућавају реално снижавање цена. Са друге стране, реалне цене које укључују све трошкове не омогућавају фирми чак ни минимум конкурентности. Стављене у позицију да бирају између повећања цена које води паду прихода и одржању цена тако да оне не обух-

ватају све трошкове, фирме се одлучују за краткорочну конкурентност.

Када теоријски разматрамо досадашња истраживања утицаја агресивног финансирања на пословање, треба имати на уму да већина аутора врши анализе у окружењу, које пружа далеко шири спектар инструмената задуживања, те да се утицај кредитног задуживања обично испитује узимајући кредит као дуг са фиксном стопом. Имајући у виду да је у Србији то пре изузетак него уобичајена пракса, потребно је бити обазрив при примени опште познатих налаза попут онога да виша стопа дуга доприноси већем доприносу леверица укупном приносу власника. Имајући у виду специфичности окружења у коме послују и задужују се домицилне фирме, у раду је коришћен термин „герила финансирање“ да би се направила јаснија разлика између теоријског концепта - неодрживог раста (*Unsustainable Growth Rate*) и емпијског случаја Србије.

Први део рада посвећен је теоријском концепту - одрживог раста фирми (*Sustainable Growth Rate*), као и проблемима насталим као последице примене искључиво агресивног модела финансирања у условима који не омогућавају лаку рекомпозицију структуре извора финансирања фирми на релацији капитал/дуг. Опширан приказ ефеката досадашњег модела финансирања на примерима домицилних фирми и даљих последица на ликвидност и солвентност фирми, дат је у другом делу рада. У последњем делу рада осврнули смо се на могућа решења констатованог проблема.

1. Ценовна и финансијска нефлексибилност као последица дугорочно неодрживе стопе раста фирме

Стопа раста фирми везана је за животни циклус фирми и њихову унутрашњу потребу за њим, или би то барем теоријски требало да буде. Нису ретки случајеви када је брз раст фирме изазван пословним окружењем, односно чињеницом да фирма мора да прати своје конкуренте. Младе фирме, а некад и оне у зрелијим фазама раста, које послују у окружењу са неразвијеним финансијским тржиштима, фокусиране су на раст финансиран кредитима без дугорочног финансијског планирања. У датим условима концепт одрживе стопе раста се не користи, некада као последица незнања или недостатка пажње, а некада као свесно заборављени концепт, не би ли се краткорочно одржала конкурентност у складу са класичном теоријом игара.

Мада се раст често доживљава као позитиван резултат у пословању, није мали број фирми које су расле до банкрутства.

Одржива стопа раста фирме представља максималну стопу раста продаје која не угрожава финансијске ресурсе фирме (Higgins 2003:115). Убрзани раст продаје утиче на повећану потребу за готовином, без обзира на профитабилност фирме. Да би се подржала повећана продаја, фирма мора да додатно улаже у активу, при чему се поставља питање извора финансирања новонастале потребе. Концепт одрживог раста продаје подразумева раст нето обртног капитала и инвестирање у фиксну и обртну активу потребну да би се подржало пословање, те треба имати у виду да је он различит у зависности од типа фирме (производња, трговина, итд.). Теоријски посматрано, фирма може да се одлучи за повећање дуга кроз додатно финансирање путем кредита или дужничких хартија од вредности, односно да повећава капитал кроз задржану добит, докапитализацију од стране власника или емисију акција (било као ИПО или додатну емисију). Ако узмемо у обзир ниво развијености српског финансијског тржишта, ниво профитабилности фирми и брзину раста, може се закључити да су домицилне фирме принуђене да раст финансирају претежно кроз банкарске кредите.

Овакво финансирање носи додатна ограничења. Према теорији омогућава примену методе сценарија, треба имати на уму да у пракси менаџмент не може у потпуности да одређује однос дуга и капитала. Основни разлог је на страни оних који им капитал позајмљују, односно у њиховој перцепцији ризика. Иако не постоји апсолутно примењива вредност, за производне фирме ратио дугорочног дуга и капитала износи од 0% до 50%, а за јавна предузећа од 30% до 60% (Helfert:2000). У одређеним случајевима, попут трговинских предузећа са јаким ликвидношћу или кад је постојао LBO (*leverage buyout*), теоријски је прихватљив и већи проценат дуга.

Концепт дугорочног стабилног раста фирме подразумева праћење стопе раста капитала. Додатно задуживање и задржавање добити представљају финансијски потенцијал раста фирме. Под претпоставком стабилних услова пословања, стопа раста капитала представља стопу раста фирме. Уколико постоји одлука да се раст убрза, фирма мора да се задужује или прикупи нови капитал.

Ако претпоставимо да „ g “ представља стопу раста капитала, када фирма не поседује дуг,

њена стопа раста једнака је стопи приноса на капитал после опорезивања. Када се фирма финансира задуживањем без исплате дивиденди, стопа раста (*sustainable growth rate equation*) може се приказати као:

$$g = r + \frac{D}{E}(r - i)$$

Уколико фирма исплаћује дивиденду, стопа раста је (Helfert:2000):

$$g = rp + \frac{D}{E}(r - i)p$$

при чему „ n “ представља удео задржане добити у односу на укупну добит предузећа, „ D “ дугорочна позајмљена средства, „ E “ капитал, „ r “ принос на нето активу пре камате, а после опорезивања, а „ i “ каматну стопу на дуг после опорезивања.

Уколико је на дужи рок фирма расла у складу са стопом раста приказаном у претходној формули, да није мењала однос дуга и капитала, те да истовремено ратио каматне стопе и дивиденде није мењан, њена стопа одрживог раста требало би да буде приближна теоријској стопи раста.

Стопа одрживог раста може се израчунати и као:

$$g = PR\hat{T}$$

при чему је „ P “ маржа профита (*profit margin*), „ R “ проценат задржане добити (*retention rate*), „ A “ обрт активе (*asset turnover*), а „ \hat{T} “ однос активе и капитала (*asset-to-equity ratio*). Приказана формула одрживог раста садржи и перформансе пословања („ P “ и „ A “) и модел финансирања („ A “ и „ \hat{T} “). Уколико фирма расте брже од стопе одрживог раста, један или више наведених елемената морају се променити, односно фирма мора променити свој модел финансирања и пословања (Higgins 2003:118).

Ако применимо концепт одрживог раста на брзорастуће фирме у Србији, можемо претпоставити да P износи приближно један у случајевима акционарских друштава. Фирме у већини случајева нису отворена акционарска друштва у пуном смислу отворених друштава, дивиденде су или минималне или се не исплаћују, а већински власници извлаче добит из предузећа на друге начине. Са друге стране, повећање ефикасности пословања могуће је само до одређене границе, а промена начина финансирања веома је ограничена, како у вези са изворима финансирања тако и у вези са висином левериџа.

Ослањајући се на банкарске кредите као извор убрзаног раста, домицилне фирме су себе

довеле у положај ценовне и финансијске нефлексибилности, који средњорочно за последицу има неликвидност и немогућност реаговања на пословне прилике, а дугорочно прети инсолвентношћу.

Ценовна нефлексибилност, проузрокована „герилским“ обликом финансирања, огледа се у неадекватном моделу калкулација цена, који не обухвата један од основних трошкова фирме – цену финансирања, односно финансијске расходе. Стално растући трошкови финансирања остављају све мање простора за снижење цена финалних производа. Са друге стране, реалне продајне цене, које укључују све трошкове, не омогућавају фирми чак ни минимум тржишне конкурентности. Стављене у положај да бирају између повећања цена које воде паду прихода и одржавања цена на начин да оне не обухватају све трошкове, фирме се тактички одлучују за краткорочну конкурентност.

Истраживања попут Hoeberichts и Stokman (2006) наводе на закључак да су мање компаније по својој природи нефлексибилније у вези са ценовном политиком. При истраживању фактора који утичу на промену цена, односно на ценовну флексибилност, Alvarez, Burgiel и Hernando (2005) закључују да су основни фактори који утичу на повећање цена производа/услуга - цена радне снаге и сировине, а на смањење - понашање конкурената, смањење потражње и пад цена сировина. Утицај финансијских трошкова, заједно са утицајем промена у самој технологији производње, оцењени су као фактори са најмањим утицајем, премда у апсолутном новчаном износу могу значајније утицати на пословање компаније. У свом истраживању Fernando (2005) долази до истог закључка као и претходно наведени аутори (Табела 1а и 1б).

Табела 1 – Најзначајнији фактори за увећање (а) и умањење цена (б) производа и услуга

Табела 1а					
Фактор	Средња вредност	Производња	Услуге	Мале фирме	Велике фирме
Цена сировина	3,59	3,69	2,91	3,56	3,61
Цена рада	3,28	2,37	3,31	3,38	3,21
Конкурентска цена	2,67	2,68	2,65	2,63	2,7

Трошкови финансирања	2,5	2,47	2,64	2,6	2,43
Тражња	2,5	2,52	2,44	2,48	2,52
Табела 1б					
Фактор	Средња вредност	Производња	Услуге	Мале фирме	Велике фирме
Цена сировина	3,27	3,37	2,58	3,32	3,24
Цена рада	2,98	3	2,85	2,97	2,99
Конкурентска цена	2,98	2,9	2,96	3,11	2,9
Трошкови финансирања	2,94	2,96	2,87	2,89	2,97
Тражња	2,36	2,37	2,35	2,46	2,3

Напомена: Резултати су дати на скали од 1 до 4, где 1 представља „није битно“, а 4 „веома битно“. Извор: Fernando (2005:34)

Премда досадашња истраживања указују на чињеницу да компаније широм света не сматрају трошкове финансирања значајним фактором приликом одређивања цена производа/услуга, то не умањује проблем домицилних компанија, нити је он упоредив.

Основни разлози за то су:

- компанијама обухваћеним наведеним истраживањима омогућена је далеко шира палета потенцијалних извора финансирања која је у Србији реално сведена на само два (кредит и интерно финансирање);
- трошкови финансирања, са свим додатним елементима попут валутних клаузула, нису на истом нивоу, односно значајно мање оптерећују профитабилност компанија у случају компанија укључених у истраживање.

Осим наведеног, треба направити јасну разлику између нивоа укључивања одређеног фактора и његовог пуног игнорисања. Агресивни модел раста, заснован на банкарским кредитима, ставља фирме у положај скоро потпуне ценовне нефлексибилности, која се привремено решава неукључивањем цене финансирања као елемента продајне цене производа/услуге. Одлука за овакво формирање цена, које су испод реалних трошкова, има за циљ тренутно задржавање тржишног учешћа. Њене последице биће детаљно приказане у трећем делу рада.

Осим ценовне нефлексибилности, фирме са лошом структуром финансирања раста изложене су и финансијској нефлексибилности. Фи-

нансијска флексибилност теоријски представља капацитет фирме да мобилише средства у циљу реаговања и искоришћавања новонасталих прилика, ради максимизације вредности компаније. У свом раду Graham (2000) јасно указује на парадокс да велике, профитабилне фирме код којих се не очекују битнији поремећаји врло конзервативно користе дуг као извор екстерног финансирања. Истраживања која су извршили Brounen, De Jong и Koedijk (2004) и Graham и Harvey (2001) наглашавају финансијску флексибилност као кључни фактор приликом одлука везаних за финансирање раста фирме са основном идејом да конзервативни приступ оставља могућност финансирања изненадне будуће прилике.

Модел „гериле финансирања“, у коме се најчешће не води рачуна о рочној структури обавеза, носи изузетно висок ниво финансијске нефлексибилности, изазване недостатком готовине и високим левериџом који онемогућава даље озбиљније задуживање. Проблем је додатно увећан чињеницом да је тржиште корпоративних обвезница у Србији у зачетку и да се махом ради о приватним пласманима, а да је тржиште акција пре тржиште фирми него тржиште за финансирање фирми.

Овако оскудна понуда извора финансирања додатно отежава у први мах могућност, а касније и потребу за реструктурирањем извора средстава фирме. Праву слику ствари тренутно прикрива и чињеница да се Међународни рачуноводствени стандарди (МРС/МСФИ) не примењују у пуној форми, о чему ће у наредним поглављима бити више речи, те да се стога финансијски расходи, валутни ризици и прави бонитет фирми не могу сагледати.

2. Анализа основних обележја и ефеката „гериле финансирања“

У случајевима у којима постоје тржишни услови, јака експанзија економије и снажан притисак конкуренције, фирме су подстакнуте на раст. Брз и профитабилан развој постаје кључни фактор креирања вредности за власнике капитала. При планирању раста власници/менаџери се могу фокусирати на више различитих мера раста:

1. раст зараде по акцији;
2. раст дивиденди по акцији;
3. раст укупног профита;
4. раст капитала;
5. раст тржишне вредности фирме.

У случају домицилних фирми њихови власници/руководиоци најчешће су фокусирани на раст прихода и веома ретко на раст тржишне вредности фирме. Анализа приказана у овом раду указује да у већини случајева не постоји могућност дугорочно конкурентне стопе раста (било које од наведених) засноване на „гериле финансирању“, те да ће до сада прикривани и пролонгирани проблеми ескалirati у будућности. У наставку текста дајемо основне детерминанте досадашњег модела финансирања, анализу ефеката, као и анализу средњорочних и дугорочних последица по финансијску и пословну стабилност фирми.

Карактеристике „гериле финансирања“ су: претежно кредитно финансирање под специфичним условима, некритичко задуживање, веровање у сталну могућност повећања прихода, одабир обрачуна цене коштања, који не укључује све релевантне трошкове и вештачко подизање бонитета, на основу законом омогућеног непримењивања МРС/МСФИ.

Основни извори финансирања брзог раста фирми у претходном периоду били су банкарски кредити. Због ниског кредитног рејтинга земље и константног повећавања кредитног ризика фирми с једне и високе стопе обавезне резерве и резервисања по потенцијалним губицима, с друге стране, пословне банке су кредитне пласмане одобравале по високим кредитним тарифама. Истовремено, кредитни лимити су подигнути до нивоа нето оперативних прихода.

Процењена вредност колатерала играла је кључну улогу у одлуци о одобрењу висине пласмана, док су рочна усклађеност, као и комплексна оцена ефеката нето готовинских токова, били у другом плану. Како би се смањила резервисања и управљало миграционим ризиком, симултана одобравања кредитне подршке повезаним лицима (постојећим и новонасталим) била су у почетку правило, а касније изнуђени потез са циљем избегавања отписа кредитног потраживања.

Поред високе цене кредита, кредитни аранжмани били су оптерећени и већ помињаним заштитним клаузулама – валутна клаузула и клаузула о усклађивању кредитне обавезе са растом цена на мало. Узимајући у обзир поменути кредитни и ризик земље, банке су преферирале краће кредитне рокове, како би умањиле своју укупну изложеност ризику. Додатни фактор који је утицао на смањење рока била је могућност нискоризичног финансирања

државе и Народне банке Србије, путем државних записа и репо трансакција.

У оваквом кредитном миљеу привредници су се некритички задуживали. На то их је најчешће упућивала: наглашена и мека кредитна понуда до 2008. године, притисак гранске конкуренције која је убрзано расла кроз финансирање раста кредитима, веровање у могућност повећања прихода, као и свеукупна корпоративна култура.

Као интерни посао фирме, обрачун трошкова и цене производа/услуга прилагођен је специфичностима пословања и не подлеже прописаним законским методама. Економски посматрано, мора одражавати реално стање и представљати равнотежу између цене коју је тржиште спремно да плати и ефикасности фирме у домену коришћења свих ресурса. У пракси, фирме користе различите методе формирања цена, попут: формирања цена на основу тржишта, формирања цена методом „трошкови плус“, обрачуна цена на основу циљних трошкова, итд. При формирању цене често се занемарује један од основних ресурса, новац. Овакав, најчешће намерни превид настаје због формирања конкурентне цене, занемарујући при том краткорочне и средњорочне ефекте такве ценовне политике. При формирању цене производа/услуга у Србији изостављају се високи трошкови финансирања раста, односно одржавања пословања у каснијој фази. Оваква ценовна политика подразумева потпуно или делимично изостављање свих трију компонента финансијских трошкова: камате, валутне клаузуле и курсне разлике.

Изостављање финансијских трошкова не настаје само на нивоу обрачуна цена, већ и при састављању финансијских извештаја, са циљем вештачког, прописима дозвољеног подизања бонитета фирми.

Постојећа валутна клаузула, која чини саставни део цене капитала у Србији, прикрива се и при састављању финансијских извештаја, да би се пословање предузећа приказало као боље, а потенцијални кредитни ризици које предузеће носи нижи. Рачуноводствено посматрано, фирме морају да у финансијским извештајима прикажу обрачунате уговорене валутне клаузуле као део финансијских расхода, односно прихода. У постојећем Контном оквиру¹ у члану 77а наводи се да „правна лица и предузетници могу одлучити да ефекте обрачунате уговорене валутне

клаузуле не искажу у финансијским приходима, односно расходима текућег периода“. Уколико одлуче да их не укључе у финансијске расходе/приходе, што је најчешћи случај у пракси, нето ефекат обрачунате уговорене валутне клаузуле исказује се на рачунима 499 и 289 - Остала пасивна временска разграничења и Остала активна временска разграничења. Сразмерни износ разграничених ефеката обрачунате уговорене валутне клаузуле преноси се на рачуне 564 - Расходи по основу ефеката валутне клаузуле и 664 - Приходи по основу ефеката валутне клаузуле, на дан доспећа обавезе, односно потраживања по основу којих су ти ефекти обрачунати.

Курсне разлике, као трансакциони ризик фирме, свесно се не укључују у пуној мери како се то захтева у МРС/МСФИ. Правна лица и предузетници могу да одлуче да ефекте обрачунатих курсних разлика по основу потраживања и обавеза у инострану валути не искажу у приходима, односно расходима текућег периода (Правилник о Контном оквиру и садржини рачуна у Контном оквиру за предузећа, задруге и предузетнике: члан 77б). Нето ефекат обрачунатих курсних разлика тада се исказује на рачунима 499 - Остала пасивна временска разграничења и 289 - Остала активна временска разграничења. Сразмерни износ разграничених курсних разлика преноси се на рачуне 563 - Негативне курсне разлике и 663 - Позитивне курсне разлике, на дан доспећа обавезе, односно потраживања по основу којих су обрачунате.

Уколико фирма примењује Међународне стандарде финансијског извештавања (МРС/МСФИ), а при томе не жели да ефекте валутних клаузула и курсних расхода прикаже кроз приходе, односно расходе, дужна је да приликом састављања финансијских извештаја у напоменама уз финансијске извештаје обелодани износе разграничених ефеката уговорене валутне клаузуле и разграничених курсних разлика (Правилник о Контном оквиру и садржини рачуна у Контном оквиру за предузећа, задруге и предузетнике: члан 77в).

Имајући у виду наведене могућности при састављању финансијских извештаја, а при томе знајући да „гериле финансирање“ носи високе обрачунате курсне разлике и уговорене валутне клаузуле, недвосмислено изводимо закључак да ће пуна примена МРС/МСФИ узроковати драстичан пад бонитета домицилних компанија. Истовремено, пад бонитета ће утицати негативно на могућност промене начина финанси-

1) Видети: Правилник о Контном оквиру и садржини рачуна у Контном оквиру за привредна друштва, задруге, друга правна лица и предузетнике ("Сл. гласник РС", бр. 114/2006, 119/2008 и 9/2009).

рања, сужавајући како избор начина екстерног финансирања, тако и подижући његову цену.

Ефекти изазвани „герилa финансирањем“ постају уочљиви већ на средњи рок, док су његове негативне последице веома јасне и предвидљиве на дужи рок. Услед меке кредитне политике пословних банака, процентуални раст задуживања несразмерно превазилази прираст остварених прихода. Агресивна стратегија раста фирме даје импресивне резултате на кратак рок. Нето оперативни приходи бележе значајан раст праћени привидно „здравим“ бруто маржама, док дугорочно/средњорочно посматрано такав вид финансирања у знатној мери нарушава солвентност предузећа и прети обуставом кредитирања. У даљем тексту приказаћемо краткорочне ефекте неодрживе стопе раста, омогућене „ге-

рила финансирањем“, као и њене средњорочне и дугорочне последице².

У Табели 2 дат је приказ биланса успеха Групе *Tehnicmetal Co.* Услед високог оперативног леверица, пословна добит предузећа бележи значајан процентуални раст у односу на пословне приходе. Изражени финансијски расходи, изазвани прекомерним задуживањем, резултат су високих каматних тарифа и заштитних клаузула од каматног и валутног ризика. При том, хедџинг девизног ризика фирме сведен је на минимум. Такав ниво финансијских расхода изразито умањује пословну добит и нарушава капацитет отплатне моћи компаније (*repayment capacity*).

У датом примеру финансијски расходи и пословна добит се приближавају, док је рацио покривености камате често испод 2, што

Табела 2 – Консолидовани финансијски извештај Групе *Tehnicmetal Co.*

BILANS USPEHA		Vremenski period analize					
Bilansne pozicije	AOP	31.05.2010	%	31.12.2009	%	31.12.2008	%
			Учеšће		Учеšће		Учеšће
A. PRIHODI I RASHODI IZ REDOVNOG POSLOVANJA							
I POSLOVNI PRIHODI (202+203+204+205+206)	201	8.878.042	100,00	16.740.389	100,00	14.001.484	100,00
1. Приходи од продаје	202	8.432.611	94,98	13.974.087	83,48	11.839.821	84,56
2. Приходи од активирања učinaka i robe	203	3.004	0,03	362.835	2,17	374.756	2,68
3. Повећање вредности залиха učinaka	204	408.788	4,60	2.361.638	14,11	1.721.153	12,29
4. Смањење вредности залиха učinaka	205	0	0,00	61.650	0,37	0	0,00
5. Остали пословни приходи	206	33.639	0,38	103.479	0,62	65.754	0,47
POSLOVNI RASHODI (od 208 do 212)	207	7.200.828	84,27	13.457.205	84,52	11.875.928	88,32
II DIREKтни POSLOVNI RASHODI (208+209)		5.717.219		10.364.215		8.692.881	
1. Nabavna vrednost prodate robe	208	3.922.432	54,47	7.008.910	52,08	4.875.737	41,06
2. Трошкови материјала	209	1.794.787	24,92	3.355.305	24,93	3.817.144	32,14
III BRUTO REZULTAT		3.160.823	35,60	6.376.174	38,09	5.308.603	37,91
3. Трошкови зарада, накнада зар. i др.	210	759.779	10,55	1.653.782	12,29	1.833.253	15,44
5. Остали пословни rashodi	212	544.722	7,56	1.041.050	7,74	973.562	8,20
IV EBITDA		1.856.322	20,91	3.681.342	21,99	2.501.788	17,87
4. Трошкови амортизације и резервисања	211	179.308	2,49	398.158	2,96	376.232	3,17
V POSLOVNI REZULTAT (EBIT)	213/214	1.677.214	18,89	3.283.184	19,61	2.125.556	15,18
VI FINANSIJSKI PRIHODI	215	36.313	0,37	56.649	0,32	179.729	1,20
VII FINANSIJSKI RASHODI	216	1.028.364	12,03	2.336.835	14,68	1.491.827	11,10
VIII OSTALI PRIHODI	217	810.138	8,33	724.783	4,10	434.460	2,90
IX OSTALI RASHODI	218	315.681	3,69	127.311	0,01	68.258	0,51
X REZULTAT IZ REDOVNOG POSLOVANJA	219/220	1.179.620	12,13	1.600.470	9,13	1.179.560	8,07
XI NETO DOBIT POSLOV.KOJE SE OBUSTAV.	221	0	0,00	237	0,00	0	0,00
XII NETO GUBITAK POSLOV.KOJE SE	222	0	0,00	0	0,00	727	0,01
XI REZULTAT PRE POREZA (EBT)	223/224	1.179.711	12,13	1.600.707	9,14	1.178.833	8,07
D POREZ NA DOBIT							
1. Poreski rashodi perioda	225	200		715		9.256	
2. Odloženi poreski rashodi perioda	226	0		0		0	
3. Odloženi poreski prihodi perioda	227	0		158.742		345.267	
4. Isplaćena lična primanja poslodavcu	228	0		0		0	
E NETO REZULTAT	229/230	1.179.511	12,13	1.758.734	9,95	1.514.844	10,13

Извор: АПР и Група *Tehnicmetal Co.*

2) Примери који следе представљају анализе домицилних фирми различите власничке структуре, при чему су називи предузећа промењени ради заштите података. Истраживање је вршено на већем броју предузећа, док су у раду приказани само илустративни примери.

Табела 3 – Рацио покривености камата са ЕБИТ и ЕБИТДА

Racio pokrivenosti kamata EBIT-om		
Godina	2008	2009
Tehnicmetal Group	0,97	0,92
Tehnicmetal Auto	1,47	1,40
Tehnicmetal Gas	2,54	2,45
Tehnicmetal Livnica	0,62	0,55
Tehnicmetal Elektro	0,90	0,85
Tehnicmetal Tyres	1,03	1,00
Tehnicmetal Gradnja	3,44	2,79

Racio pokrivenosti kamata EBITDA-om		
Godina	2008	2009
Tehnicmetal Group	1,10	1,05
Tehnicmetal Auto	1,79	1,56
Tehnicmetal Gas	3,13	2,88
Tehnicmetal Livnica	1,48	1,41
Tehnicmetal Elektro	1,09	1,01
Tehnicmetal Tyres	1,25	1,05
Tehnicmetal Gradnja	3,64	2,91

Извор: Аутори

сврстава фирму у високозадужена предузећа (Табела 3 даје преглед по чланицама групе).

Покривеност каматне стопе (*interest coverage ration*) са добити пре камата и пореза ЕБИТ³ и ЕБИТДА⁴ представљају фундаменталне показатеље солвентности приликом кредитне анализе и у широкој су примени у савременом комерцијалном банкарству. Карактеристично за „герилу финансирање“ је да су поменути показатељи испод стандардних вредности. У наведеном примеру однос пословне добити и финансијских расхода, посматрано на основу анализе претходних двају обрачунских периода, износи за 2008. годину 1,42, а за 2009. годину 1,40. За капитално интензивну делатност, какву спроводи Група *Tehnicmetal Co.*, препоручљиво је да тај однос не пада испод 2 (чак се и то сматра алармантним).

Проблем увећава чињеница да постоји пад вредности показатеља у другим чланицама система, односно групације (повезаним лицима). Наиме, немогућношћу даљег задуживање матице, самоиницијативно или чешће према сугестијама банке, кредитна задужења за потребе матичне компаније селе се у предузећа (делове компаније) са бољим кредитним бонитетом. За пословну банку то значи мања резервисања за потенцијалне губитке⁵, али се кредитни ризик пословног система симултаним и унакрсним кредитирањем чланица не умањује, већ само одлаже и продубљује (Живановић и Јоловић, 2008).

Приликом процене могућности отплате дугорочних кредита, пословне банке придају велики значај како историјском кретању ЕБИТ и

ЕБИТДА тако и пројектованом тренду. Сматрамо да би требало узети у обзир и краткорочне финансијске обавезе имајући у виду да фирме често фиксну имовину финансирају из краткорочно расположивих извора (проблем „белог слона“). У наведеном примеру, однос ЕБИТДА и укупних финансијских обавеза износи у 2008. години 0,19, односно 0,22 у 2009. години. Иако рацио бележи благо побољшање, он је и даље неадекватан и сврстава предузеће у високо задужене.

Недостаци наведених показатеља огледају су у томе да су закључци донети на бази нивоа ЕБИТ и ЕБИТДА рачуноводствено конзервативни, те да их никако не би требало поистовећивати са токовима готовине или сматрати њиховим сурогатима (Elliott В и Elliott J. 2005:643). Управо су токови готовине често најкритичнији индикатори дугорочне стабилности у консолидованим финансијским извештајима пословних система/група чији је изражени неодрживи раст финансиран путем кредита. Агресивно финансирање негативно утиче и на ригорознији показатељ солвентности - однос FFO (*funds from operations*) и финансијских расхода. Симплификовани FFO дефинисан је као ЕАТ⁶ увећан за трошак амортизације, при чему се изузимају обавезе по основу укупних финансијских расхода и трошкова пореза. Начелно, примена овог показатеља подобна је за фирме које немају изражену волатилност обртног капитала (*working capital swings*). У претходно наведеном примеру однос FFO и финансијских расхода износи у 2008. години 1,27, док је у 2009. години 0,93 и

3) ЕБИТ (*earnings before interest and tax*) – добит пре расхода камата и пореза.

4) ЕБИТДА (*earnings before interest, tax, depreciation and amortization*) - добит пре расхода камата, пореза и амортизације.

5) За детаље видети: Одлука о класификацији билансне активе и ванбилансних ставки, "Службени гласник РС", бр. 129/2007, 63/2008, 104/2009 и 30/2010.

6) ЕАТ (*earnings after tax*) – нето добит

представља искључиво резултат оваквог модела финансирања.

Очигледно је да је инсистирање на „спиралном“ задуживању матице кроз чланице система (повезана лица), гледано кроз однос FFO и финансијских расхода, нарушило отплатни капацитет и створило огромне проблеме, „дужничку бомбу“ која прети да у сваком тренутку угрози даље пословање фирме. Када у обзир узмемо и потребе финансирања обртног капитала јасно се закључује да је проблем изражен и да се не може игнорисати већ на средњи рок.

Главни удар биће изазван евентуалним смањењем тражње за кључним производима система. У датом случају умањење, чак и тренутна редуција главног генератора „експлозивног“ развоја (сталног раста пословних прихода), изазваће право „нагомилавање“ обавеза (*debts pile up*) на основу сервисирања кредитних задужења која се на регуларној бази извршавају готово свакодневно. Имајући у виду да би ешалони повериоца, у првом реду пословне банке, почели да се утркују у реализацији пре свега меничних обезбеђења, перспективе опстанка групе могу бити врло „суморне“, не само дестабилизујуће, већ и критичне по опстанак групе.

Посебно разарајуће дејство има „мрежна колатерализација“ пласмана банке, путем „увезивања“ интеркомпанијских солидарних меничних јемстава. Иако је датом примеру симултано уступање корпоративних меница већег броја чланица система по истом повученом кредиту представљало лошу одлуку која је Групу гурнула у морални хазард и системски ризик, ово није могло да буде избегнуто. Разлог за то је ултимативни захтев пословних банака. Са друге стране, „домино“ активирање меничних колатерала у кратком року разорило би систем, али би истовремено представљало „аутодеструктиван“ потез банака. Банке ће такав потез преузети само у крајњој нужди, те констатујемо да су у доброј мери пословне банке понекад некритички подржавале модел „гериле финансирања“. Разлози због којих банке неће прибећи радикалним решењима јесте субоптимална колатерализација пласмана. „Ахилова пета“ пословних банака управо и лежи у испреплетеној и уситњеној структури колатерала. Ситуацију додатно усложњава општа привредна деклинација и повећана понуда на тржишту непокретности, чији исход се огледа у смањењу цена некретнина и опадању вредности колатерала.

Табела 4 – Извештај о токовима готовине Група Tehnicmetal Co.

Bilansne pozicije	AOP	u 000 RSD			
		31.12.2009	31.12.2008	2007	2006
A. NOVČANI TOKOVI IZ POSLOVNIH AKTIVNOSTI					
I. Priliv gotovine iz poslovnih aktivnosti (1 do 3)	301	11.407.825	11.355.220	8.243.342	6.409.747
1. Prodaja i primljeni avansi	302	11.207.834	11.251.895	8.081.565	6.221.883
2. Primljene kamate iz poslovnih aktivnosti	303	1.398	29.093	8.292	77.452
3. Ostali prilivi iz redovnog poslovanja	304	198.593	74.232	153.485	110.412
II. Odliv gotovine iz poslovnih aktivnosti (1 do 5)	305	12.353.626	11.251.571	9.355.068	7.049.803
1. Isplate dobavljačima i dati avansi	306	7.887.930	7.874.692	5.191.248	3.453.071
2. Zarade, naknade zarada i ostali lični rashodi	307	1.651.924	1.704.915	1.448.760	1.333.087
3. Plaćene kamate	308	1.756.917	1.000.348	556.670	459.583
4. Porez na dobit	309	12.413	15.763	19.902	12.628
5. Plaćanje po osnovu ostalih javnih prihoda	310	1.044.442	655.853	2.138.488	1.791.434
III./IV. Neto priliv(odliv) gotovine iz poslovnih aktivnosti (I-II)	311/312	945.801	103.649	1.111.726	640.059
B. NOVČANI TOKOVI IZ AKTIVNOSTI INVEŠIRANJA					
I. Priliv gotovine iz aktivnosti investicija (1 do 5)	313	384.449	3.018.549	445.610	4.782
1. Prodaja akcija i udela (neto priliv)	314	0	0	0	0
2. Prodaja nem ulaganja, nekr., postroj., opreme i biol.sred.	315	16.174	250.187	45.593	4.111
3. Ostali finansijski plasmani (neto priliv)	316	367.879	2.768.362	400.017	0
4. Primljene kamate iz aktivnosti finansiranja	317	396	0	0	7
5. Primljene dividende	318	0	0	0	664
II. Odliv gotovine iz aktivnosti investicija (1 do 3)	319	929.617	4.907.523	1.988.606	2.150.606
1. Kupovina akcija i udela (neto odliv)	320	3.018	942.278	610.024	1.241.394
2. Kupovina nematerij. ulaganja, nekr., postroj., opr. i biol.sred.	321	771.412	1.655.191	952.001	471.174
3. Ostali finansijski plasmani (neto odliv)	322	155.187	2.310.054	426.581	438.038
III./IV. Neto priliv(odliv) gotovine iz aktivnosti investiranja (I-II)	323/324	-545.168	-1.888.974	-1.542.996	-2.145.824
V. TOKOVI GOTOVINE IZ AKTIVNOSTI FINANSIRANJA					
I. Priliv gotovine iz aktivnosti finansiranja (1 do 3)	325	6.563.589	6.529.861	3.700.829	3.364.905
1. Uvećanje osnovnog kapitala	326	0	0	11.452	434
2. Dužoročni i kratkoročni krediti (neto priliv)	327	6.128.996	5.916.449	3.455.566	3.350.230
3. Ostale dužoročne i kratkoročne obaveze	328	434.593	613.412	233.811	14.241
II. Odliv gotovine iz aktivnosti finansiranja (1 do 4)	329	5.032.920	4.940.119	810.553	503.141
1. Otkup sopstvenih akcija i udela	330	0	0	0	0
2. Dužoročni i kratkoročni krediti i ostale obaveze (neto odliv)	331	4.261.353	4.275.176	273.126	225.894
3. Finansijski lizing	332	468.644	480.953	212.270	85.581
4. Isplaćene dividende	333	302.923	183.990	325.157	191.666
III./IV. Neto priliv(odliv) gotovine iz aktivnosti finansiranja (I-II)	334/335	1.530.669	1.589.742	2.890.276	2.861.764
G. SVEGA PRILIV GOTOVINE (301+313+325)	336	18.355.863	20.903.630	12.389.781	9.779.434
D. SVEGA ODLIV GOTOVINE (305+319+329)	337	18.316.163	21.099.213	12.154.227	9.703.550
Đ/E. NETO PRILIV GOTOVINE (336-337)	338/339	39.700	-195.583	235.554	75.884
Ž. GOTOVINA NA POČETKU OBRAČUNSKOG PERIODA	340	65.124	327.619	101.287	93.659
Z. POZITIVNE KURSNE RAZLIKE PO OSNOVU PRERAČUNA GOTOVINE	341	21.286	68.966	1.603	8.611
I. NEGATIVNE KURSNE RAZLIKE PO OSNOVU PRERAČUNA GOTOVINE	342	32.811	135.878	10.825	76.867
J. GOTOVINA NA KRAJU OBRAČUNSKOG PERIODA (338-339+340+341-342)	343	93.299	65.124	327.619	101.287

Umeren rast priliva iz poslovne aktivnosti

Disproporcionalan rast odliva iz poslovne aktivnosti. Rast odliva po osnovu plaćenih kamata i naknada višestruko nadmašuje rast poslovne aktivnosti.

NEODRŽIVO NA DUŽI ROK S OBIZIROM DA JE GRUPACIJA U VELIKOJ MERI PREEPTEREĆENA FINANSIJSKIM OBAVEZAMA. Odnos finansijskih obaveza u odnosu na kapital 3:1 (prihvatljivo 1:1)

Извор: Група Tehnicmetal Co. и аутори

Табела 5 – Обавезе по основу кредита Tehnicmetal Group (матична компанија)

Обавезе по кредитима на 30. Jun 2010. godine					
HEUR	Kratkoročni krediti	Tekuće dospeće dugoročnih	Ukupno kratkoročni krediti	Dugoročni krediti	Ukupne obaveze po kreditima
Raiffeisen Banka		2.072	2.072	20.193	22.265
Agro Banka	8.935	344	9.279		9.279
Fond za Razvoj		285	285	7.226	7.511
Srpska Banka	4.910		4.910		4.910
Intesa Banka		950	950	3.288	4.238
Hypo Banka	3.500		3.500		3.500
Jubmes Banka	2.099	260	2.359	970	3.329
PBP	1.250		1.250		1.250
Unicredit	786	314	1.100		1.100
Razvojna Banka	700		700		700
OTP Banka		228	228	156	384
Credit Agricole Bank	100		100		100
AG za OD		20	20		20
Ukupno	22.280	4.473	26.753	31.833	58.586

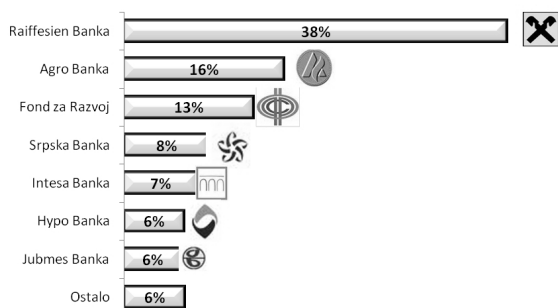
Услед слабе утрживости, уситњености (поштојања више хипотекарних поверилаца) и специфичности колатерала, могућност даљег задуживања је ограничена, због чега је знатно нарушена финансијска флексибилност. Солидарна јемства, услед све већег броја неликвидних и банкротираних предузећа, не поседују потребни ниво стабилности за квалитетно јемство.

Кључни индикатор дугорочне одрживости раста представља могућност генерисања нето новчаних токова готовине из пословне активности (CFO⁷). Токови готовине сматрају се адекватним уколико у целини покривају краткорочне финансијске обавезе⁸. За фирме са интензивним растом заснованим на „герилу фи-

нансирању“ карактеристичан је дугорочни поремећај токова готовине из пословних активности, који су обично на средњи рок негативни и прете потенцијалном инсолвентношћу. Типично за овај тип фирми јесте стално инвестирање, врло често у приватизационе процесе и куповине нових фирми, чиме се одгађа појава позитивних нето ефеката по основу токова готовине, али се утиче и на укупан раст промета (*turnover*) чиме се фирме на кратак рок одржавају. Истовремено, нове чланице система могу бити носиоци даљег задуживања у одређеним случајевима, а новостечена имовина представља нови колатерализациони капацитет.

Негативни токови готовине из пословне активности кориговани су нето приливима из активности финансирања, који имају своја фактичка ограничења и не могу се увећавати „у недоглед“. Неретко поједини корпоративни системи подижу ниво својих задужења до нивоа остварене годишње реализације у консолидованим финансијским извештајима групе. Дуго задржавање неповољне структуре финансирања (рок, уситњеност кредита, цена, расутош колатерала) генерише негативне токове готовине, који „гурају“ фирму у зону инсолвентности, при чему је највећа претња немогућност достизања позитивних нето токова готовине из пословних активности. У нашем примеру увиђамо нагло погоршање и продубљивање неликвидности. Упркос остварењу позитивних токова готовине из пословних активности у 2008. години, исти се сматрају неадекватним због не-

Графикон 1 – Структура кредита Tehnicmetal Group по банкама



Извор: Група Tehnicmetal Co. и аутори

7) CFO (*cash flow from operating activity*) – токови готовине из пословне активности

8) За детаље видети: Одлука о класификацији билансне активе и ванбилансних ставки ("Службени гласник РС", бр. 129/2007, 63/2008, 104/2009 и 30/2010)

могућности покривања краткорочних финансијских обавеза. Нарушавање оперативног циклуса у 2009. години, поред вишеструког раста одлива по основу плаћених камата, резултирало је генерисањем негативних токова готовине из пословних активности. Ванредно високи финансијски расходи (Табела 5 и Графикон 1) резултат су неселективног „прихватања“ кредитних аранжмана од стране пословних банака.

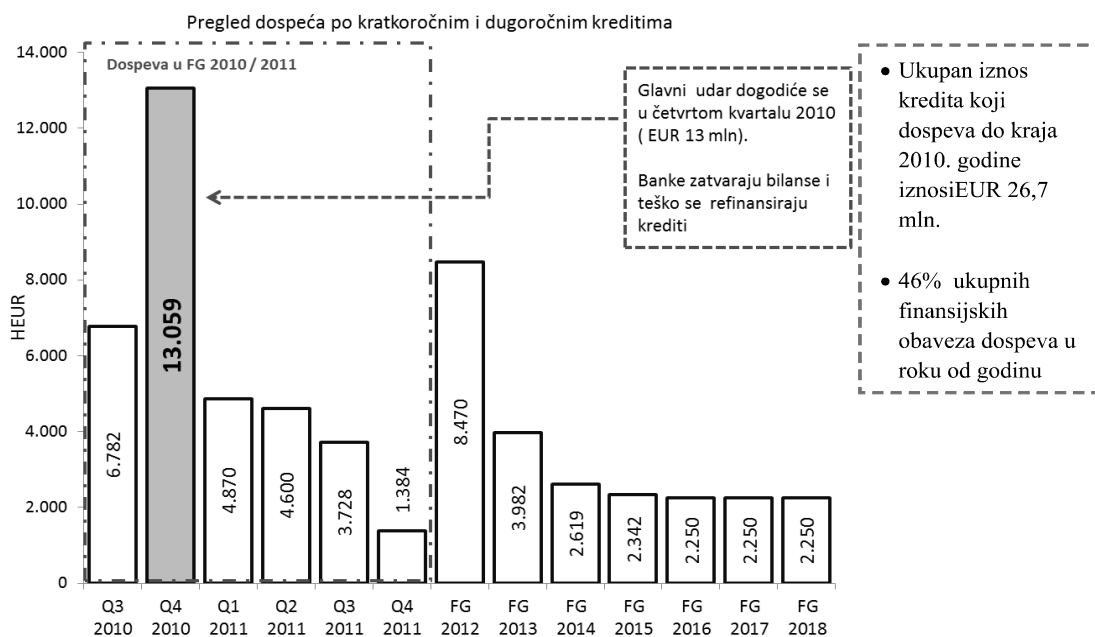
У примеру (Табела 5. и Графикон 1.) је приказана структура задужења матице система у погледу укупног кредитног задужења, рачности повучених кредита и дисперзије задужења по пословним банкама и финансијским институцијама. Кључни налаз је да је број банака у укупном кредитном задужењу велики што додатно продубљује проблем. Свака банка понаособ наплаћује више једнократне накнаде (*disbursement fee*), периодичне накнаде (*monitoring and service fee*) и каматне стопе због смањеног учешћа у кредитирању групе. Томе треба придодати и чињеницу да банке појединачно, вођене скромним присуством и немогућношћу управљања изложеношћу кредитном ризику у групи, овакве кредите дају на краће рокове. Највећи проблем јесте чињеница да значајан проценат кредитног задужења доспева на врло кратак рок, те да постоји концентрација доспећа у

завршном месецу пословне године, када су нови кредити и рефинансирање постојећих најскупљи.

Други део проблема садржан је у чињеници да су се банке некритички односиле према својој кредитној изложености у анализираном систему, при чему чак и основна анализа указује на то да је из генерисаних токова готовине пословних активности немогуће на време и у пуном износу вратити било који од одобрених кредита. Оваква кредитна структура „рециклира“ се класичним рефинансирањем или „ломљењем“ кредита између пословних банака (пријатељским преузимањем). „Кредитна рециклажа“ има веома високу цену, услед чињенице да пословне банке приликом рефинансирања и симултаног међукредитирања скоро по правилу сваког пута поново наплаћују једнократне накнаде (0,5% – 2%), те да су каматне стопе за врло краткорочну кредитну подршку приликом „ломљења“ кредита изразито високе (1,7% – 3% месечно)⁹. „Ломљење“ кредита постаје све учесталије и за последицу има одржавање одлива по основу финансијских расхода на запажено високом нивоу, што онемогућава лако решавање проблема неповољне финансијске структуре.

За оптерећене системе, где је приказани проблем јасно изражен, краткорочно решење подразумева повећање промета. Уколико

Графикон 2 – Структура отплате кредита Tehnicmetal Group



Извор: Tehnicmetal Group и аутори

⁹⁾ Овакви кредити се дају на период од 2 радна дана, често на недељу дана, а ређе на месец дана.

резултати пословања покажу негативан, чак и благ пад пословне активности, то може проузроковати кобне последице по ЕБИТ и ЕАТ, услед прекомерног задуживања и високих фиксних трошкова (*operating and financial leverage*). Из године у годину, ЕБИТ и ЕАТ су све нижи, док је процентуални удео по основу издвајања чисто финансијских трошкова све већи. Као последица свега претходно наведеног долази до кредитног оптерећења преосталих здравих делова система, зарад отплате финансијских потраживања банака лоцираних најчешће на матичној фирми.

Краткорочно решење, повећање промета, носи и негативне последице у виду додатних захтева за финансирањем, чиме се проблем не

решава, већ одлаже. У Табели 6 дат је приказ сукцесивних биланса стања који илуструју претходно наведено. Поред „нагомилавања“ залиха, у анализираном периоду дошло је до значајног повећања нето обртног капитала (НОК), што је директан резултат додатног кредитирања у дужем року. Иако НОК према критеријумима НБС представља један од три кључна показатеља ликвидности, поред нето добитка и токова готовине из пословне активности, исти у нашем случају може представљати проблем, уколико динамика раста вишеструко превазилази раст пословне активности. У датом примеру, НОК бележи раст од 630% у односу на 2008. годину, док је раст из пословне активности износио

Табела 6 - Биланс стања Групе Tehnicmetal Co.

BILANS STANJA	AOP	Vremenski period analize					
		31.05.2010		31.12.2009		31.12.2008	
AKTIVA		Učešće	Učešće	Učešće	Učešće	Učešće	Učešće
A. STALNA IMOVINA(002+003+004+005+009)	001	10.461.117	42,66	10.295.372	46,57	9.645.824	54,00
I NEUPLAĆENI UPISANI KAPITAL	002	0	0,00	0	0,00	0	0,00
II GOODWILL	003	0	0,00	0	0,00	0	0,00
III NEMATERIJALNA ULAGANJA	004	574.455	5,49	573.829	5,57	499.066	4,86
IV NEKRETNINE POSTROJENJA OPREMA I BILOŠKA SREDSTVA (006+007+008)	005	9.743.826	93,14	9.579.353	93,05	9.064.192	93,97
1. Nekretnine, postrojenja i oprema	006	9.706.476		9.542.003		9.030.785	
2. Investicione nekretnine	007	8.207		8.207		4.264	
3. Biološka sredstva	008	29.143		29.143		29.143	
V DUGOROČNI FINANSIJSKI PLASMANI	009	142.836	1,37	142.390	1,38	112.566	1,17
1. Učešća u kapitalu	010	117.976		117.044		86.739	
2. Ostali dugoročni i finansijski plasmani	011	24.860		25.346		25.827	
B. OBRтна IMOVINA(013+014+015)	012	13.133.256	53,56	10.823.135	48,95	7.386.093	41,35
I ZALIHE	013	7.878.368	59,99	7.090.043	65,51	4.432.213	60,01
II STALNA SREDSTVA NAMENJENA PRODAJI I SREDSTVA POSLOVANJA KOJE SE OBUSTAVLJA	014	3.919	0,03	3.919	0,04	3.919	0,05
III KRATKOROČNA POTRAŽIVANJA, PLASMANI I	015	5.250.969	39,98	3.729.173	34,46	2.949.961	39,94
1. Potraživanja	016	3.598.072	68,52	2.091.631	56,09	1.852.684	62,80
2. Potraživanja za više plaćen porez na dobitak	017	6.432	0,12	17.422	0,47	17.745	0,60
3. Kratkoročni finansijski plasmani	018	64.772	1,23	60.546	1,62	47.480	1,61
4. Gotovinski ekvivalenti i gotovina	019	63.128	1,20	93.299	2,50	65.124	2,21
5. Porez na dodatu vrednost i AVR	020	1.918.565	28,92	1.466.275	39,32	966.928	32,78
IV ODLOŽENA PORESKA SREDSTVA	021	928.472	7,07	991.100	9,16	832.360	11,27
C. POSLOVNA IMOVINA(001+012+021)	022	24.522.845	100,00	22.109.607	100,00	17.864.277	100,00
D. GUBITAK IZNAD VISINE KAP.	023	0	0,00	0	0,00	0	0,00
E. UKUPNA AKTIVA(022+023)	024	24.522.845	100,00	22.109.607	100,00	17.864.277	100,00
F. VANBILANSNA AKTIVA	025	629.033		737.063		556.801	
PASIVA	AOP		%		%		%
A. KAPITAL(102+103+104+105+106-107+108-109-110)	101	4.750.294	19,37	4.424.296	20,01	3.463.744	19,39
I OSNOVNI KAPITAL	102	776.558	16,35	776.558	17,55	776.558	22,42
II NEUPLAĆENI UPISANI KAPITAL	103	0	0,00	0	0,00	0	0,00
III REZERVE	104	11.778	0,25	11.778	0,27	11.778	0,34
IV REVALORIZACIONE REZERVE	105	276.431	5,82	276.431	6,25	276.431	7,98
V NEREALIZOVANI DOBICI PO OSNOVU HOV	106	0	0,00	0	0,00	0	0,00
VI NEREALIZOVANI GUBICI PO OSNOVU HOV	107	137	0,00	137	0,00	0	0,00
VII NERASPOREĐENA DOBIT	108	3.885.864	77,59	3.359.866	75,94	2.398.977	69,26
VIII GUBITAK	109	0	0,00	0	0,00	0	0,00
IX OTKUPLJENE SOPSTVENE AKCIJE	110	0	0,00	0	0,00	0	0,00
B. DUGOROČNA REZERVISANJA I OBAVEZE (112+113+116)	111	19.772.551	80,63	17.685.311	79,99	14.400.533	80,61
I DUGOROČNA REZERVISANJA	112	20.900	0,11	20.900	0,12	20.900	0,15
II DUGOROČNE OBAVEZE	113	8.920.508	45,12	8.476.655	47,93	6.519.538	45,27
1. Dugoročni krediti	114	6.062.307		5.438.126		4.719.679	
2. Ostale dugoročne obaveze	115	2.858.201		3.038.529		1.799.859	
III KRATKOROČNE OBAVEZE (117+118+119+120+121+122)	116	10.831.143	54,78	9.187.756	51,95	7.860.095	54,58
1. Kratkoročne finansijske obaveze	117	7.080.093	65,37	6.144.887	66,88	5.457.589	69,43
2. Obaveze po sredstava namenjenih prodaji i sredstava poslovanja koje se obustavlja	118	0	0,00	0	0,00	0	0,00
3. Obaveze iz poslovanja	119	3.291.218	30,39	2.601.108	28,31	2.105.344	26,79
4. Ostale kratkoročne obaveze	120	366.516	3,40	366.931	3,99	254.522	3,24
5. Obaveze po osnovu PDV i ostalih jav. prim.ji PVR	121	85.928	0,79	74.770	0,81	43.417	0,53
6. Obaveze po osnovu poreza na dobitak	122	5.388	0,05	0	0,00	1.223	0,02
IV ODLOŽENE PORESKE OBAVEZE	123	0	0,00	0	0,00	0	0,00
C UKUPNA PASIVA(101+109)	124	24.522.845	100,00	22.109.607	100,00	17.864.277	100,00
D VANBILANSNA PASIVA	125	629.033		737.063		556.801	

Извор: АПР и Група Tehnicmetal Co.

свега 20%. Имајући у виду да раст који није базиран на интерно генерисаним приливима из пословне активности захтева екстерно финансирање, евентуална отежана реализација залиха значила би озбиљан удар на ликвидност. Последнице би се огледале у погоршању оперативног циклуса (прилива готовине), док би на другој страни расле редовне обавезе по основу сервисирања отплате дуга по основу главнице и камате. Као што смо истакли, прве блокаде од стране банака изазвале би домино ефекат и гурнуле компанију у зону системског ризика.

Поремећај са екстремно високим степеном негативног ефекта у моделу „гериле финансирања“, лежи управо у неубедљивој структури НОК-а. Наиме, врло је дискутабилно колико од укупног задужења, који се води као дугорочни дуг, то и јесте. У наведеном примеру (Табела 5 и Графикон 2) јасно се види да већи део задужења која се воде као дугорочна то нису. Феноменологија гериле финансирања укључује „de-jure дугорочно финансирање на de-facto кратак рок“, услед уздржаности банака изазване немогућношћу одговарајуће контроле сопствене изложености кредитном ризику. Дугорочна кредитна структура је веома дискутабилна, јер се ради о кредитима који се одобравају најчешће не дуже од три године, чак и када је у питању фи-

нансирање фиксне активе. Наведени проблем пружа много бољи увид у укупан НОК него што он у ствари јесте. С друге стране, сопствени НОК још је „крхкији“ с обзиром на чињеницу да темпо финансирања развоја не прати и сразмерно увећање сопственог капитала.

Једна од основних одлика „гериле финансирања“ раста је чињеница да се са повлачењем кредита готово никада не стаје. Иако је у вези са роком финансирања залиха рочнијим средствима исправно, оно носи ризик од адекватне процене нивоа залиха, чије повећање не би смело да угрози постојећи коефицијент њиховог обрта и темпо пословне активности. Уколико се коефицијент погоршава, односно пословна активности бележи недовољно брз раст, нагомилане залихе почињу да стварају проблеме у вези са благовременим сервисирањем кредитних обавеза према банкама, невезано за рочност финансирања.

У „take off“ фазама раста фирме, пораст промета често шаље погрешне сигнале менаџменту и власницима фирми, те при оцени евентуалног додатног задуживања посебну пажњу треба поклонити квалитету ове билансне ставке. Пораст позиције „потраживања од купаца“ свакако утиче на оптимизам руководства фирми; међутим, оцена додатног кредитног задужења треба да буде позитивна једино

Табела 7 – Биланс успеха „М-Боје“

BILANS USPEHA	AOP	Vremenski period analize					
		31.12.2009.		31.12.2008.		31.12.2007.	
Bilansne pozicije		Učešće	%	Učešće	%	Učešće	%
A. PRIHODI I RASHODI IZ REDOVNOG POSLOVANJA							
I POSLOVNI PRIHODI (202+203+204+205+206)	201	501.473	100,00	474.871	100,00	381.897	100,00
1. Приходи од продаје	202	501.180	99,94	474.734	99,97	381.093	99,79
2. Приходи од активирања učinaka i robe	203	0	0,00	5	0,00	0	0,00
3. Povećanje vrednosti залиha učinaka	204	0	0,00	0	0,00	0	0,00
4. Smanjenje vrednosti залиha učinaka	205	0	0,00	0	0,00	0	0,00
5. Ostali poslovni prihodi	206	293	0,06	132	0,03	904	0,21
POSLOVNI RASHODI (od 208 do 212)	207	489.368	97,59	457.483	96,34	367.565	96,25
II DIREKтни POSLOVNI RASHODI (208+209)		433.109	86,37	408.721	86,07	335.715	87,91
1. Nabavna vrednost prodate robe	208	425.475	84,85	402.279	84,71	329.219	86,21
2. Troškovi materijala	209	7.634	1,52	6.442	1,36	6.496	1,70
III BRUTO REZULTAT		68.364	13,63	66.150	13,93	46.182	12,09
3. Troškovi zarada, naknada zar. i dr.	210	27.234	5,43	21.015	4,43	15.871	4,16
5. Ostali poslovni rashodi	212	24.931	4,97	24.331	5,12	13.546	3,55
IV EBITDA		16.199	3,23	20.804	4,39	16.765	4,39
4. Troškovi amortizacije i rezervisanja	211	4.994	0,82	3.216	0,72	2.433	0,64
V POSLOVNI REZULTAT (EBIT)	213/214	12.105	2,41	17.388	3,66	14.332	3,75
VI FINANSIJSKI PRIHODI	215	463	0,09	850	0,18	825	0,22
VII FINANSIJSKI RASHODI	216	10.315	2,06	4.994	1,05	3.098	0,81
VIII OSTALI PRIHODI	217	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
IX OSTALI RASHODI	218	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
X REZULTAT IZ REDOVNOG POSLOVANJA	219/220	2.253	0,45	13.244	2,79	12.079	3,16
XI NETO DOBIT POSLOV.KOJE SE OBUSTAV.	221	0	0,00	0	0,00	0	0,00
XII NETO GUBITAK POSLOV.KOJE SE	222	0	0,00	0	0,00	0	0,00
XI REZULTAT PRE POREZA (EBT)	223/224	2.253	0,45	13.244	2,79	12.079	3,16
D POREZ NA DOBIT							
1. Poreski rashodi perioda	225					331	0,09
2. Odloženi poreski rashodi perioda	226			37	0,01		
3. Odloženi poreski prihodi perioda	227	46	0,01				
4. Isplaćena lična primanja poslodavcu	228						
E NETO REZULTAT	229/230	2.299	0,46	13.207	2,78	11.748	3,08

Извор: АПР и “М-Боје“

уколико се не погоршава постојећи коефицијент обрта купаца, проценат наплативости или укључује авансна продаја. Значајни поремећај у брзини наплате или евентуални отписи ненаплативих потраживања указују на озбиљан поремећај у систему, који је све теже надокнадив додатним кредитним задуживањем. Наведени модел финансирања критично дестабилизује отежана и успорена наплата од купаца, без обзира на очигледан раст пословне активности, мерено приказаном пословном реализацијом – оперативним приходом (*operating revenue*).

У случају фирме чији брзи раст почива на кредитима, простор за манипулацију ценом је исцрпљен и сведен на минимум, а фирме траже

друге начине да одрже тржишну позицију и/или повећају тржишно учешће. Предузеће „М-Боје“ прибегло је стратегији агресивног финансирања раста из банкарских кредита. Да би повећали приход (*пословни приходи -2009:RSD 501,4 млн; 2008:RSD 474,7 млн; 2007:RSD 381,8 млн*) на нивоу истих или чак умањених цена, попуњавање залиха финансирано је из краткорочне банкарске подршке.

Могло би се очекивати да се остварени резултат, мерено кроз ЕАТ, сразмерно порасту прихода, увећа. Међутим, нето добит се драматично смањује, забележивши пад са RSD 13,2 млн. у 2008. години на RSD 2,3 млн. у 2009. години. Повећање краткорочних кредитних заду-

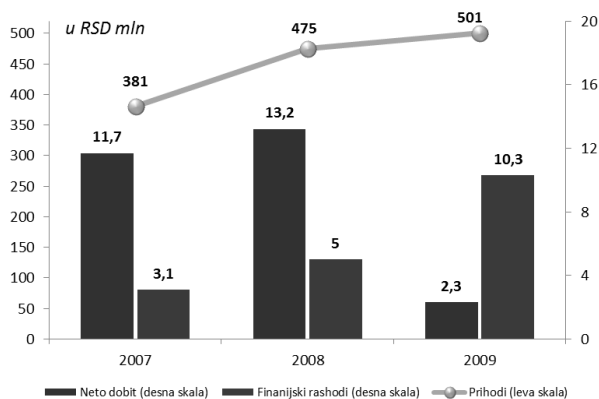
Табела 7 – Биланс стања „М-Боје“

PASIVA	AOP	31.12.2009.		31.12.2008.		31.12.2007.	
		Учеће	%	Учеће	%	Учеће	%
A. KAPITAL (102+103+104+105+106-107+108-109-110)	101	23.086	14,91	31.401	22,79	29.899	24,38
I OSNOVNI KAPITAL	102	17.978	77,87	17.978	57,25	17.978	60,13
II NEUPLAĆENI UPISANI KAPITAL	103	0	0,00	0	0,00	0	0,00
III REZERVE	104	149	0,65	149	0,47	149	0,50
IV REVALORIZACIONE REZERVE	105	0	0,00	0	0,00	0	0,00
V NEREALIZOVANI DOBICI PO OSNOVU HOV	106	0	0,00	0	0,00	0	0,00
VI NEREALIZOVANI GUBICI PO OSNOVU HOV	107	0	0,00	0	0,00	0	0,00
VII NERASPOREĐENA DOBIT	108	4.959	21,48	13.274	42,27	11.772	39,37
VIII GUBITAK	109	0	0,00	0	0,00	0	0,00
IX OTKUPLJENE SOPSTVENE AKCIJE	110	0	0,00	0	0,00	0	0,00
B. DUGOROČNA REZERVISANJA I OBAVEZE (112+113+116)	111	131.684	85,05	106.284	77,13	92.644	75,55
I DUGOROČNA REZERVISANJA	112	550	0,42	550	0,52	550	0,38
II DUGOROČNE OBAVEZE	113	2.373	1,80	3.666	3,45	4.573	4,94
1. Dugoročni krediti	114	0	0,00	3.666	3,45	4.573	4,94
2. Ostale dugoročne obaveze	115	2.373	1,80	0	0,00	0	0,00
III KRATKOROČNE OBAVEZE (117+118+119+120+121+122)	116	128.761	97,78	102.068	96,03	87.721	94,69
1. Kratkoročne finansijske obaveze	117	64.620	50,19	26.683	26,04	18.732	21,35
2. Obaveze po sredstava namenjenih prodaji i sredstva poslovanja koje se obustavlja	118	0	0,00	0	0,00	0	0,00
3. Obaveze iz poslovanja	119	62.674	48,67	74.918	72,52	67.456	76,90
4. Ostale kratkoročne obaveze	120	55	0,04	354	0,25	135	0,15
5. Obaveze po osnovu PDV i ostalih jav. prim. i PVR	121	1.412	1,10	1.213	1,19	1.247	1,42
6. Obaveze po osnovu poreza na dobitak	122	0	0,00	0	0,00	149	0,17
IV ODLOŽENE PORESKE OBAVEZE	123	70	0,05	116	0,11	79	0,09
C UKUPNA PASIVA (101+109)	124	154.840	100,00	137.801	100,00	122.622	100,00
D VANBILANSNA PASIVA	125	0	0,00	0	0,00	0	0,00

BILANS STANJA	AOP	Vremenski period analize					
		31.12.2009.		31.12.2008.		31.12.2007.	
		Учеће	%	Учеће	%	Учеће	%
AKTIVA							
A. STALNA IMOVINA (002+003+004+005+009)	001	16.083	10,39	15.379	11,16	9.632	7,86
I NEUPLAĆENI UPISANI KAPITAL	002	0	0,00	0	0,00	0	0,00
II GOODWILL	003	0	0,00	0	0,00	0	0,00
III NEMATERIJALNA ULAGANJA	004	0	0,00	0	0,00	0	0,00
IV NEKRETNINE POSTROJENJA OPREMA I BIOLOŠKA SREDSTVA (006+007+008)	005	16.083	100,00	15.379	100,00	9.632	100,00
1. Nekretnine, postrojenja i oprema	006	16.083	100,00	15.379	100,00	9.632	100,00
2. Investicione nekretnine	007	0	0,00	0	0,00	0	0,00
3. Biološka sredstva	008	0	0,00	0	0,00	0	0,00
V DUGOROČNI FINANSIJSKI PLASMANI	009	0	0,00	0	0,00	0	0,00
1. Učešća u kapitalu	010	0	0,00	0	0,00	0	0,00
2. Ostali dugoročni i finansijski plasmani	011	0	0,00	0	0,00	0	0,00
B. OBRтна IMOVINA (013+014+015)	012	138.757	89,61	122.422	88,84	112.990	92,14
I ZALIHE	013	62.598	45,11	66.620	54,42	57.119	50,55
II STALNA SREDSTVA NAMENJENA PRODAJI I SREDSTVA POSLOVANJA KOJE SE OBUSTAVLJA	014	0	0,00	0	0,00	0	0,00
III KRATKOROČNA POTRAŽIVANJA, PLASMANI I	015	76.159	54,89	55.802	45,58	55.871	49,45
1. Potraživanja	016	67.361	88,45	51.981	93,15	53.044	94,94
2. Potraživanja za više plaćen porez na dobitak	017	735	0,97	1.036	1,85	0	0,00
3. Kratkoročni finansijski plasmani	018	5.980	7,85	0	0,00	0	0,00
4. Gotovinski ekvivalenti i gotovina	019	2.083	2,74	2.484	4,45	1.756	3,14
5. Porez na dodatu vrednost i AVR	020	0	0,00	207	0,55	1.071	1,92
IV ODLOŽENA PORESKA SREDSTVA	021	0	0,00	0	0,00	0	0,00
C. POSLOVNA IMOVINA (001+012+021)	022	154.840	100,00	137.801	100,00	122.622	100,00
D. GUBITAK IZNAD VISINE KAP.	023	0	0,00	0	0,00	0	0,00
E. UKUPNA AKTIVA (022+023)	024	154.840	100,00	137.801	100,00	122.622	100,00
F. VANBILANSNA AKTIVA	025	0	0,00	0	0,00	0	0,00

Извор: АПР и „М-Боје“

Графикон 3 – Однос прихода, финансијских расхода и нето добити у случају фирме „М-Боје“



Извор: „М-Боје“ и аутори

жења са RSD 26,5 млн. (2008) на RSD 62,6 млн. (2009) довело је до процентуалног умањења нето резултата од 82,6% (Графикон 3 и Табела 7). Повећање краткорочних задужења, инвестирано у обртну имовину, краткорочно је довело до повећања оперативног прихода с једне стране, али је ЕАТ пао на критичан ниво и готово се асимптомски приближава нули, услед високих трошкова финансирања.

У датом примеру финансијски расходи су драстично умањили ЕБИТ и значајно угрозили текућу ликвидност (Графикон 4). Очигледно би свако додатно краткорочно задуживање увело фирму у зону губитка. Увећани финансијски расходи резултат су како повећања обима краткорочног задуживања с једне, тако и резултата ревалоризационих клаузула, пре свега ефекта валутне клаузуле, с друге стране. Док кључни показатељи бележе негативне трендове, однос

финансијског дуга и нето пословних прихода преузима примат у процени кредитног ризика. Графикон 4б приказује тренд кретања нето обртног капитала и рација опште ликвидности (*current ratio*).

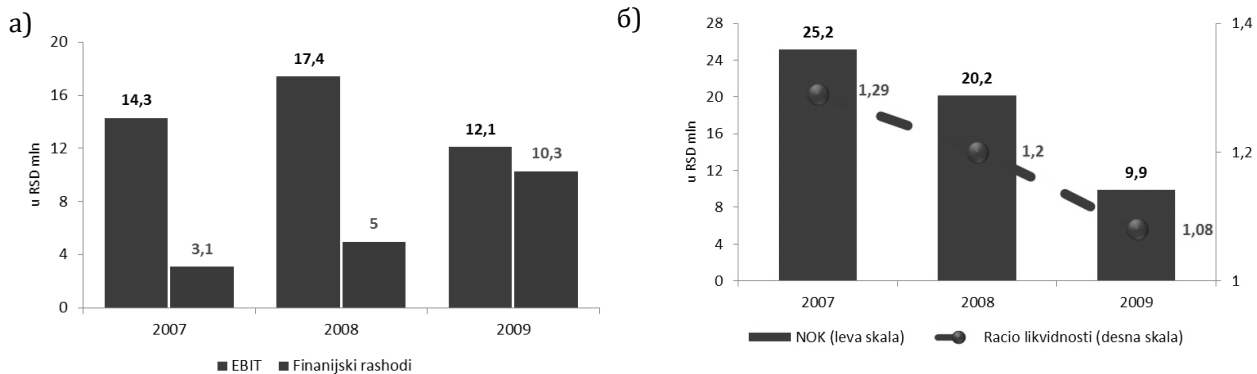
Ако претпоставимо да нема повећања тражње на домаћем тржишту, те да фирма „М-Боје“ не планира пробој на нова тржишта, најједноставнији начин повећања тржишног учешћа је умањење цена. Међутим, ова стратегија није могућа код фирми које су имале неодржив, раст финансиран кредитима. Свако умањење цена значило би пословање без добити, имајући у виду критично високе финансијске расходе и чињеницу да повећање обима промета изнад нивоа одрживости није увек, односно, средњорочно могуће.

Резултат „гериле финансирања“ раста је дисторзија кључних показатеља солвентности, попут односа финансијског задужења и капитала (*debt to equity*), покривености камата и укупних финансијских обавеза ЕБИТ (*interest coverage*) и токовима готовине из пословне активности (*CFO*). Фирма је у положају да не може додатно да увећава промет, а истовремено није у стању да додатним кредитима побољша неповољну финансијску структуру.

1. Закључак

Анализа, од које су два случаја приказана као примери у раду, показује да је већина домицилних фирми, користећи модел „гериле финансирања“ зарад убрзаног раста, дошла у позицију субоптималне и ценовно тешко одрживе структуре финансирања. Изузетно високи трошкови финансирања, који се ценовном политиком више не могу пребацити на потрошаче, утичу на

Графикон 4 – Однос финансијских расхода и ЕБИТ у случају фирме „М-Боје“ (а) и тренд кретања НОК и рација опште ликвидности



Извор: „М-Боје“ и аутори

драстично умањење добити, као и на неодрживост пословања већ на средњи рок.

Модел финансирања који је примењен води потенцијалном нестанку постојећих фирми на ширем временском хоризонту, изазваним:

- обрачуном цена производа/услуга који, у циљу одржавања привада ценовне конкурентности, не укључује високу цену финансирања насталу применом модела „гериле финансирања“;
- неспровођењем Међународних рачуноводствених стандарда са циљем одржавања бонитета фирми;
- прикривеним структурним финансијским проблемима, као последицом претходно наведених фактора.

Када се компанија суочава са проблемом неодрживог раста, дугорочно решење представља промена структуре пасиве. Теоријски посматрано, то се може учинити емисијом акција, повећањем левериџа, смањењем дивиденди, одустајањем од споредних активности/послова, продајом дела пословања, измештањем одређених активности ван фирме, повећањем цена или спајањем са фирмом која се налази у фази стабилног развоја (*cash cow company*).

У случају домицилних фирми, могућа решења далеко су малобројнија. Емисија акција на слабо развијеном, неефикасном тржишту, са ниским нивоом заштите мањинских акционара, није реална. Смањење дивиденди такође није решење јер домицилне компаније или не исплаћују дивиденде или су оне минималне, те њихово умањење не доприноси битније повећању задржане добити. Уз то, треба имати у виду чињеницу да компаније у Србији теже промени ка затвореним акционарским друштвима и друштвима са ограниченом одговорношћу. Тржиште копоративних обвезница је у самом зачетку. Као што смо у раду већ више пута напоменули, могућност повећања левериџа додатним банкарским кредитима драстично је умањена услед раста ризика фирме. Измештање одређених активности ван фирме у одређеним случајевима може допринети смањењу осталих трошкова и ослобађању дела активе. У екстремним случајевима, фирма може потпуно прећи на давање франшизинга. Повећање цене условило би додатну тржишну неконкурентност и детаљно је претходно анализирано. Решење које обухвата спајање са компанијом у „зрелој“ фази развоја подразумева проналажење заинтересоване компаније у земљи или иностранству. Анализа показује да је већа вероватноћа да би таква фирма била заинтересована за аквизи-

цију, а не мерџер, што садашњи власници домицилних фирми често покушавају да избегну и по цену банкрота фирме.

Продаја дела пословања (*profitable pruning*), стратегија којом се фирма фокусира на основну/најпрофитабилнију делатност и продајом осталих делатности долази до потребне готовине зарад промене структуре финансирања, могућа је и реална у одређеним фирмама. При томе треба узети у обзир временски моменат, односно да ли је могуће продати део фирме и по којој цени се то постиже. Предуго оклевање у примени овог решења, у случајевима када је оно могуће, доводи до његове ирелевантности.

Тренутно стање већине фирми је алармантно, инклинира инсолвентности и изазивају озбиљних последица по привреду и земљу у целини. Проблем је додатно увећан чињеницом да је стање прикривено, да се решење пролонгира, те да ниједна од укључених страна није спремна да га јавно призна.

Литература

1. Alvarez, Luis J., Burriel, Pablo and Hernando, Ignacio, 2005, Price Setting Behavior in Spain: Evidence from Micro PPI Data, *ECB Working Paper No. 522*.
2. Brounen, D., A. De Jong, and K. Koedijk, 2004, "Corporate Finance in Europe: Confronting Theory with Practice," *Financial Management* 33, 71-101.
3. Elliott B., Elliott J., 2005, *Financial Accounting and Reporting*, Prentice hall – Financial Times
4. Graham, J., 2000, "How Big Are the Tax Benefits of Debt?" *Journal of Finance* 55, 1901-1942.
5. Graham, J.R. and C.R. Harvey, 2001, "The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field," *Journal of Financial Economics* 60, 187-243.
6. Halfert, A., E., 2000, *Techniques of Financial Analysis – A Guide to Value Creation*, McGrawHill.
7. Higgins, R., C., 2003, *Analysis for Financial Management*, McGrawHill.
8. Hoeberichts, Marco M. and Stokman, Ad C.J., 2006, Price Setting Behaviour in the Netherlands: Results of a Survey, *ECB Working Paper No. 607*.

9. Martins, Fernando, 2005, The Price Setting Behavior of Portuguese Firms: Evidence from Survey Data, *ECB Working Paper No. 562*.
10. Одлука о класификације билансне активе и ванбилансних ставки, "Службени гласник РС", бр. 129/2007, 63/2008, 104/2009 и 30/2010
11. Правилник о Контном оквиру и садржини рачуна у Контном оквиру за привредна друштва, задруге, друга правна лица и предузетнике, "Сл. гласник РС", бр. 114/2006, 119/2008 и 9/2009
12. Правилник о контном оквиру и садржини рачуна у Контном оквиру за привредна друштва, задруге, друга правна лица и предузетнике, "Сл. гласник РС", бр. 114/2006, 119/2008 и 9/2009
13. Vermeulen, Philip, Dias, Daniel, Dossche, Maarten, Gautier, Erwan, Hernando, Ignacio, Sabbatini, Roberto and Stahl, Harald, 2007, Price Setting in the Euro Area: Some Stylised Facts from Individual Producer Price Data, *ECB Working Paper No. 727*.
14. Zivanovic, B., Jolovic, A., 2008, Credit Rating Misusing – case study of Serbia, *Accounting and Finance in Transition*, Vol. 5, Greenwich University Press, UK;
15. www.apr.gov.rs
16. www.nbs.rs

мр Саша
РАНЂЕЛОВИЋ*

Унапређење перформанси пореског система Србије кроз реформу пореза на добит

Резиме

Реформе система пореза на добит предузећа у Србији, спроведене од 2001. године, имале су за циљ да се кроз снижење пореске стопе и ширење система пореских олакшица, утиче на унапређење инвестиционе атрактивности земље. Снижење ефективне стопе пореза на добит до одређеног нивоа може имати позитиван утицај на прилив страних директних инвестиција и привредни раст. У овом раду извршена је анализа неопходних промена у систему опорезивања добити предузећа у Србији које би, уз очување пореске конкурентности земље, систем учиниле једноставнијим, алокативно неутралнијим, а пореске расходе мањим. Закључак је да би реформа система пореза на добит у Србији требало да буде фокусирана на: замену постојећег хетерогеног и сложеног система пореских олакшица јединственим системом инвестиционог пореског кредита, даље фино подешавање правила за утврђивање пореске основице, као и на даље антиевазионо нормирање правила за опорезивање репатријације профита.

Кључне речи: порез на добит предузећа, реформа, инвестициони порески кредит, трансферне цене, опорезивање репатријације профита, привредни раст.

Увод

Реформа пореског система Србије, суштински започета 2001. године, имплицирала је значајне промене у домену опорезивања потрошње (ПДВ, акцизе, царине), док у домену опорезивања фактора производње (порез на добит предузећа, порез на доходак грађана) није извршен радикалан заокрет.

У Србији се примењује стандардни модел опорезивања добити предузећа, који подразу-

мева опорезивање кориговане добити исказане у билансу успеха. Суштина промена спроведених од 2001. године у домену опорезивања добити предузећа своди се на значајно редуковање пореске стопе (са 20% на 14% у 2003. години, 12,33% у 2004. години и коначно 10% од 2005. године) и ширење броја пореских олакшица. Основни циљ поменутих промена огледао се у привлачењу страних директних инвестиција кроз агресивну пореску конкуренцију. Иако је у периоду од 2003. до 2005. године Србија била пионир у региону када је реч о снижавању стопе пореза на добит, те мере нису резултирале

*) Асистент на предмету Јавне финансије, Економски факултет – Универзитет у Београду

очекиваним одговором страних инвеститора. Могућности ефектуирања ове компаративне предности постајале су све мање, јер су и друге земље региона значајно снизиле своје пореске стопе. Стога се сада оправдано поставља питање да ли је постојећи систем пореза на добит предузећа у Србији одговарајући или је његовим редизајнирањем могуће остварити побољшање.

У савременој литератури идентификована су два основна циља опорезивања добити предузећа – убирање пореских прихода и подстицање привредног раста. Стога ће у првом делу овог рада бити направљен осврт на ова два основна економска циља опорезивања добити, као и на усклађеност система пореза на добит у Србији са тим циљевима. У другом делу рада биће направљен кратак приказ постојећег система пореза на добит предузећа у Србији. Након тога, у трећем делу биће извршена анализа перформанси постојећег система опорезивања добити предузећа у Србији, уз указивање на најзначајнија отворена питања која би требало да буду предмет посебне пажње у будућој реформи система пореза на добит у Србији.

1. Основни економски циљеви опорезивања добити предузећа

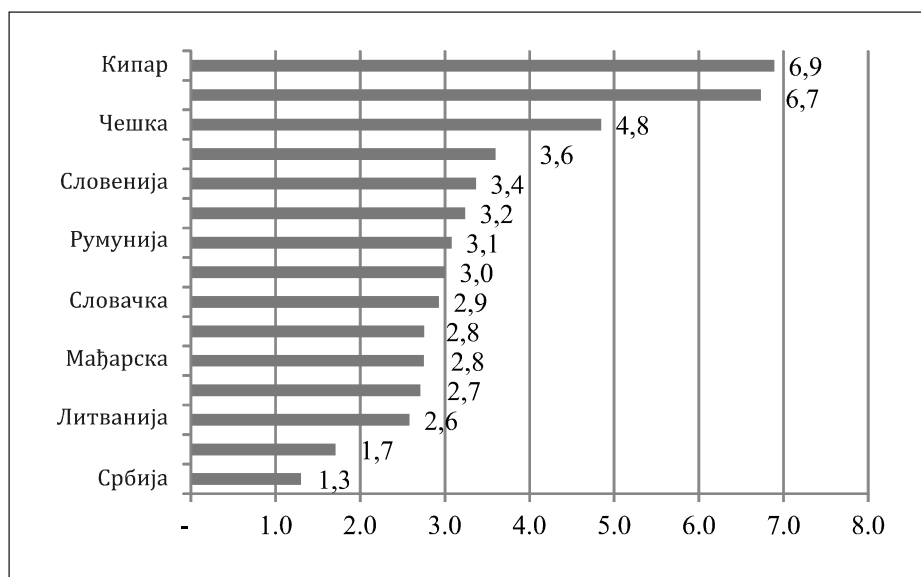
Спровођење реформе пореског система или неког његовог сегмента одређују четири основне карактеристике квалитетног система опорезивања: ефикасност, правичност, једноставност и билансна издашност. Због специфич-

ности пореза на добит, сматра се да се четири наведена циља могу синтетисати у два основна захтева, која се стављају пред реформу овог пореског облика - убирање одређеног нивоа пореских прихода и подстицајно деловање на привредни раст (или макар смањење негативног утицаја).

1.1. Билансни значај пореза на добит предузећа

Најочљивија промена система пореза на добит предузећа у претходне три деценије у развијеним земљама односи се на значајно снижење законских пореских стопа. Тако је просечна, непондерисана стопа пореза на добит у земљама ОЕСД снижена са 47%, колико је износила 1981. године, на 40% 1994. године, тј. на 27,6% у 2007. години. И поред чињенице да су законске пореске стопе у земљама ОЕСД у последње три деценије готово преполовљене, то за резултат није имало и пад пореских прихода (као % БДП) по овом основу. Овакво, релативно парадоксално кретање пореских прихода и пореских стопа (у складу са концептом Лаферове криве) објашњава се чињеницом да је снижење законских пореских стопа било праћено и сужавањем сета пореских олакшица, али и растом укупне масе профита предузећа, што је утицало на ширење пореске основице. Иако је учешће прихода од пореза на добит у БДП развијених земаља и земаља у транзицији благо расло, његов билансни значај је и даље скроман. Примера ради, у 27 земаља Европске

Графикон 1 - Приходи од пореза на добит у Србији и новим чланицама ЕУ (% БДП)



Извор: Обрада аутора на основу "Taxation Trends in the European Union, 2009"

уније свега 7,5% укупних пореских прихода убира се по основу пореза на добит (у Србији око 3%), тако да се у већини ових земаља приход од пореза на добит према свом билансном значају сврстава иза пореза на доходак грађана, социјалних доприноса, ПДВ и акциза.

Приходи од пореза на добит предузећа у Србији су, у периоду од 2004. до 2008. године, забележили снажан раст (са 0,6% БДП-а на 1,4% БДП-а), да би у 2009. години, услед рецесије, опали на 1,1% БДП. Релативан раст прихода од пореза на добит предузећа у том периоду највећим делом се дугује повећању укупне масе профита. Из Графикана 1. уочава се да је према билансном значају порез на добит правних лица у Србији на последњем месту, у поређењу са земљама у транзицији – новим чланицама ЕУ, а ситуација је слична и када се у анализу укључе и старе чланице ЕУ. Просечно учешће прихода од пореза на добит предузећа у БДП-у у Србији је 2,5 до 3 пута ниже него у земљама ЕУ.

Узроци овако ниског билансног значаја пореза на добит у Србији, у поређењу са земљама ЕУ, су тројаки: изразито ниска законска стопа пореза на добит предузећа у Србији од 10% (просечна стопа пореза на добит у ЕУ износи 24,5%), врло широко дефинисан и издашан систем пореских подстицаја који ефективну стопу чине знатно нижом од законске и релативно нижи однос профита привреде и БДП-а у Србији у односу на привреду земаља ЕУ.

На основу претходно наведеног може се закључити да предстојећа реформа пореског система Србије свакако не би требало да има за циљ даље смањење пореског оптерећења порезом на добит предузећа, већ да релативно низак ниво постојећег оптерећења оставља могућност корекције одређених елемената пореза који би за резултат имали повећање билансног значаја пореза на добит.

1.2 Утицај пореза на добит предузећа на привредни раст

Користећи порезе и друге фискалне инструменте, савремене државе узимају од 1/3 до 1/2 БДП-а, које усмеравају на финансирање јавних расхода. С обзиром на то да је део новостворене вредности коју државе узимају путем опорезивања толико висок, начин на који је порески систем структуриран може значајно утицати на привредни раст. Стога је оправдано да се реструктурирање пореског система врши у

правцу редукције пореза који најизразитије утичу на привредни раст, уз повећање других пореских облика, чији утицај на привредни раст је мањи. Емпиријска истраживања показују да од основних пореских облика најмањи утицај на привредни раст има порез на имовину, затим порези на потрошњу, па порез на доходак грађана, док је утицај пореза на добит предузећа на привредни раст најизраженији¹.

Савремена економска теорија сматра да структура пореског система утиче на динамику привредног раста посредством две полуге: утицаја на степен упослености радне снаге и утицаја на продуктивност рада. Основне компоненте упослености радне снаге на које систем опорезивања утиче су одлука појединца да ради односно да не ради и одлука о броју часова које је појединац спреман да понуди тржишту (у зависности од тога колика му је ефективна цена доколице). Са друге стране, утицај структуре пореског система на продуктивност рада остварује се преко ефеката опорезивања на акумулацију капитала, ниво инвестиција и ефикасност употребе инпута (тј. укупну продуктивност фактора производње). Утицај пореза на добит на динамику привредног раста у највећој мери се остварује преко утицаја на продуктивност рада (акумулацију капитала и продуктивност).

Инвестиционе одлуке су одређене висином трошкова и ризика са једне, као и очекиваним приносом од улагања, са друге стране. С обзиром да порез на добит предузећа умањује стопу приноса по одбитку пореза, оцењује се да је утицај овог пореза на акумулацију капитала генерално негативан. Међутим, интензитет тог утицаја може бити различит, у зависности од тога да ли је реч о малој и отвореној економији (као што је Србија), у којој ће негативан утицај повећања пореза на добит бити израженији, или је реч о великој и аутархичној економији. Осим тога, евидентно је да је негативан утицај повећања пореза на добит на акумулацију капитала и инвестиције израженији у земљама код којих су пореске стопе већ релативно високе (растући гранични негативни ефекти повећања пореске стопе). Емпиријска истраживања показују да је негативан утицај опорезивања добити на акумулацију капитала израженији код предузећа која су у зрелој фази свог животног циклуса, него код новооснованих предузећа (јер предузећа често у првим годинама свог животног циклуса не остварују профит, па је

1) Види: Johansson, A., et. al. 2008.

стога и утицај опорезивања добити на инвестиционе одлуке ограничен).

У земљама у транзицији капитална основа привредног раста формирана је највећим делом путем страних директних инвестиција (СДИ), јер је домаћа акумулација била ограничена. Стога је за ове земље нарочито битан утицај опорезивања добити предузећа и репатријације профита на ниво страних директних инвестиција. С тим у вези, различита економетријска истраживања (Ballak и Leibrecht 2005, Gorter и Perikh 2004 и др.) указују да заиста постоји негативна корелација између висине пореза на добит и репатријацију профита с једне и нивоа СДИ са друге стране². Међутим, ова истраживања (нарочито Балакова и Лејбрахтова из 2005) висину пореза на добит и репатријацију профита диференцирају на две компоненте: висину законске стопе пореза на добит и ширину скупа пореских олакшица. С тим у вези, изнет је закључак да снижавање стопе пореза на добит до одређеног нивоа заиста подстиче прилив СДИ, док је утицај проширења скупа пореских олакшица на привлачење СДИ ограничен. Осим тога, емпиријска истраживања указују и на то да је висина пореза на добит подједнако битна као и други фактори инвестиционе атрактивности (тј. висина пореске стопе није најважнији фактор), као и да снижење стопе пореза на добит не утиче на ниво СДИ ако су присутне друге препреке за улазак инвестиција³. Битна порука поменутих истраживања је и да снижење пореза на добит предузећа испод одређеног нивоа скоро не утиче на ниво инвестиција⁴.

Ефекти опорезивања добити на привредни раст путем утицаја на продуктивност инпута остварују се на више начина. Прво опорезивање добити (нарочито када је режим опорезивања диференциран) може утицати на промену релативних цена, што доводи до субоптималне алокације ресурса. Затим, увођење сложених правила обрачуна пореске обавезе имплицира ангажовање знатних финансијских и људских ресурса на администрирање пореза (на страни обвезника, као и на страни пореског органа), што доводи до тога да су ти ресурси употребљени на мање продуктиван начин, него што су могли. Такође, уколико повећање пореза на добит за резултат има мањи прилив СДИ, то подразумева и мањи трансфер савремене

технологије у земљу, као и модерних знања и вештина, што све заједно негативно утиче на укупну продуктивност фактора производње.

Претходно наведено упућује на закључак да би реформи система пореза на добит предузећа у Србији требало приступити са посебном пажњом, јер је реч о порезу који у значајној мери може да (де)стимулише привредни раст, као и да у тој реформи треба водити рачуна о њеним ефектима на акумулацију капитала и продуктивност фактора производње.

2. Карактеристике постојећег система пореза на добит предузећа у Србији

Систем пореза на добит предузећа у Србији концептуално је упоредив са системима примењеним у другим европским државама. У Србији се комбинују принцип резидентства и принцип извора дохотка при утврђивању распрострањања пореске обавезе. Пореска основица је опорезива добит, која се утврђује тако што се добит пре опорезивања, исказана у билансу успеха, коригује за одређене ставке прихода и расхода који се не признају као расход у пореске сврхе или се признају у ограничененом износу (при чему су корекције расхода бројније, тако да ће о њима бити више речи). При утврђивању пореске основице као расходи у пореском билансу признају се сви расходи исказани у складу са Међународним рачуноводственим стандардима (МРС) и Међународним стандардима финансијског извештавања (МСФИ), осим расхода за које је Законом о порезу на добит предузећа прописано другачије. Тако се корекције расхода у пореском билансу могу поделити у три групе:

- a) расходи који се у потпуности не признају – нпр. недокументовани расходи, новчане казне и пенали, трошкови који нису настали у сврху обављања делатности и сл.;
- b) расходи који се признају у делимичном износу – нпр. расходи за рекламу, пропаганду и репрезентацију признају се као расход до износа од 5% укупног прихода обвезника, расходи амортизације обрачунати у складу са пореским прописима и сл.;
- c) расходи који се условно признају – нпр. расходи исправке вредности потражи-

2) Истраживања су показала да је снижење ефективне стопе пореза на добит у новим чланицама ЕУ за 1 процентни поен утицало на повећање прилива СДИ из старих чланица ЕУ за 4 процентна поена. Види: Gorter, et. al. 2004.

3) Види: Alesina, A. et. al. 2005.

4) Види: Bellak, C. et. al. 2005.

вања, ако су старија од 60 дана, расходи директног отписа потраживања, ако постоји доказ о њиховом покушају наплате судским путем, расходи дугорочних резервисања, ако се односе на гаранције за поправке у гарантном року или обнову природних богатстава и сл.

Пореска стопа износи 10%, примењује се на опорезиву добит и као таква једна је од најнижих у Европи⁵. Предузећима у Србији на располагању је чак девет различитих пореских олакшица и подстицаја⁶.

Капитални добици се опорезују одвојено, по стопи од 10%. Уколико предузеће оствари нето капитални губитак или порески губитак, неискоришћени део може се преносити и искористити у некој од наредних 5 година.

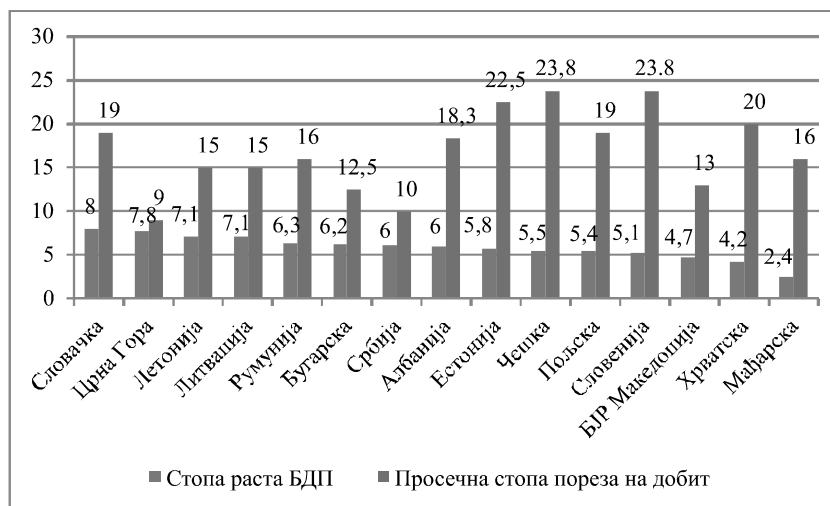
3. Релевантна питања реформе пореза на добит у Србији

Одговор на питање да ли је потребна даља реформа система опорезивања добити предузећа у Србији требало би заснивати на анализи његових перформанси. Комбиновање врло ниске законске стопе пореза на добит, уз изразито

широко постављен систем пореских олакшица, за резултат има веома ниску ефективну стопу пореза на добит. Процењује се да ефективна стопа пореза на добит предузећа у Србији износи између 5% и 6% и да је као таква убедљиво најнижа у Европи. Питање које се после оваквог опажања поставља јесте какви су економски ефекти овако ниске ефективне пореске стопе. Први ефекат огледа се у чињеници да је постојећи систем пореза на добит предузећа у Србији значајно мање билансно издашан у односу на системе опорезивања добити примењене у земљама у транзицији (новим чланицама ЕУ), као и у старим чланицама ЕУ. Може се очекивати да је део пореских прихода „жртвован“ у циљу подстицања привредног раста и да то за резултат има подстицајно деловање на стопу привредног раста.

Међутим, подаци приказани на Графикону 2 показују да се Србија, према просечној стопи раста БДП оствареној у периоду од 2005. до 2008. године, у групи од 16 посматраних земаља централне, источне и југоисточне Европе налази на 7. тј. 8. месту (заједно са Албанијом), иако има готово најнижу законску стопу пореза на добит предузећа (и најнижу ефективну стопу). Овакви резултати су у складу са закључцима разли-

Графикон 2 - Просечне стопе раста БДП и просечне стопе пореза на добит у периоду од 2005. до 2008. у одабраним земљама Централне и Источне Европе



Извор: Обрада аутора на основу „European Tax Handbook 2008“ i EBRD Statistics

- 5) Србија је прва у региону снизила законску стопу пореза на добит на 10%, а потом су је следиле и неке, углавном суседне, земље. Тако нижу стопу (9%) примењује једино Црна Гора, док стопу од 10% примењују још и Федерација БиХ, Република Српска, БЈР Македонија, Бугарска и Кипар.
- 6) Реч је о следећим пореским олакшицама и подстицајима: убрзана амортизација, ослобођење за недобитне организације, ослобођење за концесиона улагања, олакшице за новооснована предузећа у неразвијеним подручјима, порески кредит за улагања у основна средства (чак три различита режима обрачуна), порески кредит за новозапослене, пореско ослобођење за велика улагања, пореско ослобођење за мала улагања и могућност да Влада Републике Србије одобри додатне подстицаје, уколико утврди да је развој одређене делатности у општем интересу. Види: Закон о порезу на добит предузећа.

читих емпиријских истраживања о којима је у претходним поглављима било речи, а према којима снижење стопе пореза на добит има позитиван утицај на прилив СДИ и привредни раст, до одређеног нивоа снижења. Све земље у транзицији у претходној деценији су снизиле стопе пореза на добит и направиле значајну разлику у погледу висине пореског оптерећења у односу развијене земље западне Европе. Очигледно је да даље снижавање висине ефективне стопе пореза на добит не ствара позитиван утицај на привредни раст, нарочито ако су присутне друге баријере за инвестирање и пословање (што је у складу са закључком изнетим код Алесина, et. al. 2005).

Из наведеног се може закључити да је систем пореза на добит предузећа у Србији билансно неиздашан, алокативно пристрасан (дакле, економски неефикасан) и у недовољној мери правичан, а при том за резултат нема ванредно висок привредни раст. Стога се чини да је реформа пореза на добит, у правцу отклањања наведених недостатака, оправдана. С тим у вези, промене које би у систему пореза на добит у Србији требало спровести могу се груписати у три домена (наведена према њиховој појединачној важности): реформа система пореских олакшица, реформа система опорезивања репатријације профита и реформа система утврђивања пореске основице. Међутим, сходно концептуалној повезаности ових елемената, у раду ће прво бити анализирани елементи реформе начина обрачуна пореске основице, затим система пореских олакшица и на крају пореског третмана репатријације профита.

3.1. Реформа корекције пореске основице

Најзначајнија отворена питања утврђивања основице пореза на добит у Србији односе се на детаљније уређење питања корекције пореске основице по основу трансферних цена, опортуност ограниченог признавања одређених врста расхода у пореском билансу, примену Међународних стандарда финансијског извештавања (МСФИ) при утврђивању опорезиве добити и отклањање неконзистентности у примени постојећих правила у систему пореза на добит. Реч је о корекцијама које нису усмерене на повећање или смањење ефективне стопе пореза на добит у Србији, већ на унапређење конзистент-

ности система опорезивања добити и уклањање правила која дестимулишу одређене врсте пословне активности.

а) Трансферне цене

Основни разлог због којег се у савременим пореским системима посебна пажња посвећује регулисању третмана трансферних цена лежи у чињеници да подешавање цена у трансакцијама између повезаних лица, тако да оне знатно одступају од тржишних цена (цена „ван дохвата руке“) може довести до осетне ерозије пореске основице. Закон о порезу на добит предузећа у Србији садржи одредбе којима је регулисано питање дефинисања повезаних лица, утврђена обавеза корекције опорезиве добити, за разлику између трансферне цене и цене „ван дохвата руке“, а прописани су и методи утврђивања цене „ван дохвата руке“⁷. Иако су ове одредбе на снази још од 2001. године, у пракси је, међутим, њихова примена врло ограничена. Главни разлог за то представља чињеница да ове опште одредбе нису детаљније регулисане, тј. не постоји упутство за примену правила о корекцији по основу трансферних цена (којим би се прецизно утврдио начин примене метода за утврђивање цена „ван дохвата руке“ и прописала листа обавезне документације коју обвезник мора да обезбеди и сл.).

Ниске пореске стопе са аспекта инвеститора представљају пожељну карактеристику пореског система. Међутим, јасност правила и предвидљивост за инвеститоре имају још већи значај. Неуређеност питања трансферних цена и одсуство релевантне праксе доводи до одређене врсте неизвесности и увећава трошкове администрирања, што делимично нарушава атрактивност система пореза на добит предузећа у Србији. Осим тога, због чињенице да већина предузећа не врши корекцију опорезиве добити по основу разлике између трансферних и тржишних цена, долази и до ерозије пореске основице, тј. последичног губитка пореских прихода.

С тим у вези, евентуална будућа реформа пореза на добит предузећа у Србији требало би да обухвати и детаљније уређење проблематике пореског третмана трансферних цена, прописивањем детаљних правила за примену општих одредби Закона. На тај начин била би отклоњена поменута неизвесност, тј. систем опорезивања добити био би транспарентнији, а вероватно би

7) Примаран је метод упоредиве неконтролисаних тржишних цена, а ако његова примена није могућа онда се примењује метод препродајне цене или метод цене коштања увећане за уобичајену зараду.

дошло и до одређеног повећања пореских прихода кроз ширење пореске основице.

b) Отклањање ограничења признавања одређених врста расхода

Законом о порезу на добит предузећа прописано је да се трошкови рекламе, пропаганде и репрезентације признају као расход у пореском билансу, до износа једнаког 5% укупних прихода предузећа. Иако се чини да је ова одредба пре свега антиевазиона, оправдано се поставља питање њене сврсисходности и дисторзивног деловања (нарочито у сегменту који се односи на расходе маркетинга). Наиме, маркетиншке активности у савременом пословању представљају битан елемент активности усмерених на унапређење перформанси предузећа. Ови расходи су нарочито битни у делатностима у којима је конкуренција изражена, као и у случају уласка новог учесника на тржиште или лансирања новог производа. Ограничавањем признавања маркетиншких расхода (изнад прописаног лимита) на индиректан начин се кажњавају предузећа која улазе на тржиште Србије (дакле нови инвеститори), као и предузећа која улажу у развој нових производа или послују у условима конкуренције⁸. Стога се може закључити да поменуто ограничење негативно утиче на про-развојну оријентацију система опорезивања добити.

Спречавање злоупотребе ове врсте расхода кроз ерозију пореске основице већ је омогућено прописаним правилом којим се у потпуности отклања могућност признавања маркетиншких расхода према повезаним лицима. Међутим, поставља се питање опортуности постојања и ове одредбе. Наиме, правилом о трансферним ценама прописано је да се сви расходи према повезаним лицима могу признати у пореском билансу предузећа до износа обрачунатог по ценама „ван дохвата руке“, а једина категорија пословних расхода (према повезаним лицима) која се у целини не признаје су расходи маркетинга. Оваква одредба чини се дисторзивном, јер се на тај начин поменути инструмент пословне стратегије предузећа ставља у неравноправан положај са другима.

Имајући у виду претходно наведено, намеће се закључак да би реформа овог сегмента система пореза на добит требало да буде усмерена на елиминисање одредби којима се ограничава признавање расхода рекламе према неповезаним лицима, а у потпуности онемо-

гућава признавање тих расхода према повезаним лицима. При том, прецизирањем и доследном применом правила о трансферним ценама било би омогућено антиевазиона деловање државе.

Слична питања се отварају и код (не)признавања других врста трошкова (нпр. за хуманитарне, научне, образовне и друге сврхе и сл.).

ц) Примена МСФИ при утврђивању опорезиве добити

Прелазак са домаћих рачуноводствених правила на Међународне рачуноводствене стандарде (МРС), тј. Међународне стандарде финансијског извештавања (МСФИ), које је у Србији извршено 2003. и 2004. године није адекватно пропраћено усклађивањем правила за обрачун опорезиве добити, иако је у Закону о порезу на добит предузећа унета одредба да се при утврђивању опорезиве добити полази од резултата из биланса успеха утврђеног у складу са МРС, тј. МСФИ.

С тим у вези, јављају се различите неконзистентности, које би требало елиминисати или минимизовати одговарајућим изменама правила која се односе на обрачун пореске амортизације, третман обезвређења имовине, (не)признавање појединих расхода на име резервисања и сл., као и што потпунијим термилошким усклађивањем Закона о порезу на добит са важећим МСФИ.

д) Отклањање техничких неконзистентности при обрачуну пореза на добит

Док су с једне стране учињени значајни кораци ка креирању подстицајног система пореза на добит, често уз губитак знатних износа пореских прихода, с друге стране у систему и даље постоје одређени технички пропусти који нарушавају слику о његовој атрактивности.

Законом о порезу на добит предузећа је посебно прописан начин утврђивања капиталних добитака и губитака, како би се онемогућило еродирање пореске основице кроз поступак обрачуна капиталне добити. Међутим, при укључивању тако обрачунатих капиталних добитака у опорезиву добит, форма пореског биланса упућује на то да се из опорезиве добити прво искључује износ капиталне добити обрачунат у складу са Законом, а да се затим, у последњој итерацији обрачуна пореске основице, он поново у истом износу укључује у опорезиву добит. Овакав поступак нарушава смисао

8) Закључак о негативном утицају оваквих врста ограничења на пословни амбијент илуструје и чињеница да се оваква одредба може наћи у малом броју пореских система. Види: European Tax Handbook 2008, International Bureau for Fiscal Documentation, The Netherlands

постојања посебних правила за обрачун капиталних добитака у пореске сврхе јер ће, без обзира на износ обрачунатог капиталног добитка, у највећем броју случајева, пореска основица бити непромењена. Ову нелогичност је потребно отклонити тако да се на почетку, у пореском билансу из опорезиве добити искључи износ капиталних добитака исказан у билансу успеха предузећа, а да се у последњој итерацији у опорезиву добит укључи капитална добит обрачуната у складу са пореским прописима. На овај начин, нето ефекат корекције био би једнак разлици између износа капиталног добитка (обрачунатог по пореским правилима) и износа исказаног у билансу успеха (обрачунатог по МРС, тј. МСФИ).

Осим тога, уговорима о избегавању двоструког опорезивања прописује се метод изузећа или метод кредита за елиминацију двоструког правног опорезивања. Међутим, форма пореског биланса не омогућава вршење ове корекције, односно примену уговорених правила за отклањање двоструког опорезивања.

Кориговањем форме пореског биланса могли би се елиминисати ови недостаци, што би за резултат имало трошковно и временски

ефикаснији и конзистентнији систем пореза на добит предузећа.

3.2. Реформа система пореских олакшица

Основна сврха увођења пореских подстицаја огледа се у повећању укупног обима привредне активности. Претпоставке за остварење оваквог ефекта по основу увођења пореских подстицаја су: а) да је законска стопа релативно висока, па да је последично уштеда по основу олакшице знатна, б) да атрактивност пореског система представља једну од кључних компоненти квалитета пословног и инвестиционог амбијента. Цена по којој се привредна активност подстиче оваквим мерама мери се износом изгубљених пореских прихода (тј. пореским расходима).

У Србији се примењује девет различитих врста пореских олакшица, које су у 2008. години умањиле пореске приходе за 27,9 милијарди динара (приближно 1% БДП-а).

На основу података приказаних у Табели 1. може се уочити да је укупан износ пореских расхода по основу олакшица у систему пореза на добит у Србији једнак 72% укупно оствареног

Табела 1 - Порески расходи по основу олакшица у домену пореза на добит у Србији (у 2008. години)

Опис	RSD	% прихода од пореза на добит	% БДП
1. Порески кредит за улагања у основна средства	15.637.239.449	40%	0,6%
2. Порески кредит за новозапослене	7.148.926.273	18%	0,3%
3. Порески кредит за улагања у основна средства у посебним делатностима	3.470.860.846	9%	0,1%
4. Порески кредит за велике инвестиције	1.636.789.088	4%	0,1%
5. Пореске олакшице за запошљавање лица са инвалидитетом	26.619.257	0,1%	0,0%
6. Пореске олакшице за концесиона улагања	0	0%	0%
7. Пореске олакшице за новооснована предузећа у неразвијеним подручјима	0	0%	0%
8. Пореске олакшице за мала улагања	0	0%	0%
9. Убрзана амортизација	0	0%	0%
10. Укупни порески расходи*	27.920.434.913	72%	1,0%

*искључујући порески кредит по основу пореза плаћеног у иностранству

прихода од овог пореза у 2008. години. Такође, уочава се да се највећи део пореских расхода дугује пореском кредиту за улагања у основна средства (укупно 49% пореских расхода, тј. 0,6-0,7% БДП-а), затим пореском кредиту за новозапослена лица (18% пореских расхода, тј. 0,3% БДП-а), па великом „такс холидеј“ режиму (0,1% БДП). На основу наведеног може се закључити да је цена примене овог инструмента подстицања привредне активности релативно висока (1% БДП-а). Стога је релевантно питање анализе ефеката примене тих подстицаја и оправданости њиховог постојања.

Економска теорија сматра да у општем случају пореске олакшице (тј. одступања од општег режима опорезивања) представљају неефикасно и неправично решење, јер:

- а) уносе дисторзију у економско одлучивање (нарушавају алокативну неутралност пореза),
- б) креирају „вишак терета субвенција“, јер би већина инвеститора реализовала своје улагање и да таквих подстицаја нема,
- с) имплицира различиту изложеност пореском терету предузећа сличне економске снаге.

Полазећи од наведеног становишта, као и од чињенице да је законска стопа пореза на добит у Србији међу најнижим у Европи, а атрактивност пореског система на доњем делу листе параметара квалитета пословног амбијента, може се закључити да је овако разуђен и издашан систем пореских олакшица у домену пореза на добит у Србији неоправдан. Намеће се закључак да би се редизајнирањем система пореских олакшица могло обезбедити повећање пореских прихода, без значајнијег нарушавања атрактивности пореског система и укупног инвестиционог амбијента.

Прво питање које се поставља с тим у вези је да ли је оправдано постојање подстицаја за запошљавање у оквиру система опорезивања добити. Ефикасан систем опорезивања добити требало би да обезбеди циљани ниво пореских прихода, уз подстицајно деловање на привредни раст. Дакле, порески систем би као такав требало подстицајно да делује на привредни раст, а да до повећања запослености дође услед тог привредног раста. Стога се укидање овог подстицаја чини оправданим, тим пре што би се повећаним пореских приходима по том основу (око 0,3% БДП-а) вероватно могло на директан начин ефикасније утицати на подстицање запошљавања (кредитирањем, субвенцијама и сл.). По сличном принципу требало би размот-

рити и укидање подстицаја за запошљавање инвалидних лица (издашни порески подстицаји по овом основу постоје и у систему пореза на доходак грађана), а тако и раст пореских прихода по овом основу усмерити на директну подршку запошљавању ових лица.

Инвестициони порески кредит представља форму подстицаја која се често јавља у савременим пореским системима. Иако је реч о значајном каналу одлива пореских прихода, оцењује се да би ову форму подстицаја требало задржати. Међутим, у систему опорезивања добити предузећа у Србији постоје три различита режима инвестиционих пореских кредита (за мала, средња и велика предузећа и за предузећа која послују у одабраним делатностима) у којима износ пореског кредита варира од 20% до чак 80% извршеног улагања у основна средства. Овакво решење чини се економски и трошковно неефикасним и неправичним. Наиме, ради поједностављења пореског система и минимизовања алокативне пристрасности, постојећа три режима инвестиционих пореских кредита требало би заменити једним правилом, које би важило за сва предузећа. Осим тога, требало би размотрити могућност да се висина тог инвестиционог пореског кредита редукује у односу на просечан износ који се примењује у постојећем систему. Уколико се у контексту промене модела економског раста (рефокусирањем на подстицање извозне производње) ипак жели задржати диференцирано подстицање одређених активности, као критеријум за одобравање посебног (увећаног) инвестиционог пореског кредита не би требало узимати делатност у којој предузеће послује, већ постојање статуса претежног извозника.

Опоруност постојања права на ослобођење од обавезе плаћања пореза на добит на период од 10 година, за улагања већа од 800 милиона динара (сразмерно извршеном улагању), која генеришу више од 100 нових радних места такође је упитна. Као што је у претходним поглављима наведено, ефективност снижавања пореза на добит испод одређене границе на ниво СДИ веома је ограничена. С обзиром на то да је уз законску стопу од 10% и издашан систем инвестиционих пореских кредита ефективна стопа у Србији снижена на 5-6%, намеће се закључак да је утицај ове врсте подстицаја на прилив СДИ веома ограничен. О томе сведочи и обим *гринфилд* инвестиција у Србију и број инвеститора који ову олакшицу користе.

Из података приказаних у Табели 1. опажа се да се четири врсте олакшица (за концесиона улагања, убрзана амортизација, мали „такс

холидеј“ и олакшица за новооснована предузећа у неразвијеним подручјима) у пракси не користе. Стога би у циљу поједностављења система опорезивања и смањења трошкова администрирања ове олакшице требало елиминисати, јер сва ова предузећа на располагању имају ниску пореску стопу и довољно издашан режим инвестиционих пореских кредита.

Овако радикално редизајнирање система пореских олакшица у домену опорезивања добити у Србији, којим би се сет од девет олакшица свео на једну до две (инвестициони порески кредит) имало би низ позитивних ефеката. Прво, систем пореза на добит био би значајно поједностављен, а трошкови администрирања знатно снижени. Наиме, у условима постојања девет врста олакшица, значајни ресурси се троше на обуку пореских органа за њихово администрирање, а знатни су и трошкови повезани са тумачењем одредби закона у вези са овим олакшицама. Друго, систем опорезивања добити у Србији постао би алокативно неутралнији и правичнији. Треће, држава би обезбедила додатни износ пореских прихода (смањење пореских расхода), чији износ се процењује на око 0,4 БДП, што отвара простор за смањење других пореза који би имали позитивније ефекте на дистрибуцију дохотка (нпр. благо смањење стопе социјалних доприноса) или за умањење фискалног дефицита. При том, не очекује се да би оваква реформа имала негативне импликације на стопу привредног раста, јер ефективна пореска стопа не би била знатно увећана (свакако би и даље била међу најнижим у Европи).

3.3. Реформа система опорезивања репатријације профита

Емпиријска истраживања утицаја режима опорезивања профита на прилив СДИ у обзир узимају не само порез на добит предузећа, већ и висину пореза на дивиденду исплаћену нерезидентним лицима. Разлог за овакав приступ је то што нето принос матичне компаније по основу инвестиција представља разлику између добити подружнице пре опорезивања, пореза на добит предузећа и пореза по одбитку на ди-

виденду. Стога је питање пореза на дивиденде заиста релевантно у оцени перформанси постојећег система пореза на добит у Србији и анализи његовог утицаја привредни раст.

Према Закону о порезу на добит предузећа⁹ дивиденде, камате, ауторске накнаде, капитални добици и закупнине које предузеће из Србије исплаћује нерезидентним предузећима предмет су опорезивања у Србији (порезом по одбитку)¹⁰ по стопи од 20%, уколико споразумом о избегавању двоструког опорезивања није прописано другачије.

Србија данас примењује споразуме о избегавању двоструког опорезивања са 36 земаља. Тим споразумима прописане су ниже стопе пореза по одбитку на дивиденду (од 5% до 15%). Од земаља које спадају у 10 највећих извозница капитала у Србију, споразум о избегавању двоструког опорезивања није закључен још једино са САД и Израелом¹¹. Различита економетријска истраживања упућују на дивергентне закључке када је у питању утицај мреже споразума о избегавању двоструког опорезивања на прилив СДИ. Тако су Блониген и Давис (2002) дошли до закључка да је позитиван утицај ових споразума на прилив СДИ минималан (а у одређеним случајевима и негативан, јер подразумева сужавање простора за пореску евазију). С друге стране Newmayer (2007) као закључак наводи став да ширење мреже споразума о избегавању двоструког опорезивања може да делује подстицајно на прилив СДИ, уколико је реч о средње развијеним земљама (увозницама капитала), док позитивног ефекта нема уколико је земља увозница капитала неразвијена.

Без обзира на контрадикторне ставове проистекле из различитих емпиријских истраживања, чини се да ширење мреже споразума о избегавању двоструког опорезивања утиче позитивно на инвестициону конкурентност Србије. Наиме, закључење ових уговора представља и одређену врсту потврде постојања уређеног, кредибилног и релативно предвидљивог институционалног (посебно пореског) система у Србији¹².

Иако су овакви уговори закључени са већином земаља из којих Србија остварује прилив СДИ, а уговорене стопе пореза по одбитку на дивиденде знатно ниже од законске, многа

9) Чл. 40а Закона о порезу на добит предузећа

10) Реч је о порезу који исплатилац прихода резидент Србије обрачунава, обуставља и уплаћује у име примаоца прихода нерезидента Србије.

11) Аустрија и Грчка се налазе на врху листе по обиму инвестиција у Србију, а споразуми о избегавању са двоструког опорезивања са овим земљама још увек се не примењују (са Грчком је потписан и налази се у поступку ратификације, а са Аустријом је тек парафиран).

12) Осим тога, мерено према висини БДП *per capita*, Србија је ближа доњој граници средње развијених земаља, него средњој вредности БДП *per capita* неразвијених земаља.

предузећа врше репатријацију профита из Србије кроз различите форме накнада за консултантске уговоре и уговоре о пружању менаџмент услуга, закључене са својим централама или другим повезаним лицима у иностранству. На овај начин прво се еродира основица за обрачун пореза на добит у Србији (јер трошкови ових услуга умањују добит, а дивиденда не), а избегава се и плаћање пореза по одбитку на дивиденду. Уколико те услуге нису заиста и пружене у довољно екстензивном обиму који би оправдао плаћање високих накнада, ове накнаде за консултантске и менаџмент услуге представљају скривену дивиденду.

На основу података приказаних у Табели 2 може се закључити да је „награда“ за репатријацију профита кроз накнаду за консултантске уговоре, уместо кроз регуларну дивиденду релативно висока, што значи да су порески обвезници мотивисани на овакве аранжмане. Резултат оваквих активности је губитак значајног дела пореских прихода државе.

Проблем избегавања плаћања пореза применом описаног механизма могуће је решити на два начина. Једно од могућих решења је увођење

обавезе плаћања пореза по одбитку и на накнаде за консултантске и менаџмент услуге плаћене нерезидентним повезаним лицима. Алтернативно, мање рестриктивно решење огледало би се у ригорозној примени правила о трансферним ценама на услуге пружене од стране нерезидентних повезаних правних лица, тако да се износ накнаде изнад цене „ван дохвата руке“ не признаје предузећу као расход у пореском билансу предузећа у Србији. При том, било би потребно да се Законом о порезу на добит предузећа пропише да се износ трошка који се по том основу не признаје као расход у пореском билансу по аутоматизму преквалификује у скривену дивиденду и да је на тај износ скривене дивиденде потребно платити порез по одбитку (исто као и на регуларну дивиденду).

Закључак

Посматрано у међународном контексту, уочава се широк дијапазон различитих решења у домену система опорезивања добити предузећа. Чак ни унутар Европске уније није остварена хармонизација правила за опорезивање добити. Наиме, разноликост правила за обрачун пореза

Табела 2 - Компаративна анализа пореског оптерећења репатријације профита кроз исплату дивиденде (сценарио 1) и кроз исплату накнаде за менаџмент услуге (сценарио 2)

	Сценарио 1.	Сценарио 2.
1 Приходи	10.000.000	10.000.000
2 Расходи (2.1) + (2.2)	6.000.000	8.000.000
2.1 Расходи по основу накнада за консултантске и менаџмент услуге пружене од повезаног лица	-	2.000.000
2.2 Остали расходи	6.000.000	6.000.000
3 Добит пре опорезивања (1) - (2)	4.000.000	2.000.000
4 "Стварна" добит пре опорезивања (3) + (2.1)	4.000.000	4.000.000
5 Порез на добит у Србији (3) x 10%	400.000	200.000
6 Бруто дивиденда (3) - (5)*	3.600.000	1.800.000
7 Порез по одбитку на дивиденде (6) x 20%	720.000	360.000
8 Нето дивиденда (6) - (7)	2.880.000	1.440.000
9 Скривена дивиденда (2.1)	-	2.000.000
10 Укупна дивиденда (8) + (9)	2.880.000	3.440.000
11 Укупан износ пореза на добит и пореза по одбитку на дивиденду (5) + (7)	1.120.000	560.000
12 Пореско оптерећење нето дивиденде [(11) / (10)] * 100	39%	16%
13 Пореско оптерећење стварне добити пре опорезивања [(11) / (4)] * 100	28%	14%

* Претпоставља се да је целокупна добит после опорезивања расподељена акционарима у облику дивиденде

на добит у ЕУ је толика да је уочено да то значајно нарушава јединствене услове пословања. Стога је пре више од пет година започет процес хармонизације пореза на добит, кроз усаглашавање, тј. унификацију правила за утврђивање заједничке, консолидоване основице пореза на добит. Суштина овог приступа је да се на јединствен начин утврђује опорезива добит коју предузећа остварују послујући на територији читаве ЕУ. Тако утврђена консолидована основица би према одабраном кључу или сету кључева (најчешће се помињу: број запослених, приходи и вредност активе) била алоцирана на земље чланице у којима послује предузеће. Земље чланице имале би право да свој део опорезиве добити опорезују по стопи коју саме одреде. Међутим, ова идеја је још увек у фази уобличавања, тако да су њен финални облик и тренутак отпочињања примене неизвесни. У таквим околностима, када не постоје јединствена правила на нивоу ЕУ са којима би Србија морала да усклади своја правила опорезивања добити, питање даље реформе система пореза на добит у Србији потребно је ставити искључиво у контекст циљева који се том реформом желе постићи – а то су повећање билансне издашности, уз подстицајно деловање на привредни раст.

У Србији се примењује стандардни модел опорезивања добити предузећа, концептуално упоредив са моделима који се примењују у земљама региона и шире у земљама Европске уније. Стога се може закључити да будућа реформа система пореза на добит по свом опсегу не би била радикална, тј. концептуална, већ би се пре свега састојала из промене појединих елемената система утврђивања пореске основице и редизајнирања сета пореских олакшица, као и правила у вези са опорезивањем скривене дивиденде. Промене у домену поступка обрачуна опорезиве добити по својој природи биле би такве да се (осим код трансферних цена) могу сматрати финим подешавањем постојећег система. Када је, пак, реч о пореским олакшицама, чини се да би у контексту реализације два поменута циља (билансна издашност и подстицање привредног раста) будућа реформа требало да обухвати елиминацију великог броја пореских олакшица, тј. њихово свођење на јединствени режим инвестиционог пореског кредита, као окоснице система пореских подстицаја. Наиме, и различита емпиријска истраживања указују да снижење оптерећења порезом на добит има позитивних ефеката на привредни раст само до одређене доње границе висине тог оптерећења. Компаративна анализа са земљама

централне, источне и југоисточне Европе наводи на закључак је ефективна стопа пореза на добит од 5% до 6% у Србији (убедљиво) најнижа, те да елиминација одређених олакшица не би имплицирала негативне ефекте на прилив СДИ и привредни раст. У прилог овој тврдњи говоре и резултати емпиријских истраживања, према којима висина законске пореске стопе има већи утицај на прилив СДИ и привредни раст, од утицаја система пореских олакшице.

Реформа система пореза на добит предузећа у Србији, која би укључивала наведене елементе, за резултат би имала повећање пореских прихода, поједностављење система опорезивања, смањење трошкова администрирања пореза на добит (и за обвезнике и за државу), сужавање простора за пореску евазију и арбитрарност, као и унапређење конзистентности пореског система. Овакве одлике редизајнираног система опорезивања свакако би допринеле унапређењу укупних услова пословања у Србији.

Литература

1. Alesina, A. [2005]. „Regulation and Investment“, *Journal of the European Economic Association*, MIT Press, Volume 3(4), pp. 791-825.
2. Bahl, R. and R. Bird. [2008]. „Tax Policy in Developing Countries: Looking Back and Forward“, *Working Papers Series 13*, Rotman Institute for International Business, Joseph L. Rotman School of Management, University of Toronto
3. Bellak, C. and M. Leibrecht, [2005]. „Do Low Corporate Income Tax Rates Attract FDI? Evidence from Eight Central-and East European Countries“, *The University of Nottingham Research Paper No. 2005/143*, The University of Nottingham, Nottingham, the UK
4. Bellak, C. and M. Leibrecht. [2008]. „Some Further Evidence on the Role of Effective Corporate Income Taxes As Determinants of Foreign Direct Investments in Central and Eastern European Countries“, *Proceeding From the Annual Conference on Taxation organized by National Tax Association*
5. Blonigen, B. and R. Davies, [2002]. „Do Bilateral Tax Treaties Promote Foreign Direct Investment?“, *NBER Working Paper No. 8834*, National Bureau of Economic Research, Boston
6. Chirinko, R. et. al. [1999]. „How Responsive Is Business Capital Formation To Its User Cost?:

- An Exploration With Micro Data", *Journal of Public Economics* Vol. 74, Issue 1, pp. 53-80.
7. Chirinko, R. [2002]. „Corporate Taxation, Capital Formation and the Substitution Elasticity Between Labor and Capital“, *CESifo Working Paper No. 707(1)*
 8. Chirinko, R. et. al. [2004]. „That Elusive Elasticity: A Long-Panel Approach To Estimating The Price Sensitivity Of Business Capital“, *CESifo Working Paper No. 1240*
 9. Clark, Peter K. [1993]. „Tax Incentives And Equipment Investment“, *Brookings Papers on Economic Activity*
 10. Coen, Robert M. [1969]. „Tax Policy and Investment Behavior: Comment“, *American Economic Review* Vol. 59, No. 3, pp. 379-388.
 11. Cummins, J., K. Hassett, and Hubbard, R. Glenn, [1994]. „A Reconsideration of Investment Behavior Using Tax Reforms as Natural Experiments“, *Brookings Papers on Economic Activity*
 12. „European Tax Handbook“, International Bureau for Fiscal Documentation, The Netherlands
 13. Gorter, J. and A. Perikh, [2004]. „How Sensitive is FDI to Differences in Corporate Income Taxation Within the EU“, *De Economist* Vol. 151, No. 2, pp. 193-204.
 14. Johannson, A. et. al. [2008]. „Taxation and Economic Growth“, *OECD Economic Department Working Paper No 620*, OECD Publishing, Paris
 15. „Taxation Trends in the European Union“, European Commission, 2009, Luxembourg
 16. EBRD Statistics, dostupno na: <http://www.ebrd.com/pages/homepage.shtml>

Инвестициони фондови у Србији

Резиме

Савремени услови пословања омогућавају различите начине и инструменте пласирања слободног капитала. За успешно пословање на финансијским тржиштима потребни су већи износи новца и стручно знање, што за просечног улагача представља препреку, коју он сам не може успешно да реши. Успех инвестиционих фондова је у томе да пружају могућност да се за уложени капитал брину професионалци, који смањују ризик диверзификујући улагања, а дају могућност да се улог повуче на захтев улагача. Због ситуације у којој се налазила крајем двадесетог века, Република Србија у овој области није довољно развила могућности за неометан раст и развој фондова. Неправовремено доношење Закона о инвестиционим фондовима, онемогућило је малим улагачима да на овај начин инвестирају свој капитал. Последица тога је и чињеница да улагачи и привредни субјекти у Србији нису имали прилику да својим капиталом учествују у приватизацији фирми у Србији, улагањем у инвестиционе фондове. Закон о инвестиционим фондовима дао је шансу да инвестициони фондови покрену иницијативу у акумулацији капитала становништва и осталих субјеката у Србији и дају свој допринос развоју финансијског тржишта Србије коме је овакав Закон био преко потребан.

Кључне речи: инвестициони фондови, инвестирање, хартије од вредности, приноси, ефекти, очекивања, перспектива, и сл.

1. Увод

Сваки појединац или привредни субјект настоји да свој капитал очува или увећа како би створио услове за сигурну егзистенцију, школовање, путовања, или неку другу потребу. Сем могућности полагања депозита у банку и очекиване камате, која је релативно скромна и тражи дуг период орочавања, своју понуду представиле су и институције које нису тражиле ни високе износе улагања, нити дуге рокове. Заузврат су

нудиле улагање под професионалним надзором и уз одређени ниво ризика. То су инвестициони фондови.

Инвестициони фондови су институције колективног инвестирања у оквиру којих се прикупљају новчана средства продајом власничких хартија од вредности, односно инвестиционих јединица. Прикупљена новчана средства фонд улаже у различите облике имовине, у складу са инвестиционим циљевима наведеним у прос-

1) асистент на Економском факултету у Суботици, Универзитет у Новом Саду

пекту, ради остваривања добити и смањења ризика пословања. На тај начин ствара се много већи финансијски потенцијал него што би сваки од појединачних инвеститора имао како би самостално улагао на берзу.

Уколико би се појединачни инвеститор ипак одлучио да самостално улаже на берзи, да би остварио повољан резултат морао би да поседује одређена знања и има доста времена да знање уложи у анализирање хартија од вредности и праћење кретања свог портфолија. Ако није довољно упућен у сва та кретања, нема довољно времена, нити релевантне информације, може доћи до погрешне инвестиције, која чак може да умањи почетни износ. Уз све то, брокеру се мора платити провизија. Управо из ових разлога велики број малих инвеститора опредељује се за инвестиционе фондове који их ослобађају оваквих проблема и брига. Исто тако, сваки потенцијални инвеститор би пре инвестирања требало да зна да мора да се добро информише о фонду, да код финансијских информација увек постоје одређени недостаци, да се увек поступа на сопствену одговорност и да у избору између мноштва могућности одабере ону која је пре свега у његовом личном интересу, јер веома често интерес није обостран.

Инвестиције се врше на домаћем и/или међународном финансијском тржишту у хартије од вредности, чиме се ствара диверзификовани инвестициони портфолио. Диверзификација портфолија фонда представља начин умањења ризика улагања, тако што се улаже у различите врсте хартија од вредности и различите емитенте тих хартија. Диверзификација је у ствари једна од основних карактеристика, када се говори о пословању и улагању имовине инвестиционих фондова. Портфолио менаџери улажу новац у велики број акција и других хартија од вредности што је, по правилу, ван домаћаја ситних инвеститора. На тај начин фондови смањују утицај ризика на своје пословање и теже остваривању већих очекиваних приноса. Фондови врше улагања директно или индиректно, па се на тај начин постиже да ако евентуално дође до пада вредности дела портфолија, тај пад буде компензован порастом вредности другог дела портфолија. Наравно, да би се портфолио диверзификовао потребна су значајна средства, која мали инвеститори обично не поседују. Управо из тих разлога, инвестициони фондови су стекли велику популарност, јер нуде нову алтернативу инвестирања где се диверзификацијом знатно умањује ризик.

Највећу тенденцију раста и концентрације капитала у свету али и код нас, имају отворени инвестициони фондови. Ова форма фонда најближа је мањим улагачима и представља нову опцију за улагање, која не захтева ни посебно високе износе капитала нити специфична знања. Отворени фондови, такође, и у развијеним тржишним економијама представљају најдинамичнији сектор развоја у оквиру система инвестиционих фондова.

Пословање инвестиционих фондова у Републици Србији дефинисано је Законом о инвестиционим фондовима и подзаконским актима које доноси Комисија за хартије од вредности Републике Србије, као регулаторно тело задужено за контролу рада друштава за управљање инвестиционим фондовима. Имовина инвестиционог фонда је у власништву чланова инвестиционог фонда, сразмерно њиховом учешћу у фонду и одвојена је од друштва за управљање тим фондом. Инвестициони фондови који повлаче средства мањих инвеститора заузврат им емитују акције или потврде у финансијској активи фонда. Приход по основу хартија од вредности, умањен за вредност провизије дели се акционарима тј. власницима или улагачима инвестиционог фонда сразмерно њиховом учешћу. Свака акција инвестиционог фонда представља сразмерно учешће у портфолију хартија од вредности.

Упркос поремећајима на финансијском тржишту, држава предузимањем иницијативе може да створи амбијент повољан за развој привреду и привлачење инвестиционог капитала. Посебно је значајно да се обезбеди присуство великих јавних предузећа и њихових хартија од вредности на финансијском тржишту, као и већа и квалитетнија понуда за инвестиционе фондове. То није процес који се догађа у кратком времену већ, посебно у случају тржишта у Србији захтева дужи период, дугометрајну едукацију, информисање јавности, као и обуку кадрова који морају показати висок степен професионализма и стручности у свом пословању.

Треба напоменути да инвестиције у ову врсту фондова могу носити одређен ниво ризика, посебно у случају пада цена хартија, кризе и рецесије. Историјски посматрано, велике економске кризе (тридесетих година, затим кризе из 2008.) доводиле су директно и до краха инвестиционих фондова а поготово оних који су били задужени у обвезницама и преференцијалним акцијама. У таквим ситуацијама ни најбољи менаџери не могу да заштите улоге и

улагаче од пропасти, и то је једноставно ризик који се преузима улагањем. Од дужине и степена пада берзанских индекса вредности акција зависи и степен последица по инвестиционе фондове. На тржиштима у развоју, на којима још није довољно развијено пословање инвестиционих фондова, као у Србији, негативне последице по фондове и њихове улагаче могу бити далеко веће, па чак могу и да утичу на сам опстанак пословања фондова.

2. Зашто улагати у инвестициони фонд?

Ефикасно инвестирање прикупљених средстава инвестиционог фонда задатак је професионалног менаџера или стручне екипе људи. Искуство, знање и информације које поседују портфолио менаџери обично су веће од оних доступних већини индивидуалних инвеститора, а нарочито малих инвеститора. Из ових разлога, реално је очекивати да ће новац пласиран посредством инвестиционих фондова лакше наћи пут до пласмана са нижим ризиком и вишим приносима. Ефикасност менаџмента може се оценити једноставним поређењем перформанси које су остварили, са просечним перформансама инвестиционих фондова из исте категорије или са перформансама изабраних берзанских индекса. Уколико су резултати портфолио менаџмента незадовољавајући, могуће је да ће доћи до промене појединца или тима задуженог за управљање портфолиом.

Улагањем средстава у фонд грађанима се омогућава јединствен приступ тржишту капитала, а њиховим средствима управљају овлашћена лица која поседују одговарајуће образовање и искуство. Улагањем у већи број хартија од вредности портфолио менаџер врши диверзификацију и тиме смањује ризик улагања. Предност улагања у инвестициони фонд је и што, у сваком тренутку инвеститори могу повући своја средства. Принос који могу остварити улагањем у инвестициони фонд обично је виши од приноса који би остварили конвенционалним обликом штедње.

Већина индивидуалних инвеститора ограничена је недовољним износом капитала за праву диверзификацију, недовољном способношћу да правилно процени различите могућности улагања, као и недостатком времена за праћење шта се дешава са инвестицијом како би се реаговало на време. Једно од највећих ограничења које се поставља пред просечног улагача је његово недовољно теоријско и практично

знање неопходно за успешно пословање на тржишту капитала.

На тржишту, које је врло динамично, комплексно и уређено правним нормама, не може се очекивати успешно индивидуално инвестирање. При том долазе до изражаја предности улагања путем инвестиционих фондова. Појединачни улагач тешко може да прикупи, апсорбује, класификује и квалитетно оцени огроман број информација потребних за успешно пословање и учествовање на тржишту хартија од вредности.

Инвестициони фондови улагачима пружају релативно јефтину услугу компетентног управљања својим средствима као и минимизовање пратећих трошкова књиговодства, чувања хартија од вредности, трансакционих трошкова и сл. При томе, приноси инвестиционог фонда могу бити далеко већи од приноса на орочену штедњу. Дакле, раст популарности ових фондова није случајан. Инвестициони фондови носе нешто већи ризик од штедње у банци, али по правилу и већи принос на уложена средства. Према томе, у односу на друге облике улагања, инвестициони фондови су у предности што се тиче приноса, професионалног улагања, али могу бити ризичнији и имати више трошкове. На сваком улагачу је да процени и одреди своје потребе, у складу са којима ће даље наставити своје улагање и одлучити се за одређеног институционалног инвеститора.

У нашој земљи држава не гарантује грађанима повраћај средстава у случају банкротства инвестиционог фонда, док у случају штедње гарантује повраћај у висини од 50.000 € по појединачном улогу у банци. Јединствено најбоље решење између ове две опције не постоји. У дугом року оно зависи од преференција улагача, спремности на ризик, као и степена ликвидности уложених средстава који је улагачу у конкретној ситуацији потребан. Када је у питању кратак рок, инвестициони фондови нису оптимално решење, због краткорочних флукуација цене инвестиционих јединица, у том случају штедња у банци представља бољу опцију.

Инвестициони фондови су алтернатива између штедње у банци и инвестирања тј. активне штедње или пасивног инвестирања. За разлику од штедње у банкама код фонда, улагач нема унапред сазнање колики ће принос остварити, тј. нема фиксног приноса. Све зависи од кретања на тржишту и остварених камата, дивиденди и капиталних добитака. Код штедње у банкама камата на средства може се повећати само продужењем рока орочавања. У случају инвес-

тирања у фонд, принос се може повећати променом структуре имовине у коју фонд улаже, то јест избором фонда који улаже у активу која носи веће приносе. Веома важна предност инвестиционих фондова је и лакоћа куповине и откупа инвестиционих јединица (нпр. код отворених фондова), што се сматра једним од најважнијих разлога за велики развој фондова у свету. Када улагач зна да има опцију брзог инвестирања и још бржег начина да своје инвестиције повуче, спреман је за сарадњу са оваквим обликом финансијских субјеката, који њихова средства не везују одређеним роковима.

Ликвидност или утрживост је важна карактеристика која инвестиционе фондове чини атрактивнијим у односу на орочене штедне депозите. Отворени инвестициони фондови морају свакодневно да буду спремни да откупе своје акције од инвеститора и то по NAV (net Asset Value), евентуално умањену за вредност излазне провизије. Инвеститор само треба да обавести фонд и он ће му послати чек најкасније седам дана од дана давања налога. Инвестициони фондови пружају могућност да се новац из дугорочног фонда пребаци у фонд на тржишту новца уз мале или никакве трошкове, нарочито ако се трансакција између фондова одвија унутар исте менаџмент компаније. Код затворених инвестиционих фондова ситуација је другачија. Њихова ликвидност је слична ликвидности акција предузећа.

Инвестициони фондови су значајни финансијски трансактори који у великим износима купују и продају хартије од вредности на финансијском тржишту. Из тих разлога, они као стални и велики клијенти, од брокерско-дилерских друштава добијају високе попусте који се, за велике трансакције могу кретати и до 90% трансакционих трошкова које би за исту хартију од вредности платио индивидуални инвеститор. Често се пак дешава да брокерско-дилерска кућа са којом фонд ради буде из исте холдинг компаније као и менаџерска компанија, па се тада могу добити још повлашћеније трансакционе провизије. Нижи трансакциони трошкови се одражавају на знатно повећање инвестиционих перформанси. Трошкови улагања у инвестиционе фондове односе се на плаћање улазне и излазне провизије, накнаде за управљање фондом као и трошкове издавања докумената. Износ улазне провизије обично не прелази 3% вредности улога, а излазна провизија се у највећем броју случајева не плаћа. Накнада друштву

за управљање износи до 2% укупне вредности имовине фонда.

Куповина акција је брза, максимално упрошћена, и може се обавити путем телефона, слањем чека или посредством брокера. Све потребне информације, потенцијални инвеститори могу добити позивањем бесплатних телефонских центара. Могућност промене фондова унутар исте компаније је лака и по правилу бесплатна. Инвеститори могу, ако тако уговоре са фондом, да им се од прихода или главнице, месечно, квартално, или годишње аутоматски шаље одређен новчани износ. Ово може бити веома значајно за пензионере или студенте које помажу родитељи. Такође је од значаја и уредно извештавање о оствареним резултатима. Из ових разлога с правом се може рећи да инвестициони фондови представљају најпогоднију форму мобилизације капитала, као и развоја и успешног функционисања тржишта капитала.

Фактор који је утицао на развој популарности улагања у инвестиционе фондове јесте развој интернета, што је створило могућност за отварање рачуна у фондовима, уплате на рачуне и друге трансакције које се обављају једноставно електронским путем. Савремени услови пословања омогућавају још лакше улагање без административних препрека, што је услов за повећање улагања.

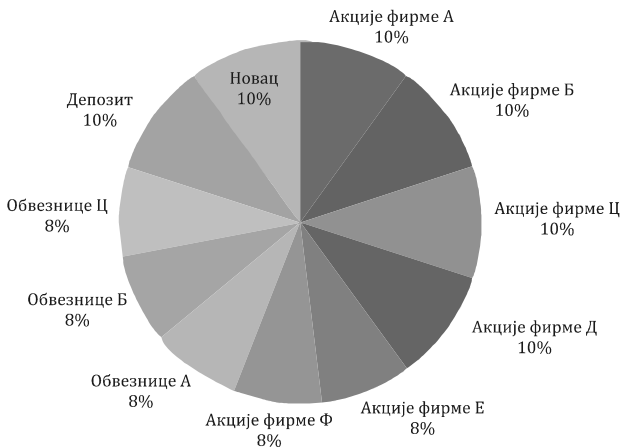
Интернет је повећао популарност инвестиционих фондова, пошто акционарима омогућава да дођу до информација о учинку, ценама акција и података у вези са личним рачунима. Онлајн акционари углавном су млађа лица са већим примањима и бољим образовањем у односу на оне који не користе интернет. Просечни online корисник има 42 године, примања у висини од 100.900\$ и факултетско образовање. Просечан акционар који не користи рачунар има 51 годину, примања у висини од 41.000\$ и нема факултетско образовање. Примена интернета за проналажење и трговину преко инвестиционих фондова, све је учесталије².

Основни разлог за оснивање инвестиционих фондова је превазилажење слабости својствених индивидуалном инвестирању. Ове слабости проистичу из немогућности да се задовоље следеће три претпоставке успешног улагања: инвестиција не сме бити концентрисана на једном месту већ распоређена на више места; инвеститор мора бити добро информисан о ономе у шта улаже – у супротном је велика вероватноћа да ће имати губитак и инвеститор

2) Др Frederic S. Mishkin, „Монетарна економија, банкарство и финансијска тржишта“, „Дата Статус“ Београд, Београд, 2006.

мора стално да прати шта се дешава са инвестицијом, с обзиром да се крупне промене често дешавају врло брзо и да остављају мало времена за реаговање.

Како изгледа инвестициони фонд
Графикон 1 - Пласмани
инвестиционих фондова³



Најзначајније предности улагања у инвестиционе фондове су:

- дисперзија ризика – инвестициони фонд улаже у велики број различитих хартија од вредности и самим тим смањује ризик улагања;
- професионално управљање – индивидуални инвеститори ретко имају потребна предзнања, време, средства и жељу да сваког дана прате, анализирају и доносе одлуке о инвестирању у хартије од вредности. Много је логичније новац поверити на управљање менаџерима фонда, као стручним и професионалним лицима. Они анализирају хартије од вредности и тржишта на која фонд инвестира и користе сваку прилику да увећају вредност фонда. Препознају могући ризик и мењају стратегију фонда у складу са тим ризиком;
- ликвидност – инвеститори у отворене инвестиционе фондове у сваком тренутку могу да повуку своја средства продајом својих удела друштву за управљање;
- лакша процедура улагања – инвестициони фондови омогућавају једноставније инвестирање. Удео у фонду може се веома лако и брзо купити, без губљења доста времена на папирологију⁴.

Приликом улагања у фондове присутне су и мане које често нису прецизиране потенцијалним инвеститорима или их они не разумеју у потпуности. Главне мане инвестиционих фондова у односу на класичну штедњу у банкама су промењивост приноса, тако да се дешава да приноси премаше очекивања, било позитивно, било негативно. Негативни приноси долазе као последица низа ризика:

- ризик улагања,
- ризик ликвидности,
- ризик од промене курса (валутни ризик)
- ризик од неиспуњења обавеза
- оперативни ризик
- ризик од посредника (кастоди банке, брокерских кућа)
- ризик због улагања у друге инвестиционе фондове
- политички ризик земаља
- ризик од промене пореских прописа⁵.

Инвестиционе фондове не треба поистовећивати са инвестиционим компанијама или друштвима за управљање инвестиционим фондовима, јер једно друштво или компанија може да управља са више фондова, што је углавном и пракса. Инвестиционим фондовима управља Друштво за управљање инвестиционим фондовима. Друштво за управљање је привредно друштво које организује, оснива и управља инвестиционим фондовима у складу са Законом о инвестиционим фондовима („Сл. гласник РС“, бр. 46/2006).

Друштво за управљање инвестиционим фондовима управља фондом, води инвестициону политику, доноси инвестиционе одлуке, води евиденцију о члановима фонда и вредности њихових удела у фонду, обавља одређене административне, рачуноводствене и маркетиншке послове у име фонда. Дакле, инвестициони фонд није правно лице, већ институција у оквиру које се прикупља новац чланова фонда. Због тога не може самостално да послује.

Одлуке о улагању имовине инвестиционог фонда доноси лице које има лиценцу портфолио менаџера добијену од Комисије за хартије од вредности након полагања стручног испита. Друштво за управљање мора да ангажује најмање једног портфолио менаџера који ће управљати инвестиционим фондом. Инвеститори

3) Шошкић др Дејан, „Хартије од вредности, управљање портфолиом и инвестициони фондови“, Београд, 2006.год.

4) Шошкић др Дејан, *Хартије од вредности, управљање портфолиом и инвестициони фондови*, Београд, 2006, стр.25.

5) Шошкић др Дејан, Исто, стр.26.

фонда немају могућност доношења инвестиционе одлуке у вези пласмана средстава која су инвестирани у фонд. Улагање у инвестиционе фондове није привилегија људи који располажу са много новца, већ у њих може улагати било ко, у складу са својим могућностима. Да би неко почео са улагањем у (отворени) инвестициони фонд, потребно је да купи барем једну инвестициону јединицу по цени која важи на дан куповине.

Кад инвеститор улаже новац у инвестициони фонд, он заправо купује инвестиционе јединице, увек по цени актуелној на дан када инвеститор пласира свој новац у фонд. Инвестициона јединица је сразмерни обрачунски удео у укупној нето имовини отвореног инвестиционог фонда. Почетна вредност инвестиционе јединице иста је код сваког инвестиционог фонда и износи 1.000 РСД. У складу са променом нето вредности имовине фонда, свакодневно се мења и вредност инвестиционе јединице. Вредност инвестиционе јединице једнака је количнику нето вредности имовине фонда и укупног броја инвестиционих јединица свих инвеститора у фонд. Кроз промену вредности инвестиционе јединице сваки инвеститор може да прати свој принос у фонду.

Успешност друштва за управљање инвестиционим фондовима зависи највише од ситуације на тржишту капитала. Кретања на тржишту капитала су циклична, тако да се на свим берзама смењују периоди раста и пада цена хартија од вредности. Такве промене се директно одражавају на вредност имовине отворених инвестиционих фондова, а посебно на фондове који највећи део имовине улажу у акције. Осим кретања на тржишту, вредност имовине инвестиционог фонда у великој мери зависи и од искуства, знања, мотивације и стручности људи који управљају инвестиционим фондовима⁶. Успешност фонда не може бити гарантована и претходно пословање фонда није гаранција будућих резултата.

3. Инвестициони фондови у Србији

Појавом инвестиционих фондова повећава се посредничка конкуренција, продубљује се тржиште капитала и уводи се савременији приступ финансијским трансакцијама. Стога се често каже да инвестициони фондови представљају

најпогоднију форму за развој и успешно функционисање тржишта капитала⁷. Не треба превидети чињеницу да нису сви инвестициони фондови успешни. Док једни остварују натпросечне резултате, други не успевају да достигну перформансе основних тржишних индекса. Велики број менаџера не успева да обезбеди задовољавајуће стопе приноса.

У источној Европи развој инвестиционих фондова није био тако изражен, нити убрзан нарочито због чињенице да су тржишта капитала у овом делу Европе, укључујући и Србију, веома неразвијена те пружају могућност и за евентуалне спекулације у пословању фондова, а отежано је и успостављање функционалног система и тржишта на којем би фондови пословали.

Инвестициони фондови су веома заступљени у развијеним привредама света и саставни су део финансијског тржишта. У нашој земљи Закон о инвестиционим фондовима донет је тек половином 2006. године, а почео је да се примењује почетком 2007. године када је први фонд почео са радом. То указује да су инвестициони фондови у Србији релативно нова појава. Инвестициони фондови, заједно са добровољним пензионим фондовима, позитивно утичу на тржиште хартија од вредности и постали су значајан инструмент за прикупљање и пласирање вишкова капитала. Порески третман може бити и позитивна чињеница која се везује за пословање фонда, али и негативна, у зависности од фискалног третмана који је држава одредила за пословање ових институционалних инвеститора.

Пошто су фондови почели да раде тек 2007. године, потребно је доста времена, снажна пропаганда и едукација, да би инвестициони фондови заживели код нас и постали значајни играчи на домаћем тржишту. Грађани Србије стекли су прилику да улажу уштеђевину у инвестиционе фондове, али будући менаџери инвестиционих фондова се суочавају са проблемом избора хартија од вредности у које треба улагати.

Услов за успешну активност инвестиционих фондова је присуство снажних домаћих компанија на тржишту капитала, у чије акције могу улагати инвестициони фондови. Код нас компаније као што су НИС а.д., Телеком а.д., Електропривреда Србије а.д. и Аеродром "Никола Тесла" а.д., треба да представљају основу на којој ће се

6) <http://grujinsvijet.blogspot.com/2011/07/alternativa-stednji.html>, датум приступа: 27.08.2011.

7) Вуњак, Н., Ковачевић, Љ., "Финансијско тржиште, берзе и брокери" - савремени финансијски трендови, „Пролетер“ Бечеј, 2003. стр.139.

градити тржиште капитала, јер су то компаније за које су институционални инвеститори (инвестициони и пензионери фондови, осигуравајуће компаније) највише заинтересовани. Тиме би компаније биле у могућности да прикупе инвестициона средства емитовањем нових хартија од вредности по повољним ценама, чиме се подстиче развој не само тих компанија, него и привреде у целини. Уколико се овакве компаније не појаве на берзи, домаћи инвеститори ће, услед недостатка квалитетних хартија од вредности на домаћем тржишту, морати да се окрену ка другим тржиштима и земљама. На тај начин долази се у парадоксалну ситуацију да ми као земља којој су потребна средства за развој постанемо извозници капитала и тако финансирамо туђи капитал док наша привреда зависи од скуних кредита.

Један од највећих проблема, али и препрека развоју рада инвестиционих фондова и других институционалних инвеститора јесте неразвијено секундарно тржиште капитала. Веома мали број компанија са квалитетним хартијама од вредности и мали промет на берзи су показатељи неразвијености овог тржишта и неодложне потребе за предузимањем системских корака за превазилажење оваквог стања.

Инвестициони фондови представљају шансе за велики допринос јачању макроекономске стабилности, јер улажући своја средства у инвестиционе фондове улагачи директно утичу на јачање макроекономске стабилности. Својим развојем и пословањем фондови би допринели даљем развоју секундарног тржишта у Србији које би даље утицало на развој целокупне привреде и јачању животног стандарда. Као појединци са својим акумулираним средствима не могу имати утицаја на привредна кретања, али улагањем у фондове постају део институционалних инвеститора који инвестирајући капитал стабилизују токове у целокупној привреди.

Дакле, да би се на овај начин могло утицати на привредна и макроекономска кретања потребно је створити институционалне услове за развој инвестиционих фондова. Код испуњавања ових услова мисли се на даљи развој секундарног финансијског тржишта, завршетак процеса приватизације и доследну примену донетих закона. Инвестициони фондови, уколико се испуне ови циљеви, утицаће на пораст штедне и њеног усмеравања у пројекте који се сматрају значајним за развој тржишних економија. Пословање фондова ће утицати на даљи развој финансијског тржишта, система увођења нових финансијских инструмената, као и развој тр-

жишта акција и обвезница и повећање ефикасности посредовања између учесника на тржишту. Самим тим, кроз привлачење, сакупљање и дистрибуирање капитала утицаће се на повећање друштвеног богатства, повећање ликвидности и на крају на повећање укупног стандарда друштва.

Да би се створило плодно тле за развој инвестиционих фондова у Србији, потребан је читав низ предуслова: а) приватизација, што обезбеђује сигуран развој друштва и јасније успостављање облигационих односа, б) монетарна и макроекономска стабилност, јер не може се говорити о развоју инвестиционих фондова у земљама у којима су непредвидљива кретања националне валуте, инфлације и других сличних параметара, јер се тако не могу осигурати ни најмања инвестирања у хартије од вредности, пошто њихово котирање у таквим нестабилностима није лако пратити, ц) доношење адекватних правних норми, јер поверење инвеститора је битно, ако не и пресудно за доношење инвестиционих одлука, д) потребна је и едукација кадрова; сви субјекти морају бити у константном процесу едукације и усвајање нових знања као и праћења актуелних светских трендова у њиховој примени. На овај начин, систем може бити конкурентан и представљати основу за даљи развој.

Обележја транзиционих тржишта, какво је и тржиште у Србији, су недовољна развијеност, нестабилна законска решења, игнорисање потребе за независношћу надзорних институција, као и низак ниво корпоративног образовања, што се одражава на понашање свих учесника на тржишту. Овакви услови делују негативно на пословање инвестиционих фондова и препрека су за позитиван утицај који фондови могу да имају на макроекономска кретања. Транзициона тржишта имају потребу за конкретнијим правним уређењем послова који се одвијају на тржишту, као и за прецизним и јасним дефинисањем права и обавеза финансијских посредника и учесника на тржишту и позиционирањем надзорних институција.

Такође, друштво има посебан интерес за судбину инвестиционих фондова, резултате њиховог пословања и начин управљања тим пословним субјектима. Друштво је заинтересовано да се активира што више штедне грађана која ће бити увећана, али и за инвестиције фондова које морају имати позитивне резултате на повећање запослености, конкурентност и побољшање инвестиционог имиџа земље.

Због свега наведеног, важно је адекватно информисање јавности, јер стиче се утисак да грађани Србије и даље нису довољно обавештени како о начину пословања инвестиционих фондова, тако ни о предностима које пружа улагање у инвестиционе фондове. Потенцијални улагачи и даље имају релативно неповерење према финансијском сектору, а посебно према новим инструментима улагања, због негативних искустава у блиској прошлости. Потребан је дуг период и конкретан план едукације субјеката и њиховог информисања о раду ових финансијских инвеститора и предностима улагања у истом односу на друге облике улагања.

Упоредјујући развој пословања инвестиционих фондова са земљама у окружењу, намеће се закључак да је пословање инвестиционих фондова у Србији још у фази развоја, имајући у виду број фондова, њихов укупан капитал, као и заступљеност улагања у фондове од стране физичких лица у укупним улагањима. На основу ове изјаве могло би се закључити да је у овој фази још рано говорити о конкретним утицајима пословања инвестиционих фондова на јачање социјалних функција државе. Узимајући у обзир неразвијеност пословања ових субјеката у нашем пословном систему, као и мањи временски период од стварања законских и правних услова за отпочињање пословања фондова у Србији, не могу се доносити коначни закључци.

Самом појавом инвестиционих фондова, судећи по искуству и других земаља, грађани неће нагло и одмах инвестирати у фондове. Потребно је одређено време, значајна пропаганда и едукација о томе шта су фондови и шта нуде како би постали активатори штедне грађана. Несумњи-

ве су привредне шансе које се могу остварити путем инвестиционих фондова, како у другим земљама, тако и у Србији. Државни органи треба да створе правне и економске услове да се ови процеси одвијају према начелима тржишности и конкуренције, а остали субјекти треба да то на најбољи начин искористе.

У Србији су од свих форми фондова најзаступљенији отворени инвестициони фондови. У зависности од инвестиционог циља, постоје четири врсте отворених инвестиционих фонда: а) фонд очувања вредности, б) фонд прихода, ц) балансирани фонд и д) фонд раста.

Фонд очувања вредности улаже у краткорочне дужничке хартије од вредности и новчане депозите; тежи очувању вредности улога, односно заштити од инфлације; то је истовремено фонд са најнижим ризиком. Фонд прихода, улаже најмање 75% своје имовине у дужничке хартије од вредности, основни циљ овог фонда је да обезбеди редовне приходе својим члановима. Због тога, у овај облик фонда углавном улажу конзервативни инвеститори, старије особе којима ови фондови могу обезбедити допуну прихода од пензија и инвеститори који желе да смање ризик свог портфолија. Балансирани фонд улаже 85% имовине у власничке и дужничке хартије, са тим што у дужничке хартије од вредности улаже најмање 35%, а највише 65%. Циљ ових фондова је да обезбеде мешавину сигурности, прихода и раста уложених средстава. Ови фондови су прикладни за инвеститоре заинтересовани за умерен раст вредности улога уз умерен ризик. Фонд раста, улаже најмање 75% вредности своје имовине у власничке хартије од вредности; циљ оваквих фондова је да обезбеде високе приносе на

Табела 1 - Врсте инвестиционих фондова у Србији

FOND	DZU	DATUM	VREDNOST IJ	VAL.	PROMENA	30 DANA	2009	OD OSNV.
Отворени инвестициони фонд - Балансирани фонд								
DELTA PLUS	DELTA	11.10.11	664,99	RSD	-0,28 % ↓	-2,47 % ↓	-8,47 % ↓	-33,50 % ↓
ERSTE EURO BALANCED 35	ERSTE	10.10.11	1.201,29	RSD	-0,06 % ↓	-0,53 % ↓	-5,19 % ↓	+20,13 % ↑
TRIUMPH BALANCE	CITADEL	10.10.11	1.099,30	RSD	+0,38 % ↑	+0,55 % ↑	-16,10 % ↓	+9,93 % ↑
Отворени инвестициони фонд - Фонд очувања вредности имовине								
CITADEL NOVČANI FOND	CITADEL	11.10.11	1.325,10	RSD	+0,02 % ↑	+0,71 % ↑	+7,89 % ↑	+32,51 % ↑
ERSTE CASH	ERSTE	10.10.11	1.206,56	RSD	+0,09 % ↑	+0,83 % ↑	+9,35 % ↑	+20,86 % ↑
ERSTE EURO CASH	ERSTE	10.10.11	1.022,88	RSD	-0,18 % ↓	+1,17 % ↑	+2,29 % ↑	+2,29 % ↑
FIMA NOVAC	FIMA	11.10.11	1.227,62	RSD	+0,03 % ↑	+0,73 % ↑	+7,97 % ↑	+22,76 % ↑
RAIFFEISEN CASH	RAIFFEISEN	10.10.11	1.197,93	RSD	+0,09 % ↑	+1,03 % ↑	+10,08 % ↑	+19,19 % ↑
Отворени инвестициони фонд - Фонд раста вредности имовине								
DELTA DYNAMIC	DELTA	11.10.11	315,48	RSD	-0,38 % ↓	-5,70 % ↓	-10,32 % ↓	-68,45 % ↓
FIMA PROACTIVE	FIMA	10.10.11	354,53	RSD	-0,14 % ↓	-2,73 % ↓	-9,00 % ↓	-64,53 % ↓
ILIRIKA GLOBAL	ILIRIKA	11.10.11	339,12	RSD	+0,71 % ↑	-4,81 % ↓	-25,01 % ↓	-66,15 % ↓
ILIRIKA GOLD	ILIRIKA	11.10.11	962,63	RSD	-0,99 % ↓	-11,02 % ↓	-3,93 % ↓	-3,93 % ↓
KOMBAIKH InFond	KOMBAIKH	11.10.11	595,91	RSD	+1,08 % ↑	-4,81 % ↓	-20,16 % ↓	-40,41 % ↓
RAIFFEISEN WORLD	RAIFFEISEN	11.10.11	924,28	RSD	+0,46 % ↑	+2,79 % ↑	-13,81 % ↓	-7,57 % ↓
TRIUMPH	CITADEL	11.10.11	739,32	RSD	-0,04 % ↓	-1,27 % ↓	+16,57 % ↑	-26,07 % ↓

Извор: www.investicionifondovi.com, датум приступа 13.10.2011.год.

средњи или дужи рок. Такви фондови улажу највећи део своје имовине у акције, чиме су и ризичнији од претходних фондова. Међутим, ризичност ових фондова се може значајно разликовати у зависности од карактеристика предузећа у које улажу и инвестиционе стратегије. У ове фондове првенствено улажу млађе особе и инвеститори који су спремни да прихвате висок инвестициони ризик.

Први фонд у Србији почео је са радом 5. марта 2007. године и био је то Делта Плус, који је основала компанија „Делта“. Други по реду основан фонд био је „ФИМА проактив“, који је отпочео са радом почетком маја 2007, а затим је основан фонд Raiffeisen АКЦИЈЕ, и тд. У Србији данас послује 15 инвестиционих фондова (видети Табелу 1).

Највише је фондова раста вредности имовине, који своја средства претежно пласирају у власничке хартије од вредности настојећи да, по основу нешто већег ризика, у односу на друге врсте отворених инвестиционих фондова, остваре и веће приносе. Такође, у Табели 1 показано је да је вредност инвестиционих јединица, код скоро свих ових фондова, у константном паду од почетка оснивања, и то значајном. Узроке треба тражити у нестабилности нашег тржишта, као и осталим економским, привредним и политичким консеквенцама. Код фондова очувања вредности имовине ситуација је скоро обрнута у односу на фондове раста. Вредност њихових инвестиционих јединица није опадала (будући да за циљ и имају очување вредност), чак је била у благом порасту. Очигледно је да су инвеститори у Србији заинтригирани ситуацијом на тржишту, те мотивисани тежњом да те нестабилности добро искористе.

Закључак

Инвестициони фондови као институционални инвеститори који су свој почетак и развој пословања у Србији започели доношењем закона о инвестиционим фондовима, стављени су пред све изазове који се могу појавити у пословању. Пословање ових институција додатно је оптерећено потресима који су били актуелни на глобалном финансијском тржишту. Посматрајући ове утицаје, у комбинацији са неповерењем које још увек влада код улагача у Србији, који су прошли кроз периоде обележене изразитим слабостима финансијског система, примећује се тежак период у развоју пословања инвестиционих фондова у Србији.

Закон о инвестиционим фондовима у Србији донет је половином 2006. године, а у пракси је почео да се примењује почетком 2007, када је и први фонд почео са радом. Крајем 2008. године у Србији је било само 13 инвестиционих фондова. Најважније место у оквиру пословања и развоја инвестиционих фондова заузели су отворени инвестициони фондови. Они су носиоци развоја и најатрактивнији су за просечног улагача јер омогућавају лак улазак и излазак из фонда. Према томе, на рад ових институција се дуго чекало, изгубљено је време за развој и побољшање животног стандарда у Србији путем овог вида инвестирања. Истовремено, неке од земаља у окружењу имају већи број инвестиционих фондова (у БиХ их има 28, од чега 17 у Републици Српској, а 11 у Федерацији БиХ, док у Македонији постоји 12 регистрованих инвестиционих фондова).

Пословање на финансијским тржиштима карактерише глобализација финансијских токова која је довела до брисања националних граница, и што је пружило шансу и малом појединачном инвеститору да се укључи у тржиште интензивније него раније. Више нису потребни ни велики улози ни професионално знање, јер са свега неколико стотина евра и жељом за улагање постаје се део великог глобалног финансијског тржишта.

Закаслело доношење закона у Србији, тежак транзициони период са пуно оптерећујућих негативних примера приватизације није био добра основа за почетак рада инвестиционих фондова. Кратак период у коме послују инвестициону фондови у Србији није био довољан да се са правог и практичног становишта утврде сви утицаји донетих регулаторних норми на пословање фондова. Додатно отежавање пословања фондова у Србији је узроковано њиховом скромном имовином услед финансијских потреса на светском тржишту, што истовремено ставља пред државне органе велики и одговоран задатак да сачувају пословање, али и постојање фондова у нашој земљи.

Међутим, у Србији није једино финансијска криза узрок слабог пословања инвестиционих фондова и опадања вредности инвестиционих јединица. Највећи проблем је у неадекватности целокупног инвестиционог сектора. Питање је колико су фондови успевали да успешно послују и пре почетка финансијске кризе. Потребно је предузети пре свега даље кораке за унапређење правних норми, подизање нивоа знања и инсистирање на што већем поштовању правних норми.

Правна и физичка лица у Србији, уопштено гледано, ни пре почетка светске финансијске кризе нису у довољној мери познавала суштину рада инвестиционих фондова. Опоравак рада инвестиционих фондова и повратак поверења улагача је дуготрајан процес који треба да буде усмерен на унапређење правила, подизање нивоа знања, и сл.

Инвестициони фондови, и поред свих препрека и тренутних финансијских потешкоћа, представљају институције које су потребне привредним и физичким субјектима у Србији. У будућем периоду треба изградити амбијент који подстиче потребе самих субјеката да предузимају мере финансијске предострожности.

Литература

1. др Frederic S. Mishkin, *Монетарна економија, банкарство и финансијска тржишта*, „Дата Статус“ Београд, Београд, 2006.
2. др Једнак Јово, „Финансијска тржишта“, Београдска пословна школа, висока школа струковних студија, Београд, 2008.
3. др Капор Предраг, „Инвестициони фондови и инвестирање у хартије од вредности“, Београд, 2007.год.
4. др Вуњак Ненад, др Ђурчић Урош, Др Ковачевић Љубомир, „Корпоративно и инвестиционо банкарство“, „Пролетер“ а. д. Бечеј, 2008.год.,
5. др Шошкић Дејан, „Хартије од вредности: управљање портфолиом и инвестициони фондови“, Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду, Београд, 2010.год.
6. др Шошкић Дејан, др Живковић Бошко, „Финансијска тржишта и институције“, Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду, Београд, 2009.
7. Часопис *Финансије*, „Инвестициони фондови – неискоришћен потенцијал у Србији“, Београд, 2006.год.
8. Часопис *Банкарство*, „Инвестициони фондови и други финансијски производи“, Београд, 2007.године
9. Закон о инвестиционим фондовима („Сл. гласник РС“, бр.46/2006 и 51/2009)
10. <http://www.investicionifondovi.com>
11. <http://grujinsvijet.blogspot.com/2011/07/alternativa-stednji.html>