



ISSN 0023-2394
ISSN 1450-6114
UDC 657

M52 Часопис националног
значаја за теорију и њену
операционализацију

РАЧУНОВОДСТВО



ЧАСОПИС ЗА РАЧУНОВОДСТВО, РЕВИЗИЈУ И ПОСЛОВНЕ ФИНАНСИЈЕ

♦ др Слободан МАЛИНИЋ
ОБРАЧУН

♦ мр Савка ВУЧКОВИЋ-МИЛУТИНОВИЋ
ЗАКОНИТА

♦ мр Синиша РАДИЋ
РАЧУНОВОДСТВО

11-12

РАЧУНОВОДСТВО

ЧАСОПИС ЗА РАЧУНОВОДСТВО, РЕВИЗИЈУ И ПОСЛОВНЕ ФИНАНСИЈЕ
ГОДИНА LV * Бр. 11-12 * Београд, новембар-децембар 2012.

Издавач:
"РАЧУНОВОДСТВО" д.о.о.

Суиздавач:
Савез рачуновођа и
ревизора Србије

Генерални секретар
и главни и одговорни уредник
др Перо Шкобић
Његошева 19, Београд, п. фах. 403
info@srrs.org.rs

Одговорни уредник
"Рачуноводства"
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
Божидар, 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@srrs.rs
Војвођанска банка А.Д. 355-1040232-19
Центробанка А.Д. 145-3232-76

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

Штампа: Космос, Београд, Светог Саве 16-18

CIP – Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд
657
РАЧУНОВОДСТВО : часопис за
рачуноводство, ревизију и пословне финансије
/главни и одговорни уредник 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
(њирилично изд.)=ISSN 0023-2394
ISSN 1450-6114 = Рачуноводство
COBISS.SR-ID 139739399

ФИНАНСИЈСКО РАЧУНОВОДСТВО

мр Славица СТЕВАНОВИЋ
мр Гроздана БЕЛОПАВЛОВИЋ
Институционалне и организационе детерминанте
квалитета система финансијског извештавања 3

УПРАВЉАЧКО РАЧУНОВОДСТВО

др Благоје НОВИЋЕВИЋ
Мерење перформанси менаџмент процеса 13
др Љубица ГАЈИЋ
др Љиљана РАКИЋ
Управљачко рачуноводство и финансијско извештавање
код буџетских организација у области образовања 22
Младен КРСТИЋ, мастер екон
проф.др Ксенија ДЕНЧИЋ МИХАИЛОВ
Примена Cost-Benefit анализе у оцени пројеката
рециклаже секундарних сировина 33
мр Радмила ТРКЉА
Милан ТРКЉА
Утицај савременог пословног окружења
на каријеру запослених 49

ПОСЛОВНЕ ФИНАНСИЈЕ

др Марко ИВАНИШ
Савремени проблеми структуре капитала..... 59
мр Владо КОВАЧЕВИЋ
Ивана ИВКОВ
Хеџинг стратегије у управљању ризиком
промене цена пољопривредних производа..... 72

ОСИГУРАЊЕ

др Владимир ЊЕГОМИР
Управљање ризиком и капиталом
осигуравајућих друштава: улога реосигурања..... 81

ЈАВНЕ ФИНАНСИЈЕ

др Бранко ЖИВАНОВИЋ
Слађана ЂУКОВИЋ
Аспекти имплементације CRAWLING PEG девизног
курсног режима у Републици Србији 98
др Јелена МАТИЈАШЕВИЋ
др Вук РАИЧЕВИЋ
Прање новца и правна регулатива у Републици Србији 115
Гордана ЈЕВЂОВИЋ, мастер екон.
Фискална консолидација–могућности, дилеме и
изазови, са освртом на Србију 126

ПРИКАЗ КЊИГЕ

мр Милан КЕЦМАН
Приказ књиге: Структурни фискални дефицит
и динамика јавног дуга Србије 136

IN MEMORIAM

др Јанко КЛОБУЧАР (1934-2012.)..... 138

РЕГИСТАР НАПИСА ОБЈАВЉЕНИХ У 2012..... 141

Contents

FINANCIAL ACCOUNTING

Slavica STEVANOVIC, MSc, Grozdana BELOPAVLOVIC, MSc.

**Institutional and organisational quality determinants
of the financial reporting system 3**

MANAGEMENT ACCOUNTING

Blagoje NOVICEVIC PhD.

Measuring management process performances 13

Ljubica GAJIC, PhD., Ljiljana RAKIC, PhD.

**Management accounting and financial reporting
for budget organization in education..... 22**

Mladen KRSTIC, Mast. Econ., Ksenija DENCIC-MIHAILOV, PhD.

**Application of cost-benefit-analysis in the evaluation
of secondary materials recycling projects 33**

Radmila TRKLJA MSc., Milan TRKLJA

**The influence of the modern business
environment at the career employees 49**

BUSINESS FINANCE

Marko IVANIS, PhD.

Contemporary problems capital structure of corporation 59

Vlado KOVACEVIC, MSc., Ivana IVKOV

**Hedging strategies in managing the risk of
changes of agricultural products prices 72**

INSURANCE

Vladimir NJEGOMIR, PhD.

**Insurers' risk and capital management:
the role of reinsurance 81**

PUBLIC FINANCE

Branko ZIVANOVIC, PhD., Sladjana DJUKOVIC

**Aspects of implementation of crawling peg
exchange rate regime in the Republic of Serbia 98**

Jelena MATIJASEVIC, PhD., Vuk RAICEVIC, PhD.

**Money laundering and related legal
regulations in the Republic of Serbia..... 115**

Gordana JEVDJOVIC, Master of economics

**Fiscal consolidation - opportunities, dilemmas and
challenges with special reference to Serbia 126**

BOOK REVIEW

Structural fiscal deficit and public debt dynamics of Serbia ... 136

IN MEMORIAM

Janko KLOBUCAR, PhD. (1934-2012.) 138

REGISTER OF ARTICLES PUBLISHED IN 2012 141

мр Славица
СТЕВАНОВИЋ*
мр Гроздана
БЕЛОПАВЛОВИЋ**

Институционалне и организационе детерминанте квалитета система финансијског извештавања¹

Резиме

Унапређењем система финансијског извештавања и рачуноводствене професије повећава се поверење инвеститора и заинтересованост за улагања, смањују се трошкови капитала, побољшава ефикасност тржишта капитала, што све заједно повољно утиче на привредне токове једне земље. Међународне, европске и националне институције прописивањем стандарда, правила и смерница које се односе на рачуноводствени процес, процес финансијског извештавања и ревизију, представљају релевантне носиоце одговорности за квалитет система финансијског извештавања.

Циљ рада је анализа институционалних детерминанти квалитета система финансијског извештавања, уз посебан осврт на интерне и екстерне механизме заштите интереса власника капитала. Први део рада представља настојање да се прикаже начин на који релевантне професионалне и регулаторне рачуноводствене и финансијске институције могу да допринесу унапређењу квалитета финансијског извештавања и процеса корпоративног управљања у целини. Након анализе институционалне инфраструктуре система финансијског извештавања на глобалном и националном нивоу, у раду се врши анализа појединих механизма заштите интереса власника капитала и етичке димензије квалитета финансијског извештавања. Одбор директора, комитет за ревизију, систем интерне контроле и екстерна ревизија се својим постојањем и професионалним деловањем истичу као релевантне детерминанте квалитета система финансијског извештавања.

Кључне речи: финансијско извештавање, квалитет, институције, корпоративно управљање.

Увод

Финансијски извештаји представљају најприкладнији начин да се власницима капитала и осталим интересним групама унутар и изван предузећа периодично презентују информације

о финансијско-структурној позицији, приносној снази и новчаним токовима у циљу доношења рационалних инвестиционих, кредитних и других економских одлука. Економске одлуке засноване на расположивој информационој основи непосредно утичу на развој финансијског сис-

*) Институт економских наука Београд, истраживач сарадник

**) Београдска банкарска академија – Факултет за банкарство, осигурање и финансије, асистент

¹) Рад је део истраживачких пројеката под шифрама 47009 (Европске интеграције и друштвено-економске промене привреде Србије на путу ка ЕУ) и 179015 (Изазови и перспективе структурних промена у Србији: Стратешки правци економског развоја и усклађивање са захтевима ЕУ), финансираних од стране Министарства за науку и технолошки развој Републике Србије.

тема, ефикасност тржишта капитала, продуктивност и развој националне економије. Стога је од изузетне важности да презентовани финансијски извештаји одражавају економску реалност и поседују одређене квалитативне карактеристике које их чине корисним, а наведене су у Концептуалном оквиру за финансијско извештавање. Обелодањивање финансијских информација које поседују основне и унапређујуће квалитативне карактеристике обезбеђује добру основу за квалитетно пословно одлучивање и смањење ризика од импликација лоших економских одлука.

Савршено преношење стварности у годишње финансијске извештаје није у потпуности изводљиво због сложености економских активности и несигурности будућих догађаја који имају утицај на текуће информације. Уколико се претходној констатацији дода и постојање намере креатора финансијских извештаја да обликују резултат у жељеном правцу, у оквиру дозвољених норми или изван њих, сасвим је извесно да ће квалитет презентованих финансијских информација пре или касније бити доведен у питање. Неадекватни пословни потези повећавају информациони ризик и носе латентну опасност од доношења погрешних економских одлука. Бројни примери финансијских скандала и пропадања компанија са интернационалним пословањем показали су колико су трагичне последице за све групе стејкхолдера - губитак инвестираног капитала и приноса, немогућност наплате потраживања, неисплаћене зараде, угрожен кредибилитет рачуноводствене професије и ревизије. Поменуте последице лоше рачуноводствене праксе недвосмислено потврђују важност концепта квалитета информационих ресурса и актуелизују питање унапређења квалитета финансијског извештавања.

1. Институционалне детерминанте квалитета система финансијског извештавања

Савременој рачуноводственој пракси често су својствена одступања информација од економске реалности, чиме се угрожавају основни принципи финансијског извештавања и доводи у питање квалитет објављених информација о вредности имовине, обавеза и капитала, рентабилитетних и новчаних токова. Иза бројних корпоративних скандала и финансијских сломова како у развијеним, тако и у транзиционим земљама, често стоје злоупотребе у рачуноводству и манипулације са финансијским извештајима.

Пословање изван важећег оквира финансијског извештавања и посезање за нелегитимним и неадекватним рачуноводственим техникама озбиљно угрожава поузданост обелодањених информација и кредибилитет рачуноводствене професије. Управо због далекосежних импликација по интересе различитих стејкхолдера, с разлогом се акценат ставља на важност детерминанти које опредељују квалитет система финансијског извештавања.

Институционална инфраструктура у систему финансијског извештавања. Доношење и примена прописа којима се уређује област рачуноводства и финансијског извештавања у надлежности је међународних и националних институција. Кључне институције на подручју доношења и имплементације међународно прихваћених стандарда су Одбор за Међународне рачуноводствене стандарде (IASB *International Accounting Standard Board*) задужен за доношење и измене MPC/МСФИ стандарда и Одбор за стандарде финансијског рачуноводства (FASB – *Financial Accounting Standards Board*) у чијој надлежности су општеприхваћени рачуноводствени принципи који се примењују у Америци. Интернационализација пословања подстиче интензивiranу сарадњу ових институција како би се приближили ставови о одређеним питањима и обезбедили услови за усаглашавање система финансијског извештавања на глобалном нивоу. Процес усклађивања MPC/МСФИ и америчких стандарда има за дугорочни циљ успостављање јединственог сета глобалних стандарда који би се користили на свим светским тржиштима капитала. Истовремено, Међународна федерација рачуновођа (IFAC – *International Federation of Accountants*) спроводи активности развоја и унапређења рачуноводствене професије кроз хармонизацију стандарда и обезбеђење рачуноводствених услуга високог квалитета. Активности поменутих институција допринеле су развоју међународне професионалне регулативе и даљем усаглашавању рачуноводства и финансијског извештавања на глобалном нивоу. Утврђивањем Међународних стандарда за ревизију, развијањем јединственог образовног програма за рачуновође, континуираним промовисањем етичких вредности назначених у *Етичком кодексу за професионалне рачуновође*, као и пружањем подршке при утемељењу и развоју професионалних организација рачуновођа, IFAC активно учествује у развоју готово свих аспеката рачуноводствене професије широм света.

Осим поменутих регулаторних тела, квалитету финансијског извештавања непосредно доприносе и друге институције које делују на наци-

оналним просторима, у чију одговорност спадају примена усвојених принципа и уређење одређених рачуноводствених питања. На националном нивоу значајну улогу у процесу унапређења система финансијског извештавања имају држава, Комисија за хартије од вредности, Централна банка и професионалне организације. Државна регулатива у погледу прописа о полагању и ревизији финансијских извештаја, функционисању финансијског тржишта и банкарског система је механизам путем кога држава и њени регулаторни органи могу утицати на квалитет финансијског извештавања, све у циљу заштите интереса инвеститора. Крајњу одговорност за припрему и имплементацију закона у области рачуноводства и ревизије има Министарство финансија. Посебна регулаторна тела имају надлежност да врше одређени степен контроле финансијских извештаја појединих привредних друштва.

Према *Закону о тржишту капитала*, Комисија за хартије од вредности је надлежна, између осталог, да регулише, врши надзор и прати извршавање обавезе извештавања издавалаца и учесника на регулисаном тржишту, односно мултилатералној трговачкој платформи-МТП (*Закон о тржишту капитала*, чл. 262). Креирање и контрола примене регулативе, које за циљ имају обезбеђење праведног, ефикасног и транспарентног тржишта капитала, као и смањење системског ризика на тржишту капитала, представљају важне детерминанте квалитета система финансијског извештавања. Ниво заштите инвеститора и унапређење едукације инвеститора зависе од квалитета регулативе, али и квалитета финансијског извештавања. Контрола финансијских извештаја коју врши Комисија за хартије од вредности односи се на јавна друштва, инвестиционе фондове и брокерско-дилерска друштва. Централна банка, као регулаторна институција, доприноси очувању и јачању стабилности финансијског система, што је кључна претпоставка за изградњу квалитетног система финансијског извештавања. Народна банка Србије утврђује и спроводи, у оквиру својих надлежности, активности и мере ради очувања и јачања стабилности финансијског система (*Закон о Народној банци Србије*, чл. 4) и истовремено врши редовну и систематску контролу финансијских извештаја банака, осигуравајућих друштва, лизинг компанија и добровољних пензионих фондова.

Доношење процедура и подзаконских аката у надлежности је одређених регулаторних институција, али и професионалних организација од чије репутације и професионалне оспособље-

ности чланова зависи квалитет креиране регулативе и контрола њене примене. Квалитет додатног професионалног образовања и континуирана едукација рачуновођа и ревизора, између осталог, опредељују квалитет система финансијског извештавања, при чему посебну одговорност имају професионалне саморегулаторне институције, а пре свих Савез рачуновођа и ревизора Србије, Комора за ревизоре и Савез економиста Србије (Малинић, *Финансијско извештавање као детерминанта квалитета корпоративног управљања*, 2008, 345). Савез рачуновођа и ревизора Србије има важну улогу у процесу хармонизације рачуноводствене праксе и ревизије у Србији са најбољом међународном праксом, у процесу стварања лиценцираних рачуновођа, а квалитетним програмом едукације доприноси унапређењу угледа и квалитета професије. Савез, пуноправни члан Међународне федерације рачуновођа, дужан је да, у складу са правилима Федерације, ради на унапређењу и промовисању рачуноводствене професије у Србији. Својим радом Савез интензивно промовише увођење и примену МРС/МСФИ, али врши и превод и објављивање већег дела издања Међународне федерације рачуновођа и Одбора за МРС, неопходних за теоријску и практичну обуку и рад професионалних рачуновођа (www.srgs.rs).

Квалитет регулативе. Рачуноводствени прописи и правила, садржани у професионалној, законској и интерној регулативи одређују квалитет финансијских извештаја. Регулатива треба да буде у функцији обезбеђења поуздане информационе основе за пословно одлучивање (Малинић, *Савремени изазови интегралног истраживања квалитета финансијских извештаја*, 2009, 149), како би се ризици од рачуноводствених манипулација свели на минимум. Отварање националних тржишта, слободно кретање робе, услуга, људских ресурса и капитала у међународним оквирима доприносе стварању јединственог економског тржишта, што са рачуноводственог аспекта посматрано наглашава потребу за јединственим системом финансијског извештавања и високим нивоом упоредивости објављених финансијских информација. Хармонизација рачуноводства и примена квалитетних рачуноводствених стандарда резултат су тежње различитих интересних група за ефикасном алокацијом капитала, унапређењем квалитета одлучивања, смањењем финансијског ризика, разноврсношћу портфеља и сл. Отуда и очекивања у вези са стварањем регулаторног оквира који ће обезбедити услове за јединствено извештавање и усклађивање са најбољим решењима у земљама развијене тржишне привреде.

Професионалну рачуноводствену регулативу у европским земљама чине рачуноводствене директиве Европске уније и стандарди које је креирао Одбор за Међународне рачуноводствене стандарде. Са друге стране, амерички општеприхваћени рачуноводствени принципи имају релевантан утицај у међународним оквирима услед традиције, развијености рачуноводствене професије и економске снаге. Уважавајући чињеницу да за компаније некомпатибилни рачуноводствени стандарди представљају велико оптерећење, које их спречава да приступе међународним изворима финансирања и глобалним тржиштима, неопходан је озбиљан приступ процесу усаглашавања. Рачуноводствена професија има сложен задатак који се односи на интензиван и континуирани рад у приближавању захтева из Директива Европске уније, Општеприхваћених рачуноводствених принципа (GAAP) и Међународних рачуноводствених стандарда / Међународних стандарда финансијског извештавања.

Узимајући у обзир чињеницу да савршена професионална регулатива не постоји и да није могуће развити правила која би била применљива у свим околностима и у свим правним лицима, креатори регулативе доносе нове и врше измене и допуне постојећих стандарда, како би успоставили решења обезбеђују потребне претпоставке за поуздано корпоративно извештавање. Рачуноводствене директиве Европске уније су међане и допуњаване одговарајућим амандманима, што је случај и са директивом Савета Европске уније, која се бави уређењем састављања појединачних финансијских извештаја одређених правних форми привредних друштава, познатијом као Четврта директива. Увођење иновативности које се односе на ревизију финансијских извештаја и услове за стицање ревизорских звања, довело је 2006. године до усвајања нове Осме директиве у Европском парламенту и Савету. Једно од најважнијих питања која се директивом дефинишу је и обавеза земаља чланица ЕУ да успоставе ефикасан систем јавног надзора над ревизорском професијом (*Нацрт националне стратегије за унапређење квалитета корпоративног финансијског извештавања и ревизије*, 2011, 9). Иновирани прописи наглашавају значај концепта квалитета финансијских извештаја, али и релевантност независности лица која састављају извештаје или врше њихову верификацију, колективне одговорности чланова административних, управљачких и надзорних тела за компанијске финансијске извештаје, као и организовања делотворног система јавног надзора ревизора и ревизорских предузећа (Стевановић,

Финансијско-извештајна одговорност у контексту ЕУ, међународног и новог домаћег регулаторног оквира, 2011, 227).

Укључивањем међународних стандарда у домаће законодавство и националну рачуноводствену праксу настоји се обезбедити усклађивање система рачуноводства са међународним достигнућима у тој области, чиме се истовремено превазилазе значајни проблеми везани за креирање регулативе, њено званично тумачење и упоредивост корпоративног извештавања. Приликом предлагања домаћих закона и других прописа треба водити рачуна о усаглашености са одредбама рачуноводствених директива Европске уније у вези са питањима која оне регулишу (Национална стратегија Србије за приступање ЕУ, 2005, 148). Разлоге усклађивања националних прописа са одредбама директива и стандарда треба тражити, како у активностима којима земља тежи у будућности, тако и у садашњим и прошлим искуствима са чланицама Европске уније. Територијална и економска везаност Србије за тржиште Европске уније, као и стратешки циљ приступања Европској унији, фактори су који домаће законодавство и праксу обавезују на испуњење захтева директива. Уколико се узме у обзир чињеница да су рачуноводствене директиве Европске уније "сачињене уз свестрану помоћ истакнутих аутора из области рачуноводства и финансијског извештавања, као и респектовањем развијених принципа и праксе у земљама са дугом традицијом из овог подручја" (Ранковић, *Теорија биланса*, 2009, 485), потреба и значај усаглашавања домаћег рачуноводственог законодавства са захтевима директива додатно се истичу.

Квалитет законске регулативе процењује се, између осталог, на основу степена усаглашености прописа којима су обухваћена питања извештавања и стабилности регулативе (Малинић, *Савремени изазови интегралног истраживања квалитета финансијских извештаја*, 2009, 149). Међутим, у циљу унапређења квалитета финансијског извештавања и враћања поверења у веродостојност финансијских информација, од изузетне важности је идентификовање слабости и недоречености у актуелним законским решењима и уважавање критика упућених од стране рачуноводствене академске и стручне јавности. Различите основе извештавања, нејасна подела надлежности, непостојање ефикасне контроле над применом регулативе и примери вођења пословних књига и састављања финансијских извештаја од стране лица која не поседују адекватну професионалну оспособљеност, нарушавају поузданост презентованих извештаја и указују

на потребу за ревидирањем закона. Пошто је непоуздана информација носилац високог ризика и подлога за доношење погрешних економских одлука, са далекосежним импликацијама по друштво у целини, од изузетне је важности доношење законске регулативе која ће бити темељ квалитетних извештаја и квалитетног пословног одлучивања.

Квалитет примене регулативе. Квалитетна регулатива је предуслов за квалитетно финансијско извештавање. Земље које су препознали позитивне ефекте хармонизације кроз имплементацију јединствених стандарда, заговарају даље активности у правцу ублажавања или елиминисања разлика у рачуноводственим праксама појединих земаља. Истовремено, евидентни су и ставови да су међународни стандарди једноставно решење за комплексне проблеме и специфичне ситуације са којима се предузећа суочавају у свакодневном пословању. Скептицизам у флексибилност стандарда и допуштене рачуноводствене опције и процене, неусаглашеност пореских прописа у различитим земљама, неслагање са захтевима одређених стандарда, инсистирање на националним стандардима, само су неки од разлога који се могу сматрати кључним препрекама за примену професионалне регулативе. Отпор примени глобалних рачуноводствених стандарда често се правда настојањем да се сачува национални идентитет једне земље. Ако се овоме дода и чињеница да је у појединим земљама присутан недостатак јаким професионалних рачуноводствених асоцијација које би на себе преузеле задатак праћења примене међународне регулативе и процеса едукације или уколико такве асоцијације немају висок кредибилитет у држави, извесно је да ће пре или касније доћи до нарушавања квалитета финансијског извештавања.

Континуирана едукација професионалних рачуновођа. Од лица непосредно укључених у књиговодствено евидентирање пословних трансакција и припрему, састављање, презентовање и ревизију финансијских извештаја, очекује се да квалитетно одговоре на захтеве садржане у законској, професионалној и интерној рачуноводственој регулативи. С обзиром на то да су професионалне рачуновође један од носилаца квалитета финансијског извештавања и да имају битну улогу у фер презентацији пословања предузећа и независној верификацији годишњег финансијско-извештајног сета, од изузетне важности је њихова стручност и спремност на пер-

манентно стицање нових знања и вештина. Побољшање професионалне оспособљености лица која су директно повезана са рачуноводственим обухватањем економских активности и истовремено одговорна пред власницима и законом за обелодањене финансијске извештаје, не би требало да буде краткорочног карактера. Континуираном едукацијом, као трајним процесом усавршавања и образовања рачуновођа, обезбеђује се промовисање рачуноводствене професије као независне дисциплине и повећање поверења јавности у рад рачуноводствених и финансијских стручњака.

Одговорност рачуноводствене професије у смислу поштеног приказивања стања и успеха предузећа намеће потребу за професионалним, компетентним менаџерима спремним да своје способности, теоријска и практична знања константно надограђују.

Међународна федерација рачуновођа развија међународне стандарде едукације који се односе на стално професионално усавршавање чланова рачуноводствене професије (уз нагласак да се оно односи на личне и професионалне вештине које рачуновођа у моменту стицања звања професионалног рачуновође поседује, као и професионалне и етичке вредности које се стиичу током програма едукације и стицања практичних искустава). Непостојање квалитетне континуиране професионалне едукације и занемаривање Међународних стандарда едукације, које развија Међународна федерација рачуновођа, воде неквалитетном финансијском извештавању. Професионално образовање рачуновођа је потребно хармонизовати са решењима у земљама напредних професионалних асоцијација рачуновођа и нарочито са IFAC-овим стандардима едукације. Укључивање глобалних стандарда едукације у домаћу законску регулативу, чиме би се отклониле слабости постојећих законских решења, постаје неминовност уколико се жели обезбедити поуздано извештавање и висок кредибилитет рачуноводствених информација. Примена Међународних стандарда едукације, заједно са националним Рачуноводственим образовним стандардом РОС 31 - *Професионално образовање рачуновођа*¹ доприноси одржавању професионалних компетенција чланова, што је предуслов за углед и висок кредибилитет рачуноводствене професије.

1) Овај стандард донео је Савез рачуновођа и ревизора Србије, која је активни члан Међународне федерације рачуновођа и ревизора.

2. Детерминанте квалитета финансијског извештавања као механизми заштите процеса корпоративног управљања

Модерне корпоративне системе карактерише корпоративно управљање као процес у коме менаџмент професионално управља повереним капиталом у настојању да оствари унапред дефинисане пословне циљеве - ликвидност, профитабилност и солвентност. У основи корпоративног управљања је стратешко вођење предузећа, ефикасан мониторинг менаџмента од стране борда директора и истовремено одговорност одбора према власницима. Имајући у виду одвојеност власништва и управљања, власници компанија преносе моћ управљања и право одлучивања на одабране појединце који су компетентни и способни да расположиве нематеријалне, материјалне и финансијске ресурсе упосле на начин који обезбеђује успешно пословање, прираст богатства власника и добру позиционираниост у односу на конкуренцију. Од таквих појединаца очекује се да буду успешни планери и доносиоци одлука који за резултате спроведених активности непосредно одговарају власницима капитала.

Корпоративно управљање, као скуп односа између управе компаније, управног одбора, акционара и других заинтересованих страна, представља кључни елемент у побољшању економске ефикасности и раста, као и у повећању поверења инвеститора. Ефикасност корпоративног управљања зависи од односа између учесника у систему управљања, тако да институционални и појединачни акционари, повериоци, запослени и остали стејкхолдери имају важну улогу у систему управљања, било кроз директан утицај на активности компаније или својим доприносом резултатима предузећа. Поменути учесници у систему управљања уједно су и учесници у процесу финансијског извештавања. Сваки од учесника има јасно дефинисану улогу у процесу извештавања, при чему је одговорност (Малинић, *Кредитбилитет рачуноводствене професије као фактор развоја тржишта*, 2010, 19) за квалитет финансијског извештавања подељена углавном између креатора регулативе, регулатора на тржишту капитала, менаџмента, рачуновођа и ревизора.

Ниво квалитета корпоративног управљања не условљава директно квалитет финансијског извештавања, али експлицитна веза постоји. Лоша пракса корпоративног управљања и пословни неуспеси често су повезани са пропустима у процесу финансијског извештавања и објављивањем финансијских информација. Доказ су

бројне финансијске преваре настале у протеклој деценији. Наиме, финансијски сломови високопрофитних компанија, забележени у рачуноводственој пракси последњих година, последица су комбинованог ефекта пропуста при управљању и извештавању. То утиче на опадање поверења инвеститора и других интересних група у веродостојност финансијских информација.

Одбор директора. Унапређење квалитета корпоративног управљања постаје неминовност у савременом друштву, при чему се нарочито истичу напори које улажу регулаторне институције. Правила која се односе на независност и величину одбора директора, независност комитета за ревизију и улоге директора могу унапредити квалитет корпоративног управљања, а самим тим и квалитет финансијског извештавања. Ефикасно корпоративно управљање подразумева систем одлучивања који на свим нивоима корпорације раздваја менаџмент и контролу над важним одлукама. Одбор директора има задатак да обезбеди корпоративно управљање које нуди одговоре на кључна питања везана за изградњу и одржавање ефективног процеса доношења и спровођења одлука, између осталог избор првих особа, у смислу њихових способности и вредности. Према домаћем законодавству, одбор директора је значајан инструмент независне контроле менаџмента предузећа. У оквиру дефинисаних надлежности и одговорности, одбор директора врши унутрашњи надзор над пословањем друштва (*Закон о привредним друштвима*, чл. 398). Компетентност чланова одбора директора релевантан је фактор за исправно уређење односа у корпоративној управљачкој структури. У том циљу често је потребно извршити промену структуре одбора, како би у одбору значајну улогу имали независни чланови. Само одбор директора који контролише извршне директоре штити интересе власника капитала. Одбор који је под утицајем извршних директора, директор који је у исто време и председник одбора, неадекватан број чланова одбора, неки су од узрока нарушавања квалитета корпоративног управљања. Већи број чланова одбора отежава комуникацију, а процес одлучивања чини успоренијим и мање ефикасним.

Комитет за ревизију. Одбор директора, између осталог, треба да преузме одговорност за постављање и ефикасно функционисање Комитета за ревизију и система интерне контроле. Комитет за ревизију као надзорно тело "именовано од стране управног одбора компаније у циљу надгледања рачуноводственог процеса, процеса финансијског извештавања и ревизије финансијских извештаја" (Петковић, *Форензичка ревизија*)

зија – криминалне радње у финансијским извештајима, 2010, 60), важна је детерминанта квалитета финансијског извештавања. Комитет за ревизију мора да ужива суштинску независност у односу на менаџмент предузећа, како би без притиска испунио задатке који се односе на надгледање процеса финансијског извештавања, надзор у одабиру рачуноводствених политика, праћење интерних контрола и именовање и надгледање рада независних ревизора. Поред претходно поменутих задатака, комитет за ревизију има за задатак контактирање са екстерним ревизорима и разматрање неспоразума који се могу јавити између екстерних ревизора и менаџера у току ревизорског процеса, при чему би требало да се састане бар једном годишње, без присуства инсајдера (Тодоровић, *Пословно и финансијско реструктурирање предузећа*, 2010, 40). Према америчком закону (Sarbanes-Oxley Act-SOA), који је донет након бројних финансијских скандала у САД, инициране су значајне реформе које се тичу рада Комитета за ревизију и његове комуникације са екстерним ревизорима. Неке од новина су да се извештај о ревизији директно доставља Комитету за ревизију, а не менаџменту, чиме се посебно истиче чињеница да ревизори за свој рад одговарају акционарима, а не менаџменту компаније. Комитет је, према одредбама овог закона, између осталог, одговоран за именовање, накнаду за услуге и надзор над радом ревизора (Милојевић, *Ревизија финансијских извештаја*, 2006, 499).

Систем интерне контроле. Поуздан систем интерне контроле ствара додатно поверење поверилаца у поузданост информација које презентује менаџмент предузећа. Код предузећа са ефикасним системом интерне контроле постоји мања вероватноћа настанка материјално значајних грешака и проневера и већа могућност њиховог откривања, уколико настану. Као одговор на питање да ли и у којој мери систем интерне контроле може утицати на откривање проневера насталих у предузећу, могу се навести резултати истраживања које је спровео KPMG на узорку од 5.000 америчких предузећа. Истраживања су показала да је проценат открића проневера уз помоћ интерне контроле 51%, док је независном ревизијом откривено свега 4% (Алексић, *Квалитет финансијског извештавања према међународној професионалној регулативе*, 2004, 173). Према студији исте организације, “најчешћи разлози проневера су слаба интерна контрола (59%) и кршење интерне контроле (36%)” (Прга, *Неки аспекти управљања банковним кризама*, 2002, 500). Не треба занемарити чињеницу да се међу извршиоцима проневера налазе менаџери

на разним хијерархијским нивоима, којима висок статус у предузећу олакшава да заобиђу интерне контроле. Менаџмент предузећа је одговоран за увођење, одржавање и функционисање система интерне контроле, а састављање и презентовање извештаја о недостацима у креирању и функционисању интерне контроле у предузећу постају обавеза дефинисана законском регулативом. Амерички Sarbanes-Oxley закон садржи одредбе које се односе на регулацију система интерне контроле, што указује на чињеницу да су банкротирани компаније, између осталог, имале проблем са неефикасношћу интерне контроле.

Екстерна ревизија. Велики број финансијско-извештајних скандала настао је под притиском менаџмента или заједничким деловањем менаџмента и неког од екстерних стејкхолдера компаније. Корисницима финансијских извештаја је познато да постоји могућност да менаџмент презентује информације у складу са сопственим интересима, који су често у сукобу са интересима осталих стејкхолдера. Зато је власницима капитала и осталим интересним групама потребно објективно мишљење о истинитости финансијских извештаја. Провера квалитета информација садржаних у финансијским извештајима предузећа поверава се екстерним ревизорима. Како екстерни ревизори не припадају ниједној од интересних група предузећа, изражавањем експертског мишљења пружају тзв. разуман степен уверавања у потпуност и поузданост финансијских извештаја ревидираног предузећа. Растући број финансијских сломова и нестанка са пословне сцене моћних компанија, иза којих се у највећем броју случајева налазе креативне рачуноводствене технике и различити облици преварних радњи, довели су до развијања услуга тзв. форензичке ревизије као “нове специјализоване услуге ревизора са посебном обуком и искуством у спречавању криминалних радњи” (Петковић, *Форензичка ревизија – криминалне радње у финансијским извештајима*, 2010, 183) која још није значајније уређена професионалном регулативом.

Потреба за непристрасном провером поузданости финансијских извештаја, али и обавеза ревизије значајног броја предузећа, наметнута законском и професионалном регулативом, истичу улогу екстерне ревизије у побољшању квалитета финансијских извештаја. Чињеница да постоје компетентни, објективни и независни експерти чији је циљ “да изразе мишљење да ли су финансијски извештаји, у вези са свим битним питањима, састављени у складу са утврђеним оквиром за финансијско извештавање” (Међуна-

родни стандарди и саопштења ревизије, уверавања и етике, 2004, 179) и могућност да ревизори открију ненамерне и намерне грешке, утиче индиректно на смањење вероватноће генерисања и презентовања неистинитих информација. Ревизија повећава кредибилитет финансијских извештаја, а пракса да извештај ревизора чини део система финансијског извештавања додатно ствара поверење у рад ревизора и квалитет извештавања, као и обавезност "смењивања овлашћених ревизора задужених за ревизију клијента након пет година" (*Stickney* и други, *Financial Reporting, Financial Statement Analysis and Valuation*, 2007, 30). Провере и испитивања спроведена у току ревизорског ангажмана од стране независних ревизора и резултати објављени у оквиру извештаја ревизора, употпуњују информације о предузећу, радећи на квантитету и квалитету информација за доносиоце одлука.

Техничка и етичка стандардизација и законска регулација поступака ревизије и компетентности и понашања ревизора, имају за циљ обезбеђење одређеног нивоа квалитета услуга од јавног интереса, што појачава кредибилитет информација из финансијских извештаја који су предмет ревизије. Контрола квалитета ревизорских услуга, односно контрола рада предузећа за ревизију и њихових запослених и адекватно поштовање законске регулативе, стандарда ревизије, етичких кодекса, стандарда контроле квалитета и образовних стандарда, има за циљ подизање степена поверења у поузданост ревидираних извештаја. Унапређење екстерне ревизије, поред увођења механизма јавног надзора ревизије, обезбеђења независности, објективности и интегритета ревизора, отклањања сукоба интереса, подразумева континуирану конвергенцију стандарда ревизије, усавршавање стандарда ревизије, унапређење комуникације интерних и екстерних ревизора и нетолерантност према учесницима у финансијским преварама (*Малинић, Кредибилитет рачуноводствене професије као фактор развоја тржишта*, 2010, 19).

Квалитетна ревизија подразумева велика улагања и не кратко време посвећено обављању ревизијских поступака. Нерационално и непотребно је вршити апсолутну верификацију извештаја, али обим и квалитет провера се врши у мери која омогућава изражавање мишљење о томе да ли финансијски извештаји истинито и објективно, по свим материјално значајним питањима, приказују финансијско стање, пословни резултат и токове готовине. У конкурентном окружењу у Србији са релативно малим бројем овлашћених ревизора и регистрованих предузећа за ревизију, борба за добијање нових или задржавање постојећих ревизорских ангажман

на, често уз помоћ нереално ниских цена услуга, утиче на квалитет ревизије и понекад обављање ревизије без одласка на терен. Према подацима Министарства финансија и привреде, регистровано је 60 предузећа за ревизију (www.mfr.gov.rs). Овлашћених ревизора са лиценцом за обављање послова ревизије има 199, али не треба превидети чињеницу да је међу овлашћеним ревизорима број оних који се активно баве ревизијом мањи од броја оних који на то имају право. Не може се поуздано рећи који је број овлашћених ревизора потребан за обвезнике ревизије и остале клијенте ревизорских фирми у Србији, али је свакако недовољно за квалитетну ревизију сваког правног лица које ангажује ревизоре. "Несразмерно мали број професионално квалификованих ревизора у односу на број обвезника ревизије, озбиљни пропусти на пољу професионалне едукације ревизора и непостојање контроле квалитета ревизорске праксе" (*Малинић, Финансијско извештавање као детерминанта квалитета корпоративног управљања*, 2008, 346) кључни су проблеми који доводе у питање квалитет ревизорске професије у Србији, а уз то и квалитет система финансијског извештавања који верификују екстерни ревизори.

Етички кодекси. Поштовање добре праксе корпоративног управљања, која између осталог подразумева и етички начин понашања менаџмента, може довести до повећања поверења инвеститора, смањења трошка капитала, стабилнијих извора финансирања и побољшања у функционисању финансијског тржишта (*OECD - Принципи корпоративног управљања*, 2004, 9). Континуираним унапређењем и промовисањем етичког начина понашања настоје се избећи активности учесника у процесу финансијског извештавања које могу утицати на квалитет финансијских извештаја и обмањивање корисника извештаја. Етички кодекси којима се дефинишу смернице за етички исправно понашање у дугорочном су интересу компаније као инструмент којим она добија кредибилитет и поверење у активностима које спроводи. Кодекс који се поштује у целој компанији служи као стандард понашања и одбора директора и кључних руководилаца и чини оквир за доношење судова за поступање са разним и често сукобљеним групама. Одбор игра кључну улогу у давању етичког обележја компаније, не само властитим деловањем, већ и постављањем и контролом кључних руководилаца, а тиме и руководства уопште (*OECD - Принципи корпоративног управљања*, 2004, 52). Професионална одговорност менаџера предузећа према власницима капитала обавезује их на поштовање етичких кодекса. Општи оквир моралног понашања превазилази границе поштовања законских норми.

Промовисање етике у рачуноводству спроводи се у циљу стварања неопходних предуслова за поузданост и објективност информација у објављеним финансијским извештајима. Етички стандарди имају за циљ да смање информационе ризике и допринесу квалитетном пословном одлучивању. IFAC-ов кодекс професионалне етике рачуновођа треба да служи као модел на коме се заснивају националне етичке смернице за професионалне рачуновође. Професионалне рачуновође имају незаменљиву улогу у састављању финансијских извештаја.

Захваљујући постојању, а нарочито поштовању принципа назначених у Кодексу, корисници финансијских извештаја стичу поверење у професионалност, квалитет рачуноводствених услуга и квалитет информација које пружају. Недовољно развијена рачуноводствена професија, у смислу неефикасне или непостојеће контроле примене регулативе и кодекса, ствара услове за нарушавање објективности и интегритета рачуновођа и ревизора, а тиме и нарушавање поузданости финансијских извештаја. Професионална одговорност рачуновођа и ревизора према јавности обавезује их на поштовање етичких кодекса. Професионалне рачуноводствене институције, попут Међународне федерације рачуновођа, обавезују чланове професије на примену етичких кодекса, јер се од рачуновођа очекује виши стандард понашања од оног прописаног законом. Без високих моралних вредности нема угледа професије, а ни квалитета рачуноводствених информација које се генеришу и верификују.

Закључак

Унапређење система финансијског извештавања подразумева повећање улоге регулаторних тела у процесу обликовања информационих захтева, одређивања финансијско-извештајне структуре, начина обелодањивања, али и ефикасан систем надзора над корпоративним извештавањем. Систем надзора који омогућава објективну верификацију да је финансијско извештавање на задовољавајуће високом нивоу и у складу са одговарајућом регулативом, има значајну улогу у спречавању могућих злоупотреба, повећању сигурности инвеститора и стварању услова за финансијску стабилност. Уколико узмемо у обзир чињеницу да ефикасан систем финансијског извештавања генерише истините и објективне информације о остварењима предузећа, пружа поуздану основу за доношење квалитетних пословних одлука, јача поверење инвеститора и осталих поверилаца, утиче на сма-

њење ризика инвестирања и ниже трошкове капитала, јасно је какве последице по тржиште капитала има неквалитетно и креативно финансијско извештавање.

Спровођењем активности у оквиру својих надлежности и одговорности уз неопходну пажњу, међународне, европске и националне институције континуирано раде на унапређењу квалитета финансијског извештавања. Интернационализација пословања подстиче интензивирању сарадњу ових институција како би се приближили ставови о одређеним питањима и обезбедили услови за усаглашавање система финансијског извештавања на глобалном нивоу. Развој и хармонизација професионалне рачуноводствене регулативе, унапређење квалитета и адекватна примена законске регулативе спадају у директну одговорност регулаторних и професионалних институција на глобалном и националном нивоу.

Исто тако, без адекватног регулисања контроле квалитета појединачних финансијских извештаја, пре свега извештаја учесника на регулисаном финансијском тржишту и ефикасног система јавног надзора над радом ревизорске професије, не може се говорити о ефикасном систему финансијског извештавања. Професионалне институције своју улогу у процесу унапређења и промовисања рачуноводствене професије треба да виде, између осталог, у квалитетној континуираној едукацији и усавршавању компетентног рачуноводственог и ревизорског кадра, како би квалитет услуга које њихови чланови врше био на високом нивоу.

Одбор директора и комитет за ревизију представљају значајне инструменте независне контроле менаџмента савремене компаније, а уједно и релевантне механизме заштите интереса власника капитала и процеса корпоративног управљања. Независност и компетентност чланова одбора и комитета у процесу спровођења задатака су неопходни како би ова тела вршила изградњу и одржавање ефективног процеса доношења и спровођења одлука. Очувањем интегритета менаџмента компаније уз помоћ ефикасног система интерне контроле, независне екстерне ревизије и континуираним унапређењем и промовисањем етичког начина понашања, како менаџмента, тако и рачуновођа и ревизора, настоје се избећи активности учесника у процесу финансијског извештавања, које могу утицати на квалитет финансијских извештаја и обмањивање корисника извештаја.

Литература

1. *Међународни стандарди и саопштења ревизије, уверавања и етике*, Савез рачуновођа и ревизора Србије, Београд, 2004.
2. Милојевић, Д. (2006) *Ревизија финансијских извештаја*, Факултет за трговину и банкарство, Београдска банкарска академија, Београд.
3. Петковић, А. (2010) *Форензичка ревизија – криминалне радње у финансијским извештајима*, Пролетер, Бечеј.
4. Ранковић, Ј. (2009) *Теорија биланса*, Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду.
5. Stickney, C., Brown, P., Wahlen, J. (2007) *Financial Reporting, Financial Statement Analysis and Valuation*, Thomson South –Western USA.
6. Тодоровић, М. (2010) *Пословно и финансијско реструктурирање предузећа*, Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду.
7. Малинић, Д. “Савремени изазови интегралног истраживања квалитета финансијских извештаја”, *Економика предузећа*, специјални број *Тајне биланса: менаџерски приступ*, Савез економиста Србије, Београд, 2009, стр. 138-155.
8. Прга, И. “Неки аспекти управљања банковним кризама”, *Економски преглед*, бр. 5-6, 2002, Загреб, стр. 495-506.
9. Стевановић, Н. “Финансијско-извештајна одговорност у контексту ЕУ, међународног и новог домаћег регулаторног оквира”, *Економика предузећа*, број 5-6, 2011, стр. 227-242.
10. Стојановић, Р. “Циљеви и квалитативне карактеристике финансијских извештаја у функцији унапређења квалитета финансијског извештавања”, *Рачуноводство* бр. 5-6, Савез рачуновођа и ревизора Србије, 2012, стр. 22-30.
11. Алексић, Б. “Квалитет финансијског извештавања према међународној професионалној регулативи”, XXXV симпозијум СРРС: *Изазови рачуноводствене професије у условима глобализације финансијског извештавања*, Савез рачуновођа и ревизора Србије, Београд, Златибор, 2004, стр. 170-182.
12. Малинић, Д. “Финансијско извештавање као детерминанта квалитета корпоративног управљања”, *Копаоник бизнис форум: Транзиција, достизање ЕУ и повезане теме*, Савез економиста Србије, Београд, Копаоник, 2008, стр. 327-350.
13. Малинић, Д. “Кредибилитет рачуноводствене професије као фактор развоја тржишта”, *Копаоник бизнис форум*, Савез економиста Србије, Београд, Копаоник, 2010, стр. 1-19.
14. Закон о Народној банци Србије, *Службени гласник РС*, бр. 72/2003, чл.4.
15. Закон о привредним друштвима, *Службени гласник РС*, бр. 36/2011 и 99/2011, чл. 398.
16. Закон о рачуноводству и ревизији, *Службени гласник РС*, бр. 46/2006 и 111/2009, чл. 38.
17. Закон о тржишту капитала, *Службени гласник РС*, бр.31/2011, чл. 262.
18. Национална стратегија Србије за приступање ЕУ, www.srbija.gov.rs (22.10.2012).
19. Нацрт националне стратегије за унапређење квалитета корпоративног финансијског извештавања и ревизије, www.mfp.gov.rs (15.10.2012).
20. ОЕСД *Принципи корпоративног управљања*, www.oecd.org (06.11.2012).
21. *Регистар издатих лиценци овлашћеним ревизорима за обављање послова ревизије финансијских извештаја*, www.kor.org.rs (05.11.2012).
22. *Регистар предузећа за ревизију*, www.mfp.gov.rs (05.11.2012).

др Благоје
НОВИЋЕВИЋ*

Мерење перформанси менаџмент процеса**

Резиме

Аутор у раду истражује и анализира менаџмент процесе и њихове водеће и вођене мере перформанси. Стицање и очување стејкхолдера; стварање тржишног модела; формирање пословног модела; израда бизнис плана и програма акције; усмеравање, вођење, анализе и прилагођавање пословних процеса; као и праћење пословних резултата, перформанси и извештавање о остварењима представља свеобухватан и интегрисан систем менаџмент процеса у пословном систему. Систем релевантних мера перформанси мора да обухвати све ове менаџмент процесе, у којима су оне подељене на вођене и водеће, али и успостављене односе између мера перформанси унутар сваког менаџмент процеса, који су по природи веома сложени. Таквој сложености доприносе и врло комплексни каузални односи између мера перформанси различитих менаџмент процеса.

Кључне речи: менаџмент процеси, резултат, мере перформанси, пословни процес, анализа, стејкхолдери.

1. Појам и врсте менаџмент процеса

Менаџмент процеси чине део укупних пословних процеса који укључују и оперативне процесе и процесе подршке. Поимање менаџмент процеса има своју генезу, а актуелно одређење полази од приступа управљању и обухватности, нивоа анализе појединих фактора пословне активности и степена уважавања стејкхолдера предузећа.

Традиционални приступ управљању перформансама предузећа по природи је био углавном интерно оријентисан на дефинисање и постављање циљева, прибављање ресурса и финансијско и менаџмент извештавање. Нешто но-

вије схватање и систематизовање менаџмент процеса ставља акценат на могућности континуираних истраживања и унапређења пословања, као и улогу менаџера и запослених у том процесу. Тако су настали планирање и буџетирање као инструмент управљања, поједини инструменти финансијског општег менаџмента су унапређени, а менаџери и запослени су подстицани за могућа унапређења пословних процеса. У том смислу систематизација тих менаџмент процеса изгледа овако:

- планирање,
- унапређење инструмената финансијског менаџмента и инструмената управљања буџетима,

*) Редовни професор Економског факултета Универзитета у Нишу

**) Рад сличне садржине објављен је у Зборнику радова са XVI Конгреса Савеза рачуновођа и ревизора Републике Српске под насловом "Мере перформанси изврности кључних менаџмент процеса"

- свеобухватна истраживања ефективнијег и ефикаснијег коришћења постројења и опреме, као и других средстава,
- подстицање менаџера и запослених да интензивније и боље идентификују могућа унапређења и друге начине постизања жељених пословних резултата и др.

Нешто шири концепт менаџмент процеса и даље остаје на интерној оријентацији и напред дефинисаним менаџмент процесима, али додатно повезује стратегијско планирање, финансијско буџетирање са оперативним планирањем и предвиђањем и обухвата:

- постављање циљева,
- стратешко планирање,
- финансијско буџетирање,
- оперативно планирање и предвиђање,
- финансијско и менаџмент извештавање.

Најшири концепт менаџмент процеса са интерном оријентацијом уз коришћење нужних екстерних информација обухвата, поред напред неведених, и одлучивање, организовање, мотивисање и комуницирање, као и учење и има следећи садржај:

- дефинисање и постављање циљева,
- предвиђање,
- планирање са одлучивањем,
- организовање, мотивисање и пренос инструкција и информација,
- учење.

Свакако да су овако детерминисане менаџмент процесе пратиле одређене мере перформанси интерне оријентације, које су чиниле основ управљања предузећем као пословним системом. Ови менаџмент процеси, који се могу назвати традиционалним, али не и преживелим, имају тзв. top-down оријентацију, која подразумева да управљачки тимови на свим нивоима, у складу са својим овлашћењима и одговорностима, преводе стратешке циљеве на факторе успешности, кључне показатеље перформанси и иницијативе за унапређења пословања предузећа, преко свих нивоа управљања.

Свеобухватно поимање менаџмент процеса за нову економију полази од уравнотежења интерне и екстерне оријентације менаџмента перформанси предузећа и даје равноправни третман екстерним менаџмент процесима, односно менаџмент процесима који се базирају на екстерним информацијама. Овај концепт обухватности менаџмент процеса има истовремено како традиционалну top-down тако и нову bottom-up оријентацију. Екстерне информације су везане

за стејкхолдере, тржишна истраживања и могућности изградње пословног модела. Сходно томе, укупан сет менаџмент процеса који теже да буду свеобухватни и извршени на изврстан начин чине (Б. Новићевић, 2012, стр. 77-96):

- стицање и очување свих стејкхолдера,
- стварање тржишног модела,
- формирање пословног модела,
- израда бизнис плана и програма акције,
- усмеравање, вођење, анализа и прилагођавање пословних процеса и
- праћење пословних резултата и перформанси и извештавање о остварењима.

2. Мерење перформанси процеса стицања и очувања стејкхолдера

У актуелној економији сви стејкхолдери предузећа су подједнако значајни. Уважавање захтева сваког стејкхолдера у корелацији са његовим доприносом предузећу постаје услов без кога нема ефикасног одвијања укупних менаџмент процеса. Тако, запослени доприносе предузећу својим радом, акционари обезбеђују капитал, добављачи и партнери обезбеђују ресурсе и дизајн производње и продаје производа, купци обезбеђују тражњу, друштво обезбеђује институционалну инфраструктуру и регулативу за одвијање фер конкуренције. Сваки од ових стејкхолдера испоставља специфичне захтеве према предузећу. Складан однос између предузећа и његових стејкхолдера, односно вредности које они захтевају, услов је и претпоставка и оперативне и менаџмент извршености предузећа у новој економији. Наиме, доприноси и захтеви стејкхолдера основ су за разумевање процеса према којима је стратегија усмерена и одређивање потенцијала и способности потребних за реализацију те стратегије. Стећи и очувати стејкхолдере подразумева процес уградње њихових интереса у стратегије предузећа. Основни смисао овог менаџмент процеса је уважавање доприноса свих стејкхолдера у циљу усмеравања и вођења предузећа ка испуњењу њихових захтева. То није ни једноставно ни лако постићи имајући у виду да су стејкхолдери врло специфични, а њихови интереси потпуно различити и најчешће конфликтни, да њихови доприноси нису експлицитни и да њихови захтеви често нису јасни и прецизни.

У том смислу изврстан менаџмент морао би кроз процес стицања и очувања стејкхолдера да пружи одговор на следећа питања:

- ко су стејкхолдери предузећа, који су њихови захтеви, колики је степен конфликтности тих

захтева и како се ефектно управља тим конфликтима,

- колики је допринос сваког стејхолдера предузећу и могућности мерења и управљања тим доприносима,
- интензитет утицаја сваког стејхолдера на предузеће,
- које су и колико интензивне везе власника капитала и предузећа,
- да ли су идентификовани сви стејхолдери, односно да ли су идентификоване све тржишне шансе и др.

У складу са тим биће неопходно да се и извештавање, односно прикупљање, анализа и дистрибуција информација прилагоде или потпуно измене, како би предузеће пружало релевантне, поуздане и благовремене информације свим стејхолдерима, укључујући и информације о друштвеној одговорности и последицама по окружење.

Менаџмент процес стицања и очувања стејхолдера захтева идентификовање и праћење одређеног броја водећих и вођених мера перформанси према сваком стејхолдеру, базираних на њиховом доприносу предузећу и захтевима чије испуњење захтевају. При томе, водеће мере перформанси повезане су са доприносом купаца пословној активности предузећа, док су вођене мере перформанси повезане са захтевима самих стејхолдера.

Тако су се за инвеститоре, као до скоро кључне стејхолдере, издиференцирале водеће мере перформанси везане за њихов допринос предузећу кроз величину капитала, али и могућности додатних кредитних задужења по основу тог капитала. Те мере перформанси везане су за структуру капитала, која се мери односом сопственог капитала и дугорочних дугова и структуре укупних извора финансирања која се мери односом сопственог и позајмљеног капитала. Оптимизација структуре капитала и структуре извора финансирања води ка остваривању захтева које инвеститори као власници капитала постављају према предузећу и његовом менаџменту, а то је увећање његовог богатства кроз повећање сопственог капитала на основу пословања, затим зараде по акцији и садашње вредности капитала. То би биле тзв. вођене мере перформанси за инвеститоре.

Обим задовољених потреба купаца, кроз испоруку производа и услуга, односно величина тржишног учешћа биле би водеће мере перформанси, као и мере доприноса купаца пословном успеху предузећа. Купци, пак, са своје стране захтевају потпуно задовољење њихових захтева у

смислу функционалности, квалитета и брзине испоруке, што су основне вођене мере перформанси купаца (Б. Новићевић, Љ. Антић, 2009).

Атрактивност посла за запослене је основ за реализацију њиховог доприноса предузећу и узрок њиховог задовољства и разлог њиховог задржавања у предузећу, као захтев који запослени испоставља према предузећу. Мера атрактивности посла је водећа мера, а мера задовољства запослених је резултат те атрактивности.

Предузеће мора бити заинтересовано за профитабилност добављача као стејхолдера, поготово ако има намере да их укључи у ланац снабдевања и дели трошкове администрације и логистике. Из тих процеса треба да проистекне квалитетан допринос добављача успешности предузећа кроз квалитет и време испоруке инпута као водећа мера перформанси, али то мора бити праћено вођеним мерама перформанси које захтева добављач, у смислу благовременог измиривања обавеза према добављачу као самосталном пословном субјекту, односно испостављања потребне документације и благовременог измиривања обавеза, када се добављач налази у ланцу снабдевања (Б. Новићевић, Љ. Антић, 2009)

Регулатори, друштво и остало као стејхолдери треба да створе институционалну инфраструктуру као основ и услов обављања пословне активности предузећа. То је истовремено допринос ових стејхолдера његовом пословању који детерминише вођене мере перформанси у виду одређених индекса усклађености, одрживости или вредности бренда. Колико је тај допринос ових стејхолдера уважен и поштован утврдиће се на основу процеса ревизије, утврђеног индекса одрживости и додатне вредности, као резултирајуће или вођене мере перформанси.

3. Мерење перформанси менаџмент процеса стварања тржишног модела

Након истражених захтева стејхолдера и утврђивања њиховог доприноса предузећу следи истраживање могућности инвестирања и могуће тржишне динамике. То је заправо први корак, али не и кључно питање у формулисању стратегије, вредновању стратегијских алтернатива и одређивању одговарајућих циљева за конкретну изабрану алтернативу. У овој фази предузећа заправо прикупљају информације о постојећим и могућим новим производима, актуелној и потенцијалној конкуренцији за постојеће и могуће нове производе, понашању купаца, променама у понашању и динамици тих проме-

на, речју прикупљају информације о брзини промена у пословању и динамици тих промена. На основу таквих информација предвиђају се будући трендови за период од 3 до 5 година. Извори ових информација су екстерне природе и одвојени су од интерних информација о ресурсима и активностима. На менаџменту је да их кроз процес истраживања ради инвестирања доведе у директну везу. „Екстерне информације се налазе код тржишне и конкурентске интелигенције“, док су интерне информације у рукама „бизнис интелигенције“ са интерним анализама, портфолијом производа и услуга, перформанса купаца, пословних сегмената, канала дистрибуције и сл. Задатак менаџмента је да кроз овај процес споји „конкурентску“ и „бизнис“ интелигенцију. (www.ogc.com/emp).

Менаџмент процес истраживати ради инвестирања има за циљ да идентификује, вреднује и оствари најатративније тржишне шансе за улагања. У том процесу врше се анализа тржишта, benchmarking анализа, анализа конкуренције и анализа сценарија. Смисао овог процеса је у идентификовању стратешких алтернатива које дају најбоље ефекте по критеријумима мера ефективности инвестиционих улагања, уз уважавање различитих приступа постојећим тржиштима, тржиштима у која се улази, односно тржиштима која нестају.

Извршавајући овај процес, изврстан менаџмент треба да постигне следеће:

- идентификује конкуренцију за стратешки период,
- процени ефективност потенцијалне инвестиције,
- одреди вероватноћу успеха односно неуспеха потенцијалне инвестиције,
- разуме приходе, трошкове и резултате по значајнијим производима, групама производа, производним линијама, производним програмима, значајнијим купцима, тржишним сегментима, тржишним територијама, каналима дистрибуције и сл.
- идентификује синергетске ефекте ланца вредности, односно ланца снабдевања и др.

Стварање тржишног модела на бази истраживања могућности инвестирања подразумева упоређење сопствених перформанси са перформансама кључних конкурената, по принципима бенчмаркинга и континуираног истраживања и праћења тржишних алтернатива, ради доношења одлука о инвестирању због уласка на нова тржишта или обустављању пословања на постојећим тржиштима, уколико захтеви стејкхолдера то налажу. Кључне мере перформанси за овај ме-

наџмент процес прате пет Портерових фактора конкуренције за обликовање пословне стратегије: конкуренција, преговарачка моћ добављача, преговарачка моћ купаца, претње од супститута и претње од нових партнера (Портер, 2008).

У овом контексту однос водећих и вођених мера перформанси треба тражити у узрочно последицим односима ових мера везаних за поједине Портерове факторе конкуренције.

Тако мере перформанси конкуренције са којом се предузеће суочава треба идентификовати у расту тржишта, тржишним капацитетима, економији варијетета, сталности маркетинг улагања и сл. Мере перформанси наведених варијабли су водеће, а треба да резултирају већом профитабилношћу, већом тржишном ценом акције и већим рацио победа и пораза на тржишту конкуренције, као вођеним мерама перформанси.

Преговарачка моћ добављача полази од односа продајне цене и цене коштања, могућности подела трошкова са купцем и дисперзије и диференцијације добављача. Ово су водеће мере перформанси, док су вођене мере перформанси уговорени дисконти продајне цене које су упоредиве са конкуренцијом на тржишту набавке.

Преговарачка снага купаца мери се обимом куповине, могућностима поделе трошкова и нивоом осетљивости цена, као водећим мерама перформанси купаца. На те мере перформанси ослањају се висина уговореног дисконта и очекивана или остварена новчана вредност појединих група купаца, као вођене мере перформанси.

Претње од нових партнера мере се процентом заштићених патената, вредношћу марке и индексом редукације трошкова као водећим мерама перформанси, док су вођене мере рацио победа и пораза на тржишту, приходи од нових производа и сл.

Осетљивост купаца на супституте и релативан однос цена производа и супститута су водеће мере перформанси претњи од супститута, док су вођене мере рацио победа и пораза у односу на супститут и раст тржишта супститута.

4. Мерење перформанси менаџмент процеса формирања пословног модела

Менаџмент процес формирања пословног модела одвија се кроз процес одлучивања. Он треба да креира дизајн пословне инфраструктуре и мреже пословних партнера који би био основ за креирање вредности за купце на најпрофитабилнији начин. Он укључује анализу сценарија ради одређивања производног портфолија,

аутсорсинг стратегије, пословних канала са партнерима, стратегије пословног спајања или/и одвајања и у том контексту одговарајуће финансијске стратегије.

Мере перформанси овог менаџмент процеса, како водеће тако и вођене, међусобно су испреплетане и уско повезане, тако да су вођене мере перформанси појединих перспектива из *Balanced scorecard*-а водеће мере перформанси за једну или више осталих перспектива. Тако су вођене мере перформанси или перформансе пословних резултата у финансијској перспективи за овај менаџмент процес у виду економске додатне вредности (EVA) и вредности за власнике капитала, готово у потпуности последица водећих мера перформанси из перспективе купаца, које су, као што смо нагласили, повезане са задовољством купаца, растом прихода и вредности бренда. Поред тога, оне су последица и водећих мера из перспективе интерних процеса везаних за сет мера перформанси продуктивности, пословне изврсности, кроз квалитет, трошкове и време, профитабилности купаца, микса канала дистрибуције било директних или индиректних, прихода од нових производа и сл.

Вођене мере перформанси из перспективе купаца, односно очекивани резултати из ове перспективе, у потпуности су одређени сетом мера перформанси из перспективе интерних процеса.

Очекивани резултати или вођене мере перформанси за перспективу интерних процеса релевантни за овај менаџмент процес у потпуности су условљени вођеним мерама перформанси релевантним за перспективу учења и раста, као што су вештине и компетенције, употреба најсавременијих информационих технологија и система и утицај иницијатива за унапређење пословних процеса. Креирани новац, постигнуто време и остварени квалитет, које су, како смо видели, за интерне пословне процес су водеће мере перформанси за перспективу учења и раста. Ове мере перформанси директно су условљене наведеним вођеним мерама перформанси за финансијску перспективу. Тако економски додатна вредност и вредност за власнике постају потенцијал за будуће задовољавање захтева постојећих и потенцијалних стејкхолдера, стварање новог или унапређење постојећег тржишног модела, формирање пословног модела и тако даље у нове пословне циклусе. Цео процес је, заправо, један зачарани пословни круг.

5. Мерење перформанси менаџмент процеса израде бизнис плана и програма акције

Ово је традиционални добро познати и за услове нове економије знатно унапређен менаџмент процес. Полазећи од формулисане стратегије и дефинисаних циљева израђују се бизнис планови. Након извршавања планова у краћим или дужим временским периодима врши се извештавање о остварењима и на тај начин усклађују циљеве и планови. Планирање и извршавање у новим условима се врше паралелно, а не у низу, што омогућава елиминисање непотребних активности планирања и активности извршавања. Планирање мора бити оперативно како би се ефикасније балансирао између тржишних потреба и захтева стејкхолдера и потенцијала интерних ресурса и активности предузећа. Оно, такође, мора бити континуирано и базирано на пословним активностима, јер је од есенцијалног значаја за укупан менаџмент перформанси. Наиме, свака промена у окружењу или интерним потенцијалима покреће потребу за новим предвиђањем и финансијским прогнозирањем. Пошто утврђивање и анализа одступања у условима нове економије нису базирани на буџетима, већ на бенчмаркинг принципима, они постају упоредиви са директним и индиректним конкурентима.

Програм акција је менаџмент процес повезивања и координације предузећа од нивоа топ менаџмента преко менаџмента пословних јединица и функција до нивоа извршних менаџера и даље до токова вредности, ради остваривања циљева. Кроз овај менаџмент процес врши се оптимизација капитала и ресурса и њихова алокација на елементе организационе структуре, ради извршавања стратегије на најбољи могући начин. У суштини овај процес води до повезивања стратегије и оперативних процеса, попуњавања геха између плана и оперативних ограничења, како би се предузеће одржало на планираном курсу.

Израда бизнис плана и програма акција као менаџмент процес треба да пружи знања о:

- повезаности стратегијских циљева са финансијским буџетима и оперативним плановима,
- остварљивости циљева у условима интерних ограничења предузећа и могућностима превазилажења ограничења,
- постојању система мотивисања и награђивања запослених за остваривање циљева предузећа,
- начину адаптирања планова и буџета променама на тржишту и пословном окружењу,
- начину анализирања узрока одступања и др.

Имајући у виду да бизнис план и план акције има за циљ оптимизацију капитала и ресурса кроз предузеће у циљу ефикасног извршења стратегије, а укључују предвиђање промена у пословању и могућности утицаја на промене на тржишту, што подразумева како вертикалну тако и хоризонталну повезаност, али и локалну оптимизацију, мере перформанси, како вођене тако и водеће, за овај менаџмент процес су врло специфичне. Тако су из перспективе вертикалног повезивања релевантне мере перформанси доприноса елемената организационе структуре остварењу циљева предузећа као целине као вођене, док су планиране ове мере одређене као вођене. Планиране мере перформанси кроз ланац вредности или/и снабдевања су водеће, а конкретна остварења ових мера одређују вођене мере перформанси. Локална оптимизација подразумева мерење стопе ефикасности коришћење укупних и појединачних ресурса, што треба да резултира њиховом високом тоталном и појединачном продуктивношћу (Buytendijk F. 2008).

6. Мерење перформанси менаџмент процеса усмеравања, вођења, анализа и прилагођавања пословних процеса

Праћење пословних процеса ради усмеравања, вођења, анализе и прилагођавања или анализа усклађености је менаџмент процес анализе девијација од циљева и других мера перформанси, ради предузимања превентивних или/и корективних акција. Основни смисао обављања овог процеса је откривање одступања остварења од плана, анализа узрока и трендова ових одступања и предузимање најбољих могућих превентивних или/и корективних акција. Мала или незнатна одступања и проблем у једном делу предузећа могу бити узрок значајних одступања и великих проблема у другом делу предузећа. Сходно томе, холистички приступ проблемима и управљању води нас у свестрану и интегрисану анализу проблема и одступања. Превентивне и корективне акције тако морају да буду свеобухватне са оперативне, финансијске и стратешке димензије. Таквим поступком перформансе се анализирају и коригују у ходу, предузеће постаје агилније и успешније у односу на конкуренцију.

Усмеравање, вођење, анализа и прилагођавање као менаџмент процес треба да пружи одговоре на следећа питања:

- колико добро предузеће разуме профитабилност значајнијих купаца, група купаца и тржишних сегмената, затим главних производа

и група производа, производних линија, производних програма, дивизиона, канала дистрибуције и сл.,

- како да ефикасно реагује на критична пословна упозорења,
- који су кључни фактори успеха и како се мери и управља перформансама,
- да ли су добро усклађене и конзистентне дефиниције водеће и вођене мере перформанси,
- да ли је систем мера перформанси предузећа интегрисан у јединствени модел и да ли је хомоген и др.

Суштину овог менаџмент процеса чине откривање и анализа девијантних појава и њихових тенденција, потом места и времена њиховог настанка и најзад, одређивање најбољег могућег одговора за њихово отклањање и превазилажење; најчешће се ради о оперативним мерама перформанси које означавају резултате или носе карактер вођених. Оне обезбеђују услове за постижање жељених резултата и перформанси појединих функција и организационих делова, које носе карактер водећих. Тако се у оквиру финансијске функције као резултат очекује остварење жељеног готовинског циклуса, а он ће се остварити само ако су биле ефикасне и благовремене испоруке купцима. Продаја ће остварити жељени приход само ако је ефикасно извршена конверзија ресурса у производе, благовремено извршена испорука производа и потраживања у готовину. У оквиру маркетинг функције очекује се формирање лидера, који се детерминише на основу ефикасности предузећа у целини. Најбоља дистрибуција производа постиже се кроз висок ниво квалитета услуга испоруке и најкраћег могућег времена испоруке у односу на конкуренцију. Ефикасност управљања људским ресурсима мери се кроз низак ниво одсуства запослених са посла и широке могућности напредовања запослених у послу, као вођене мере перформанси, које ће бити остварене само ако је посао атрактиван за запослене, као водећу меру перформанси. Информационе технологије треба да доведу до високих бизнис перформанси, као вођене и стопу сталног развоја, уз рационализацију трошкова, као водеће мере перформанси (An Oracle Thought Leadership White Paper, 2008).

7. Мерење перформанси менаџмент процеса праћења пословних резултата и перформанси и извештавање о остварењима

Прегледи и ажурирања су не само поглед на прошлост већ и учење о будућности. У том контексту праћење пословних резултата и перфор-

манси и извештавање о остварењима је менаџмент процес обезбеђења стратешких, финансијских и оперативних повратних информација о томе како би се најлакше схватило како је стратегија реализована и бизнис извршен. Овај процес подразумева прикупљање, обраду и дистрибуцију релевантних, благовремених и прецизних информација свих екстерним и интерним стејкхолдерима, ради обезбеђења увида у то како су њихова очекивања остварена. Извештавање обухвата сет управљачког извештавања, финансијског извештавања, ревидирања финансијских извештаја и специфично извештавање регулатора. Централизација и стандардизација извештавања о остварењима омогућава бржу дистрибуцију информација о остварењима до релевантних тимова у предузећу. Стандардизација подразумева адекватан избор мера перформанси у стратешкој, финансијској и оперативној димензији, као и релевантности информација за поједине димензије. Тако оперативни менаџмент тражи информације у реалном времену, информације о одступањима и њиховој анализи потребне су планерима пословања, а стратезима су потребне информације о остварењима циљева компарираним по разним тржиштима.

Кроз овај процес менаџмент треба да добије информациону подршку о оствареним перформансама пословних јединица, пословних функција, центара трошкова, дивизиона, купаца, добављача, канала дистрибуције и других аспеката пословања, ради оцене њихове усмерености на циљеве предузећа као целине, циљеве других организационих делова и утицаје унапређења пословања у појединим од ових организационих делова на перформансе других и предузећа као целине. Исто тако, кроз овај менаџмент процес треба да се подстичу корисници информација за симулације, утврђивање и визуелизацију инструмента за унапређења менаџмента перформанси. Такође, овај процес треба да доведе до боље комуникације и умрежавања радних тимова унутар предузећа, али и изван предузећа ако се оно налази у ланцу снабдевања. Употребом информационих и комуникационих технологија треба да запослене ослободи рутинских и некреативних послова. Екстерни стејкхолдери треба да добију релевантне, поуздане и благовремене финансијске и нефинансијске информације о испуњењу њихових захтева, укључујући ту и информације о заштити окружења и друштвеној одговорности, презентиране у релевантној форми, како би они донели одговарајуће одлуке. Квалитетне одлуке стејкхолдера мултипликоваће побољшања у пословању предузећа која ће по својој природи довести до бољег испуњења

њихових захтева и тако настаје зачарани круг пословног циклуса.

Овај менаџмент процес није статичан већ се мора мењати и усклађивати са променама у пословном окружењу и унутар предузећа. Другим речима, треба да буде стално унапређиван како би се обезбедила континуирана извршност менаџмента и одржао и повећао ниво поверења у финансијске извештаје на тржишту.

Мере перформанси како водеће тако и вођене су уопштене мере оперативне извршности и менаџмент извршност за целину предузећа. Пошто се оперативна извршност мери и анализира кроз трошкове, квалитет и брзину, а менаџмент извршност кроз памет, агилност и усклађеност, то су за овај менаџмент процес релевантне вођене мере перформанси које изражавају стопом приноса на укупна средства, инвестиције и сопствени капитал, као и стопом повраћаја за стејкхолдере. Уопштено посматрано ове мере перформанси резултирају из водећих мера перформанси које се могу идентификовати на нивоу предузећа као целине уз диференцирање на наведене елементе оперативне и менаџмент извршности. Тако ће трошкови као елемент оперативне извршности бити у функцији извршности менаџмента и трошкова које он изазива, који ће са своје стране зависити од нивоа или распона контроле. Квалитет као елемент оперативне извршности директно ће бити условљен могућом прецизношћу предвиђања и процентом имплементираних кључних фактора успеха. Исто тако, брзина испоруке директно је зависна од времена пословног циклуса и динамике извештавања условљене природом мера перформанси, као и продуктивности. Памет предузећа, као моћ тржишног вођења производа и технологија коришћењем расположивог и новооткривеног знања у оквиру датог бизниса и током његовог одвијања мери се утицајем на резултате и перформансе предузеће нових иницијатива, иновација и нових бизнис модела. Време реаговања на тржишне промене узрок је агилности предузећа, као способности напредовања, уз брзо прилагодњавање новонасталим условима и уз редукацију трошкова. Усклађеност, као свеобухватно усмеравање сопствене бизнис интелигенције на повезивање стратешких, финансијских и оперативних процеса, треба да резултира високим перформансама, које су назначене уз стејкхолдере (An Oracle Thought Leadership White Paper, 2008).

Закључак

Менаџмент процеси нису ни лако одредиви ни стандардизовани. Ово због тога што се јавља

ју у оквиру различитих пословних функција, а врло често се ад хоц формирају, рутински обављају и подржани су неадекватним информацијама, инструментима и техникама. Уз то, стратегије често нису добро формулисане, а нарочито нису адекватно имплементирани, што их чини тешко разумљивим.

Чини се, ипак, да се укупан и свеобухватан сет менаџмент процеса може препознати у следећем: стицање и очување стејкхолдера; стварање тржишног модела; формирање пословног модела; израда бизнис плана и плана акције; усмеравање, вођење, анализе и прилагођавање пословних процеса; и праћење резултата и перформанси и извештавање о остварењима предузећа.

Мерење перформанси је чин сукцесивног регистровања кретања пословних догађаја и процеса у једном предузећу. Сваком менаџмент процесу су иманентне одређене мере перформанси које су логично повезане у оквиру појединих менаџмент процеса и налазе се у директним или индиректним везама са перформансама других менаџмент процеса, тако да чине свеобухватан и интегрисан систем мера перформанси, где су улога и значај појединих мера перформанси специфична за свако предузеће. Мере перформанси у том систему су у узрочно последичним односима, при чему поједине, а понекад и све мере перформанси једног менаџмент процеса могу бити узрочне или последичне за један или више других менаџмент процеса. Последичне мере перформанси називају се вођеним мерама перформанси и појављују се као резултат дејства једне или више мера перформанси које се сматрају водећим мерама перформанси.

Стицање и очување стејкхолдера базира се на препознавању њиховог доприноса предузећу и њихових захтева од предузећа по основу тих доприноса. Доприноси и захтеви стејкхолдера су основ за разумевање пословних процеса према којима треба да буде усмерена стратегија и одређени потенцијали и способности за извршавање тих процеса. Сваки од кључних стејкхолдера има своје водеће и вођене мере перформанси.

Процес стварања тржишног модела је први корак, али не и кључно питање за формулисање стратегије, вредновања стратешких алтернатива и одређивање одговарајућих циљева. Менаџмент кроз овај процес спаја конкурентску и бизнис интелигенцију и сходно томе детерминише скуп водећих и вођених мера перформанси.

Формирање пословног модела је кључни менаџмент процес за формулисање стратегије предузећа и захтева избор најприкладнијег тржишта за искоришћавање доприноса и испуњење за-

хтева стејкхолдера. Мере перформанси у оквиру овог менаџмент процеса базиране су на Balanced scorecard методу мерења и покретања промена.

Израда бизнис плана и плана акција базира се на формулисању стратегији и изабраним циљевима и врши се упоредо са извршењем и представља основ за повезивање стратегије и оперативних процеса и попуњавање гепа између плана и оперативних ограничења и у том контексту поставља планиране мере перформанси као водеће, а остварене мере перформанси као вођене.

Праћење пословних операција ради усмеравања и вођења, као и анализа усклађености усмерена је на откривање одступања извршења од плана, анализу узрока и трендова ових одступања и предузимање превентивних и/или корективних акција. Континуитет овог процеса обезбеђује брже усклађивање, већу агилност и бољу успешност предузећа од конкуренције.

Реализација стратегије и бизнис извршења проверава се кроз снимање пословних резултата и перформанси и извештавање о остварењима. Кроз овај процес оцењује се фокусираност елемената организационе структуре предузећа на његове циљеве, као и утицај унапређења перформанси појединих елемената на перформансе других елемената организационе структуре и предузећа као целине, затим креира начин комуницирања и усмеравања радних тимова како унутар тако и изван предузећа и најзад дистрибуирају релевантне, поуздане и благовремене информације, како финансијске тако и нефинансијске природе екстерним стејкхолдерима на основу који они проверавају испуњеност њихових захтева од стране предузећа. У оквиру овог менаџмент процеса мере перформанси везују се за целину предузећа и концентришу око оперативне и менаџмент извршности, што ће рећи око квалитета, функционалности, брзине, продуктивности, памети, агилности и усклађености.

Литература

1. Borja de Mozata B., (2002), "Design and competitive edge: A model for design management excellence in European SMEs", *Design Management Journal*, vol.2, pp 88-103.
2. Buytendijk F., (2008), *Performance Leadership*, McGraw-Hill, New York.
3. Integrating Operation and Finance: A Two – Way Street, An Oracle Thought Leadership White Paper, August, 2008.

4. Jeffrey T., *Quality, Strategy, and Value Creation*, Course Syllabus&Tentative Content Outline, 2008.
5. Малинић С., (2005), *Управљачко рачуноводство и обрачун трошкова и учинака*, Економски факултет –CIDEF, Крагујевац.
6. *Management Excellence: How Tomorrow's Leaders Will Get Ahead*, An Oracle Thought Leadershipe White Paper, September, 2008.
7. Neely A., Chris A., Kennetly M., (2002), *Performance prism: The Scorecard for Measuring and Managing Stakeholder Relationships*, Financial Times/ Prentice Hall.
8. Новићевић Б., Антић Љ., (2009), *Управљачко рачуноводство*, Економски факултет, Ниш.
9. Новићевић Б., Антић Љ., Стевановић Т., (2006), *Управљање перформансама предузећа*, Економски факултет, Ниш. Стр. 46-55
10. Новићевић Б., (2012), "Мере перформанси изврности кључних менаџмент процеса", 16. конгрес Савеза рачуновођа И ревизора Републике Српске, *Значај рачуноводства, ревизије и финансија у процесу превладавања економске кризе*, Бања Врућица, стр. 77-96.
11. Peasley, S., (1999), Introduction to ERP: Overview of ERP Systems, Inter Audit: Resources for Internal Auditors, p. 24
12. Porter M.E., (2008), "The Five Competitive That Shape Strategy", *Harward Business Rewiew*, January, Boston.
13. www.oracle.com/emp

др Љубица
ГАЈИЋ*
др Љиљана
РАКИЋ**

Управљачко рачуноводство и финансијско извештавање код буџетских организација у области образовања

Резиме

Управљачко рачуноводство својим карактеристикама и извештајним методама поддржава екстерно и интерно финансијско извештавање образовних институција. Екстерни финансијски извештаји су усмерени на податке који су обавезни у овим извештајима, па је за њихову даљу разраду и аналитичка објашњења неопходно саставити пратеће интерно конципиране извештаје. Извештаји финансијског рачуноводства буџетских организација обезбеђују синтетизоване информације и глобални приступ подацима о пословању образовне установе – буџетског корисника. С друге стране, извештаји управљачког рачуноводства пружају детаљну слику и аналитички развијен преглед пословања образовних уснова, што омогућава сагледавање пословања с аспеката који нису заступљени у званичним финансијским извештајима. Примена управљачког рачуноводства у образовним установама уско је повезана са примењеном основом књиговодствене евиденције у буџетском рачуноводству. Ефекат примене управљачког рачуноводства посебно долази до изражаја у условима коришћења обрачунске основе буџетског рачуноводства (*accrual accounting*). У раду су, поред основних обележја подручја реализације буџетског рачуноводства, сагледане и савремене тенденције финансијског извештавања, основне карактеристике управљачког рачуноводства, као и могућности примене основних принципа и концепције управљачког рачуноводства у образовним установама – корисницима буџетских средстава, чији крајњи домет треба да буде повећање квалитета финансијског извештавања образовних уснова.

Кључне речи: управљачко рачуноводство, образовне установе, буџетско рачуноводство, екстерни финансијски извештаји, интерни финансијски извештаји.

Увод

Успешно управљање предузећем као и организацијом која се финансира из буџета у надлежности је менаџмента и подразумева ефективну и ефикасну реализацију постављених циљева. У

процесу пословно-финансијског одлучивања, систематског планирања и контроле, као и комуницирања са спољним светом, менаџмент је упућен на коришћење квалитетног информационог система у оквиру којег је најзначајнији рачуноводствени информациони систем. За потре-

*) Редовни професор Универзитета у Новом Саду, Економски факултет у Суботици.

**) Шеф рачуноводства у гимназији „Јован Јовановић Змај“ у Новом Саду.

бе менаџерског одлучивања, рачуноводствене информације уопште, а нарочито из подручја управљачког рачуноводства имају незаменљиву улогу. Употреба информација управљачког рачуноводства у свим деловима пословних активности одражава корисност управљачког рачуноводства током планирања, контроле и одлучивања. У том смислу менаџменту су, уз уважавање прошлости и полазећи од садашњости, потребне брзе симулације чији резултати не могу бити прецизни, али могу помоћи у бољем планирању будућности и доношењу ефикасних пословних одлука. Наиме, анализа финансијско-рачуноводственог извештавања о прошлости треба да омогући боље планирање и одлучивање у будућности.

Према томе, рачуноводствене информације као информације вредносног карактера непосредно су повезане са циљевима предузећа, па и са циљевима буџетских организација. Обезбеђују се процесирањем кроз два основна рачуноводствена подручја тј. кроз финансијско и управљачко рачуноводство. По том основу рачуноводство представља, мада не једини, основни извор информација за разноврсне информативне потребе екстерних и интерних корисника о показатељима пословања образовних установа као буџетских организација.

Извештавање буџетског рачуноводства за интерне потребе спада у домен управљачког рачуноводства (*managerial accounting*). Оно се раз-

вило због потребе за превазилажењем јаза између информационих потреба менаџмента и информационих могућности финансијског рачуноводства. Управљачко рачуноводство својом филозофијом и методологијом примене, методама и техникама финансијског извештавања обезбеђује основне смернице за доношење ефикасних пословних одлука, као и за сагледавање начина и квалитета остваривања делатности образовања. У том погледу неопходно је адекватно организационо поставити управљачко рачуноводство, како би се аналитичким извештајима обезбедила информативна основа за квалитетно интерно и екстерно финансијско извештавање у смислу анализе прошлости, уз уважавање специфичности пословања буџетских организација, као и одлучивање у будућности.

У раду је указано на основна обележја подручја реализације буџетског рачуноводства, на основне карактеристике управљачког рачуноводства, као и на могућности примене и ефекте примене концепта управљачког рачуноводства у образовним установама у Републици Србији.

1. Подручја реализације буџетског рачуноводства

Буџетско рачуноводство обухвата рачуноводствену теорију и праксу рачуноводственог обухватања пословних догађаја код корисника бу-

Слика бр. 1 – Систематизација рачуноводствених информација



Извор: Модификовано, према: Стевановић др Никола, Малинић др Дејан, др Владе Миљевић Управљачко рачуноводство, Економски факултет Београд, 2007, стр.26.

цетских средстава. По својој суштини и логици не разликује се од осталих видова рачуноводственог обухватања пословних догађаја, али се ипак одликује специфичностима, које проистичу из активности којима се буџетске организације баве. Рачуноводство, као јединствени рачуноводствени систем, па и рачуноводство буџетских организација, реализује се кроз два основна рачуноводствена подручја:

- 1) финансијско рачуноводство, и
- 2) управљачко рачуноводство.

Иако чине целину јединственог рачуноводственог система, финансијско и управљачко рачуноводство одликују извесне посебности. „Финансијско рачуноводство се бави евидентирањем насталих пословних догађаја за предузеће и установу као целину, проистеклих из пословних односа предузећа са спољним окружењем и пословних догађаја унутар предузећа, па по том основу има глобални и сумарни карактер“ (Гајић, *Управљачко рачуноводство*, 2007, 7). Супротно, управљачко рачуноводство аналитички прати активности интерног окружења и по том основу обезбеђује информације за потребе корисника интерног и екстерног карактера.

Потреба за сагледавањем два подручја реализације рачуноводства проистиче из чињенице да рачуноводствене информације као основни извор информација за различите потребе екстерних и интерних корисника о основним показатељима пословања како привредних субјеката, тако и буџетских организација, представљају продукт различитих активности, односно метода, процеса и поступака. Имајући у виду чињеницу да су информације бројне и разноврсне, то се на одговарајући начин систематизују. Њихова систематизација у односу на основне карактеристике илустрована је Сликаом бр.1.

Рачуноводствене информације су вредносног карактера и непосредно повезане са циљевима предузећа, па самим тим и са циљевима буџетских организација. При томе, треба имати у виду да је реалан живот сваког привредног субјекта, као и организација корисника буџетских средстава комбинација:

- чинилаца и ефеката процеса рада (трошкови и учинци, дакле елемената економичности, прихода и примања, расхода и издатака, као и резултата рада, према томе, елемената рентабилитета), и
- новчаних прилива, одлива и стања (као елемената ликвидности).

Наведени елементи су предмет свеобухватног рачуноводственог прикупљања, класификација и обухватања, те припремања, достављања

и интерпретације информација кроз различите облике и садржаје финансијских извештаја.

Финансијско рачуноводство буџетских организација сагледава финансијски положај и успех пословања кроз форму периодичног полагања рачуна о стању и успеху организације, усмерено ка директним корисницима буџетских средстава (Министарства) и осталим изворима финансирања различитих нивоа власти. При томе крајњи продукт финансијског рачуноводства у облику званичних финансијских извештаја обезбеђују информације историјског карактера, у смислу искоришћености буџетских и осталих средстава, намењених реализацији делатности која се финансира из буџета.

Управљачко рачуноводство, као друго основно подручје реализације буџетског рачуноводства, укључује:

- „коришћење, адаптацију и интерпретацију података финансијског рачуноводства за потребе информационе подршке менаџмента у обављању управљачких активности,

Табела бр. 1 – Основне разлике између финансијског и управљачког рачуноводства

Финансијско рачуноводство	Управљачко рачуноводство
прецизност информација	брзина
једнообразност	слободан избор
намена - екстерни корисници	намена – интерни корисници
нормативна рачуноводствена регулатива	није обавезно
време састављања прописано – једном годишње	време састављања по потреби – месечно или краћи период
објекат извештавања је целина пословања	објекат извештавања су организациони делови, пројекти и сл.
формализован садржај финансијских извештаја	неформалан садржај финансијских извештаја
заснива се обавезно на документационој основи и историјским догађајима	заснива се на подацима и извештајима финансијског рачуноводства и на проценама
заснива се на збирним подацима	заснива се на аналитичким подацима
информације омогућавају сагледавање остварених ефеката пословања, финансијског резултата, финансијског положаја итд.	Информације су у функцији планирања, доношења одлука и контроле пословања

Извор: Модификовано, према: Др Шапоња - Дмитровић Љиљана, др Ђерђи Петкович, др Дејан Јакшић: „Рачуноводство“, Економски факултет Суботица, 2009. стр.19.

- обрачун трошкова и учинака (обрачун трошкова са калкулацијом цена, погонски обрачун), што се може сматрати ембрионом из којег се управљачко рачуноводство развило,
- рачуноводствено планирање (буџетирање) и рачуноводствену контролу остварења планираних вредности, што је рачуноводствени информациони одговор потребама менаџмента у вези са активношћу систематске управљачке контроле,
- рачуноводствену анализу трошкова и користи у функцији доношења појединачних пословних одлука.“ (Стевановић, Малинић, *Управљачко рачуноводство*, 2010, 30).

Иако представљају целину рачуноводственог система, финансијско и управљачко рачуноводство одликују посебности и разлике, што се може представити на начин приказан у Табели 1.

Реализација кроз два подручја буџетског рачуноводства омогућава констатацију да су рачуноводствене информације осмишљене тако да задовољавају информативне потребе бројних корисника. Иако се међусобно разликују, финансијско и управљачко рачуноводство су, у сврху обезбеђења свобухватних рачуноводствених информација, повезани и надопуњују се, што илуструје приказ на Слици 2.

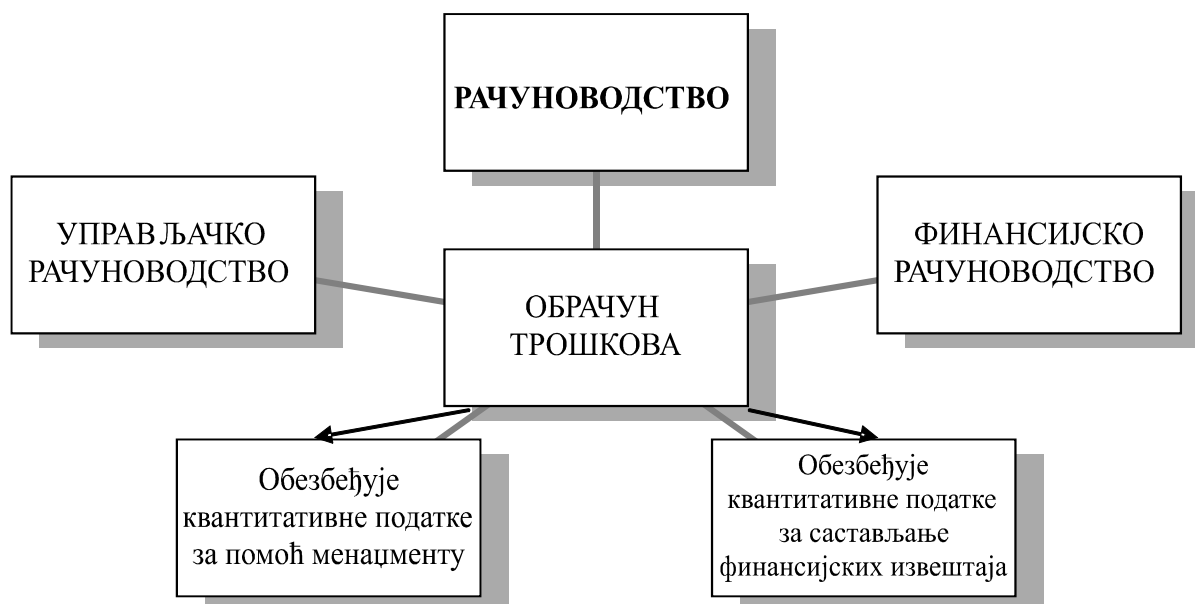
2. Савремене тенденције финансијског извештавања буџетског рачуноводства

Финансијско извештавање буџетског рачуноводства је уско повезано са циљевима пословања корисника буџетских средстава. Код при-

вредних субјеката је могуће јасно дефинисати опште и посебне циљеве пословања, као што су: дугорочно максимизовање добити, односно дугорочно максимизовање односа добити према ангажованим средствима и сопственом капиталу (дугорочна рентабилност пословања), раст предузећа, раст продаје, освајање одређених тржишта, раст стандарда запослених, очување друштвеног угледа предузећа.

Међутим, код корисника буџетских средстава циљеви деловања одређују се на другачијим основама. Извештавање код корисника буџетских средстава сагледава се кроз циљеве функционисања корисника у области образовања, кроз организациону структуру, као и начин управљања средствима. По том основу, дефинисање различитих потреба је јасније, у смислу: сагледавања економичног, ефикасног и ефективног коришћења буџетских и осталих средстава, сагледавања потреба за постојањем одређених сегмената функционисања корисника буџетских средстава у образовању, полагања рачуна о финансијском положају, финансијској позицији и успешности пословања корисника буџетских средстава, доношења појединачних пословно-финансијских одлука (утврђивање циљева, идентификовање врста одлука, представљање процеса одлучивања и означавање основних карактеристика за ове сврхе потребних информација), и систематске управљачке контроле пословно-финансијског процеса код корисника буџетских средстава – планирање, организо-

Слика бр. 2 - Међузависност финансијског и управљачког рачуноводства



Извор: Модификовано према, Гајић др Љубица: „Управљачко рачуноводство“, Економски факултет у Суботици, 2007, стр. 8.

вање, комуницирање, контрола остварења и мотивисање.

Званични финансијски извештаји корисника буџетских средстава, према Уредби о буџетском рачуноводству, члан 7. („Уредба о буџетском рачуноводству“, Службени гласник РС“ број 125/03) подразумевају: извештаје на готовинској основи и извештаје састављене на основу усвојених рачуноводствених политика са образложењем.

Извештаји састављени на готовинској основи буџетског рачуноводства су: извештај о капиталним издацима и финансирању и извештај о новчаним токовима. Извештаји састављени на основу усвојених рачуноводствених политика су: биланс стања, биланс прихода и расхода, извештај о извршењу буџета, извештај о коришћењу средстава из текуће и сталне буџетске резерве, извештај о гаранцијама датим у току фискалне године. Образложења извештаја су: објашњење великих одступања између одобрених средстава и извршења, преглед примљених донација и кредита домаћих и страних, као и извршених отплата кредита, усаглашених са информацијама садржаним у извештају о новчаним токовима, и извештај екстерне ревизије са мишљењем.

Посматрано с аспекта врсте корисника буџетских средстава у односу на начин финансирања, не састављају сви корисници наведене финансијске извештаје. Индиректни корисници буџетских средстава састављају:

- биланс стања (образац број 1) код корисника буџетских средстава у условима примене готовинске основе буџетског рачуноводства је извештај који пружа информације о променама на имовини и обавезама корисника буџетских средстава, али се из њега не могу сагледати разлози њиховог повећања или смањења, односно извори финансирања пословних активности. Биланс стања омогућава сагледавање ефеката целокупног пословања корисника буџетских средстава у моменту његовог састављања. Елементи биланса стања су рачуни, односно конта која чине билансну структуру и материјалну основу биланса. Рачуни се даље рашчлањавају на позиције које их сачињавају, а ове даље на пословне догађаје који се њима изражавају. Биланс стања омогућава сагледавање финансијског положаја, ликвидности, солвентности, представља основу и ствара могућност разноврсних анализа, и са одговарајућом детаљношћу примерено делатности чини значајан извор информација и за извештаје интерне природе;
- биланс прихода и расхода (образац број 2) указује на јасан преглед прихода и расхода по

свим изворима финансирања, и укупан суфицит или дефицит финансирања. Једна од карактеристика биланса прихода и расхода, као извештаја буџетског рачуноводства је његова обимност. У овом извештају посебно долази до изражаја обимност контног оквира за буџетско рачуноводство, па је за корисника буџетских средстава, биланс прихода и расхода финансијски извештај мање прегледности од биланса стања;

- извештај о капиталним издацима и финансирању (образац број 3) представља преглед промета на контима класа 5, 6, 8 и 9. Ове четири класе су према законском решењу до 2007. године биле класе затвореног типа, обрачунског карактера, што је значило да нису имале салдо на крају буџетске године. Промет дуговне или потражне стране сваке класе одликовао се рачунском равнотежом. Истовремено, промет на контима наведених класа представљао је показатељ употребе буџетских и осталих средстава за набавку нефинансијске и финансијске имовине (класе 5 и 6), односно извор финансирања, у смислу примања од продаје нефинансијске и финансијске имовине (класе 8 и 9). Од 2008. године („Правилник о стандардном класификационом оквиру и контном плану за буџетски систем“ Службени гласник РС“ број 92/02-112/05) наведене класе губе та својства и у пословним трансакцијама комуницирају са осталим класама контног плана за кориснике буџетских средстава уопште, па и буџетских организација у образовању;
- извештај о новчаним токовима (образац број 4) представља синтезу биланса прихода и расхода и извештаја о капиталним издацима и финансирању. Основна одлика овог извештаја је у томе што све приходе и примања означава као новчане приливе, а све расходе и издатке као новчане одливе. Овај извештај омогућава сагледавање салда готовине на крају године, при чему су битне информације о вишку или мањку новчаних прилива. Овај извештај ће имати значајнију улогу у условима примењивања обрачунске основе књиговодствене евиденције у буџетском рачуноводству;
- извештај о извршењу буџета (образац број 5) је најзначајнији извештај у буџетском рачуноводству у Републици Србији. Његов значај потврђује и чињеница да постоји законска обавеза састављања овог извештаја на годишњем, али и на периодичном (тримесечном, шестомесечном и деветомесечном) нивоу, како код директних, тако и код индиректних корисника буџетских средстава. Основна одлика овог извештаја јесте да се сублимирани биланс прихода и расхода и извештај о капиталном финансирању, сагледавају са аспекта извора

финансирања (Република, Покрајина, Општина-Град, Основна организација социјалног осигурања – ООСО у здравственој делатности, донације, остали извори). Управо због овакве детаљности обезбеђена је значајна информативна вредност извештаја о извршењу буџета. Разврставањем прихода и примања, као и расхода и издатака по изворима финансирања, ствара се могућност сагледавања употребе буџетских и осталих средстава, којима располаже корисник буџетских средстава, у складу са финансијским планом и планом јавних набавки. Након извршене консолидације извештаја о извршењу буџета, омогућен је увид у коришћење средстава у складу са буџетским одобрењем, као и увид у преостала средства на квотама (посебно након консолидације тромесечних извештаја).

Директни корисници, поред наведених пет извештаја, имају обавезу да састављају и осталих пет извештаја, уколико су у извештајном периоду постојале трансакције одговарајуће за преостале финансијске извештаје.

Посматрано с аспекта финансијског извештавања у области буџетског рачуноводства, у последњих двадесет година су дефинисани одређени, другачији правци развоја. Другачији, савременији приступи треба да допринесу квалитету свеобухватног праћења активности и квалитету финансијског извештавања код буџетских организација. У том погледу неопходно је истаћи посебан приступ буџетском рачуноводству тзв. подручје новог јавног менаџмента (*New Public Management*) (Шевић, *Рачуноводствени аспекти новог јавног менаџмента*, 2002, 53).

Овај концепт управљања јавним сектором је заједнички назив за низ реформи јавног сектора, које се спроводе у већини земаља ОЕЦД-а, земљама у развоју и земљама у транзицији.

“Основне карактеристике новог јавног менаџмента према ОЕЦД-у су:

- 1) већа пажња на резултате и увећање вредности новца,
- 2) опадање ауторитета и повећање флексибилности,
- 3) одговорност и контрола,
- 4) оријентисаност на клијента и услугу,
- 5) ојачан капацитет за развијање стратегије и политике и увођење конкуренције и других тржишних елемената.“ (VIII саветовање професионалних рачуновођа буџетског рачуноводства: *Финансијско извештавање у јавном сектору са аспекта професионалне и законске регулативе Увођење МРС за јавни сектор у Србији*, 2011, 43).

Циљ увођења реформи Новог јавног менаџмента је смањење јавних расхода и њиховог удела у бруто друштвеном производу. Суштински, реформа доводи до смањења броја државних службеника (од 20-28,6%), као и до приватизације дела јавног сектора. (Шепаровић-Перко, *Нови јавни менаџмент – британски модел*, 2002, 41-43)

Осим концепта новог јавног менаџмента, у вези са развојем буџетског рачуноводства могу се навести и следећи приступи (Јовановић, *Правци развоја буџетског рачуноводства*, 2009, 5-26):

- 1) добра јавна управа (*Good Public Government*),
- 2) фискална одрживост,
- 3) упоредивост финансијских извештаја – проблематика IPSAS стандарда.

Добра јавна управа захтева значајне промене у функционисању свих сегмената друштва, а не само јавног сектора, и за реализацију добре јавне управе неопходно је да се спроведу бројне мере у правцу оријентације менаџмента ка размишљању о ефикасности и ефективности употребе буџетских средстава. Добру јавну управу одликују:

- 1) транспарентност процеса одлучивања и извештавања о постизању циљева буџетске политике,
- 2) одговорност за последице чињења или нечињења доносилаца одлука,
- 3) флексибилност у реакцији на поремећаје у домаћој и међународној економији,
- 4) оријентација према будућности,
- 5) владавина закона и борба против корупције.

Фискална одрживост исказује се кроз анализу четири показатеља:

- 1) солвентност (испуњавање тренутних обавеза),
- 2) економски раст,
- 3) стабилност пореског оптерећења,
- 4) праведност у испуњењу обавеза државе (смањење задуживања).

Проблематика примене IPSAS стандарда одраз је развијености јавног сектора. Искуство многих држава које су прихватиле IPSAS стандарде у својој пракси финансијског извештавања јавног сектора потврђује да је за њихову пуну примену неопходно достићи одговарајући степен развијености јавног сектора и употребе буџетских средстава. Дакле, примена међународних рачуноводствених стандарда за јавни сектор уско је повезана са реформом јавног сектора кроз увођење принципа новог јавног менаџмента, као и кроз увођење принципа управљачког

рачуноводства у финансијско извештавање јавног сектора.

Ефекти примене Међународних рачуноводствених стандарда за јавни сектор су вишеструки. Међутим, да би се остварили ефекти њихове примене претходно је неопходно дефинисати и образложити методе и технике њихове примене, како би се ефекти одразили на квалитет финансијског извештавања корисника буџетских средстава. За непосредну примену Међународних рачуноводствених стандарда за јавни сектор је неопходан помак ка обрачунској основи буџетског рачуноводства, те се један од начина решавања ситуације у условима домаће буџетске праксе може навести кроз следећу констатацију: готовинска основа при буџетирању и извршењу буџета, обрачунска основа при обухватању пословних догађаја и билансирању, што заједно чини дуални приступ финансијском извештавању буџетског рачуноводства.

3. Управљачко рачуноводство и квалитет финансијског извештавања у образовним установама

Управљачко рачуноводство се, у односу на финансијско рачуноводство, развило касније због потребе за информативном подршком пословном одлучивању. Управљачко рачуноводство је нашло примену у високоразвијеним државама, док се у земљама у развоју и земљама у транзицији управљачко рачуноводство појављује као потреба, а примена још увек није нарочито дошла до изражаја. Основно информативно упориште управљачког рачуноводства је обрачун трошкова. Ширина и дубина података обрачуна трошкова омогућава израду разноврсних аналитички развијених извештаја неопходних за управљање како предузећем, тако и буџетском организацијом, у смислу полагања рачуна о стању, успеху, доношењу пословних одлука, односно обављању основних управљачких активности.

Образовне институције функционишу самостално и, независно од извора финансирања, послују као посебна правна лица, те су самим тим изражени захтеви за развијеним системом руковођења и управљања. Управљачко рачуноводство својом филозофијом и методологијом примене обезбеђује услове за доношење пословних одлука, као и за сагледавање начина и квалитета реализације делатности образовања. У том погледу је при сагледавању основних карактеристика управљачког рачуноводства код образовних институција неопходно разграничити потребе директних корисника буџетских средстава – Министарства просвете, секретаријата обра-

зовања на различитим нивоима власти, као и индиректних корисника буџетских средстава – образовних институција.

Директни корисници прикупљају податке и врше њихову консолидацију са циљем сагледавања укупности коришћења буџетских средстава, без значајнијег упуштања у разматрање основних показатеља њихове употребе – економичности, ефективности и ефикасности коришћења средстава. Намена употребе буџетских средстава је битна, али се не може сагледати на консолидованом нивоу, већ на нивоу сваког појединачног корисника буџетских средстава. На нивоу директних корисника битну улогу имају интерна контрола, као и ревизија јавних расхода (детаљно видети: Андрић, и други, *Ревизија-теорија и пракса*, 2004, 407-426), које имају циљ да изврше рашчлањавање и анализирање потребних информација које се односе на начин употребе буџетских, али и осталих средстава код образовних институција.

Извештавање буџетског рачуноводства за интерне потребе спада у домен управљачког рачуноводства (managerial accounting). Управљачким рачуноводством траже се одговори на питања од значаја за интерно финансијско извештавање и могућностима извештавања за интерне потребе по основу расположивих података буџетског рачуноводства, кроз:

- (1) анализу финансијских извештаја по основу података који проистичу из укупног књиговодственог процесирања (промета и стања на контима - аналитичким, субаналитичким и субсубаналитичким), и који чине основу за израду извештаја о раду корисника буџетских средстава. Основни проблем ове анализе је у чињеници да се школска година не изједначава са буџетском годином, па се самим тим не може обезбедити адекватна основа за анализу употребе буџетских и осталих средстава у току школске године, а што је предмет интересовања менаџмента корисника буџетских средстава. Због тога је код образовних институција потребна квалитетно конципирана ванкњиговодствена евиденција, како би се обезбедили и исказали подаци неопходни за анализу. У том смислу, неопходност постојања и сачињавања извештаја краткорочног карактера је евидентна, како би се испунили задаци и циљеви који се постављају пред управљачко рачуноводство, нарочито посматрано са аспекта анализе прошлости и одлучивања за будућност;

(2) обрачун трошкова и учинака у буџетском рачуноводству посматрано по фазама обухвата и обрачуна трошкова, тако да обрачун обухвата:

- а) обрачун трошкова по природним врстама (лични расходи, коришћење роба и услуга, амортизација, отплата кредита, расходи за социјално осигурање и остали расходи), који даје одговор на питање колико је чега утрошено,
- б) обрачун трошкова по местима трошкова (на пример, места трошкова: настава, управа, администрација, помоћне и техничке службе, итд.), који пружа одговор на питање где су настали трошкови,
- в) обрачун између места трошкова, који упућује на интерно кретање учинака у образовној организацији, што захтева обрачун између организационих делова. По основу тога произилазе интерни односи примања и давања, као основе за међуобрачун организационих делова у образовној организацији,
- г) обрачун носилаца трошкова, који пружа одговор на питање у вези са којим учинцима су настали трошкови (на пример учинак у области образовања

може бити: број ученика или студената који су завршили школску годину; број уписаних ученика или студената у нову школску годину, што би омогућило превазилажење раскорака између буџетске и школске године; број ванредних ученика и студената, ваннаставне активности и сл.). Због потребе за сагледавањем трошкова према носиоцима врши се и неопходан је периодични збирни обрачун носилаца трошкова и јединични обрачун носилаца трошкова, што у суштини представља калкулацију цене коштања јединице учинка,

- д) Краткорочни аналитички обрачун успеха, који треба да одговори на питање колики су, и у ком организационом делу, и по основу којих услуга или група услуга настали приходи, расходи и добици или губици (односно суфицит или дефицит), за краткорочне периоде (месечни, или највише тромесечни обрачун).

Адекватном организационом поставком рачуноводствене евиденције обезбеђује се поуздана информативна основа за анализу прошлости и уз уважавање садашњости планирање бу-

Табела број 2. – Процес доношења пословних одлука

Р.б.	Фазе процеса одлучивања	Основне карактеристике
1.	Одређивање проблема који треба да буде решен	анализа општих и посебних циљева, у погледу остварења образовних институција у односу на економичност, ефикасност, наменско коришћење буџетских и осталих средстава, ликвидност и рентабилност пословања корисника буџетских средстава. Ова анализа упућује на неискоришћене шансе у окружењу и интерне ресурсе у самој образовној установи,
2.	Утврђивање решења проблема	подразумева квантификацију решења. У финансијским плановима који и јесу основа за израду буџета, практично се изражава намера менаџмента да искаже потребу за додатним средствима за финансирање потреба које су предмет решавања проблема,
3.	Вредновање могућих решења проблема	прикупљање квантитативних и квалитативних информација које су важне за означена решења, систематизовање квантитативних информација о трошковима и ефектима за свако могуће решење и обрачун нето ефекта сваког решења. У том смислу је неопходно, при вредновању решења, сагледати само трошкове и користи које су за та решења релевантни. Релевантни су трошкови и користи које испуњавају два битна услова: у питању су будући, односно очекивани трошкови и користи, и реч је о износима трошкова и користи који су односним решењем проузроковани, дакле диференцијални трошкови и користи.
4.	Избор решења	врши се на основу компаративне анализе релевантних трошкова и користи, и произилазећих нето ефеката, за сваку од означених могућности решења одређеног проблема, као и на бази одговарајућих квалитативних информација. Када је реч о бројчаним информацијама, логично је да ће увек бити одобрено оно решење које даје највећи позитивни нето ефекат. Поред квантитативних информација, у избору решења значајну улогу имају и квалитативне информације,
5.	Примена одлука	спада у надлежност менаџера-доносиоца одлуке, тако да менаџер мора учествовати у процесу припреме и избора решења.

Извор: Процес доношења одлука, према: Стевановић Н, Малинић Д: „Управљачко рачуноводство“, Економски факултет, Београд, 2008, стр.35

дућности. У том погледу управљачко рачуноводство, одређеним инструментаријем омогућава пројектовање будућности и по том основу обезбеђује контролну основу за анализу остварења, уз констатацију одступања, везивање одступања за одговорност и предузимање мера за елиминацију одступања. Концепт управљачког рачуноводства „рачуноводство одлучивања“ најбоље се схвата кроз сагледавање процеса доношења одлука, који обухвата следеће фазе приказане у Табели бр. 2.

Доношење појединачних пословних одлука, имајући у виду и поступке алтернативног пословног одлучивања представљају само део - сегмент управљачког рачуноводства. Као важан елемент управљачког рачуноводства у образовним институцијама се истиче израда-састављање финансијских планова и планова јавних набавки. Методологија израде финансијског плана и плана јавних набавки је конципирана законском регулативом (Закон о буџетском систему), али и принципима менаџмента и пословним финансијама, којима морају бити јасно сагледавани основни елементи финансијског плана по изворима финансирања, као и плана јавних набавки. Финансијским планом се предвиђају износи средстава неопходни за финансирање образовне институције. Након усвајања финансијског плана усваја се и план јавних набавки, који има одговарајућу форму у складу са законском и интерном нормативном регулативом.

Посматрано с аспекта информативних потреба и могућности финансијског извештавања интерног карактера код образовних установа могу се извести констатације да управљачко рачуноводство треба да обезбеди податке:

- за потребе формирања цена услуга коју пружају образовне институције,
- за потребе алтернативног пословног одлучивања,
- за потребе планирања и контроле,
- за флексибилно планирање и контролу,
- за планирање и контролу дивизионалних остварења, и
- за мотивациони аспект рачуноводственог планирања и контроле. (Прилагођено према, Стевановић, Малинић, *Управљачко рачуноводство*, 2008, 36).

Полазећи од изнетог и имајући у виду чињеницу да се код буџетских организација саставља, као један од основних финансијских извештаја, Извештај о извршењу буџета на кварталном нивоу, то се по том основу обезбеђује читав низ могућности за даље аналитичко развијање пода-

така. Тако се могу састављати следећи извештаји за интерне потребе корисника буџетских средстава у области образовања:

- 1) „извештај о степену искоришћености нефинансијске имовине, као и о техничкој опремљености, не по раднику, већ по ученику, односно студенту,
- 2) извештај о извршеном капиталном одржавању зграда и других објеката образовних институција,
- 3) извештај о висини обавеза по основу зарада, накнада и других примања запослених,
- 4) извештај о датим и примљеним авансима,
- 5) извештај о структури обрачунатих, а неплаћених расхода, према изворима финансирања и врстама расхода,
- 6) извештај о структури обавеза према добављачима у земљи и иностранству,
- 7) извештај о промету на девизном рачуну,
- 8) извештај о начину коришћења нераспоређеног вишка прихода из претходне године, према изворима финансирања,
- 9) извештај о расходима према врсти и изворима финансирања,
- 10) извештај о структури издатака и примања, који се односе на финансијску и нефинансијску имовину,
- 11) извештај о уплатама родитеља, или студентата, и њиховој структури употребе,
- 12) извештај о приходима, према врсти и изворима финансирања,
- 13) извештај о односу план-остварење плана,
- 14) извештај о тренду развоја прихода и расхода квартално, годишње и вишегодишње“ (Ракић, *Буџетско рачуноводство у функцији квалитета финансијског извештавања корисника буџетских средстава у образовању*, необј. маг. рад, Економски факултет у Суботици, Суботица 2008. 140.)

Коришћење интерних финансијских извештаја у разматрању пословања образовне институције омогућава свим нивоима менаџмента да довољно квалитетно приступе процесу доношења пословних одлука, са циљем даљег раста и развоја функционисања образовне установе.

Тако ће, на пример, извештај о структури обрачунатих, а неплаћених расхода према изворима финансирања и врстама расхода обезбедити потребне информације које се односе на реализоване пословне догађаје у буџетској години,

али који нису евидентирани као расход у услови-ма примене готовинске основе (ова основа се примењује у условима домаће буџетске праксе). Дакле, структура синтетичког конта 131211 – обрачунати неплаћени расходи има информативни значај у смислу сагледавања, према изворима финансирања, будуће употребе буџетских и осталих средстава са којима ће располагати образовна институција, у складу са финансијским планом, и планом јавних набавки. Облик Извештаја је слободан и може имати изглед приакзан у Табели 3.

Из извештаја се обезбеђују информације које се односе на рачуне примљене за пословне догађаје, или на извршене обрачуне накнада и других примања запослених, а које ће бити плаћене у наредној календарској години, до усвајања новог буџета (република, покрајина, град-општина), или до усвајања финансијског плана и плана јавних набавки за наредну годину. Ове информације су од значаја за менаџмент, јер омогућавају сагледавање будућих плаћања, као и да ли је потребно предузети одређене активности да би се средства за плаћања прибавила на

најбржи могући начин. Такође, из овог извештаја менаџмент сагледава и обавезе према добављачима, као и према запосленима, па је и то показатељ хитности доношења одлуке о обезбеђењу финансијских средстава.

Потребно је напоменути да у званичним финансијским извештајима (биланс стања) при примени готовинске основе не постоји обавеза укалкулисавања расхода и исказивања неизмирених обавеза према запосленима на одговарајућим контима класе 200000- Обавезе. Из тог разлога се може схватити значај овог извештаја, с аспекта сагледавања величине обавеза установе према добављачима, као и према свим запосленима.

Закључак

Управљачко рачуноводство и могућности његове примене у образовним установама захтевају мултидисциплинарност приступа овој области од стране рачуновођа и менаџмента образовних установа. Приступ управљању образовним установама захтева, између осталог, познавање разноврсних аспеката рада образовних

Табела бр. 3 – Извештај о структури обрачунатих, а неплаћених расхода на дан 31.12.2011. године – синтетички конто 131211

Аналитички конто према извору финансирања	Намена средстава	Износ
1-Република	трошкови ученичких стипендија за 11-12/2011	741.000,00
УКУПНО 1:		741.000,00
2-Покрајина	трошкови отпремнина за одлазак у пензију	500.000,00
УКУПНО 2:		500.000,00
3-Општина(град)	- трошкови јубиларних награда за 2011. годину	350.000,00
	- трошкови путовања ученика на такмичења	400.000,00
	- трошкови испита за лиценцу професора	50.000,00
	- трошкови текућег одржавања школске зграде	700.000,00
	- трошкови канцеларијског материјала	60.000,00
	- трошкови материјала за наставу	80.000,00
УКУПНО 3:		1.640.000,00
4-Фондови социјалног осигурања	породиљско боловање за 11/11	250.000,00
УКУПНО 4:		250.000,00
5-Донације	путовање ученика на такмичење у иностранство	500.000,00
УКУПНО 5:		500.000,00
6-Сопствени приходи	- испитна комисија за полагање руског језика	50.000,00
	- испитна комисија за полагање енглеског језика	70.000,00
УКУПНО 6:		120.000,00
7-Родитељски динар	- школски часопис	150.000,00
	- екскурзија ученика трећег разреда у Праг – 3. и 4. Рата	500.000,00
УКУПНО 7:		650.000,00
УКУПНО КОНТО 131211		4.401.000,00

установа: образовно-васпитни процес, нормативно-регулаторни процес, финансијско-рачуноводствени процес, психолошко-педагошки процес, управљање људским ресурсима, и менаџерски приступ свим аспектима рада образовних установа, па су сходно томе и различити извештаји интерног карактера о коришћењу свих расположивих ресурса у спровођењу активности образовних установа.

Буџетско рачуноводство и његови извештајни механизми омогућавају мноштво разноврсних извештаја за интерне потребе, те на тај начин повећавају исказну моћ финансијског извештавања буџетског рачуноводства, информативно подржавајући доношење квалитетних пословних одлука. Реализацијом буџетског рачуноводства кроз два подручја створени су услови за сагледавање међузависности трансакција буџетске организације са спољним окружењем и трансакција интерног карактера и извештавања по том основу. Управљачко рачуноводство, као претежно интерно оријентисано, омогућава увид у податке и информације, који су аналитички развијени и рашчлањени по разноврсним аспектима посматрања (функције, организационе целине и други аспекти посматрања), што упућује менаџмент на анализу прошлости и планирање будућности. Коначно, уз претпоставку адекватне организације финансијског и управљачког рачуноводства, уз њихову међусобну повезаност стварају се услови за изградњу поуздане информативне основе за квалитетно финансијско извештавање екстерног и интерног карактера.

Од примењене основе извештавања буџетског рачуноводства (готовинска, обрачунска или модификована основа) зависи и начин обухватања пословних догађаја код образовних установа. За потребе остварења значајних ефеката примене принципа управљачког рачуноводства корисно је примењивати обрачунску основу књиговодствене евиденције, како би до изражаја дошли сви аспекти квалитетног финансијског извештавања. Наравно, за примену обрачунске основе буџетског рачуноводства неопходно је спровођење реформских процеса (нови јавни менаџмент, реформе државне управе, итд.) при управљању образовним установама. Дакле, очигледна је узрочно-последична веза између примене принципа управљачког рачуноводства, и примене принципа новог јавног менаџмента са применом обрачунске основе буџетског рачуноводства. Испуњење ових предуслова је један од првих корака у даљој свеобухватнијој примени управљачког рачуноводства и интерног финансијског извештавања за потребе управљања образовним установама.

Савремене тенденције развоја буџетског рачуноводства, посматрано кроз даљи развој нор-

мативне регулативе (законске, професионалне и интерне), треба да обезбеде предуслове за значајнију примену принципа финансијског и управљачког рачуноводства у пракси образовних установа финансираних из буџетских средстава и, по том основу, квалитетније финансијско извештавање.

Литература

1. Андрић др М., Крсмановић др Б., Јакшић др Д. (2004), „Ревизија–теорија и пракса“, Бечеј, Пролетер АД Бечеј,
2. Гајић др Љ., (2007), „Управљачко рачуноводство“, Суботица, Економски факултет у Суботици,
3. Дмитровић Шапоња др Љ., Петкович др Љ., Јакшић др Д., (2009) „Рачуноводство“, Суботица, Економски факултет у Суботици,
4. Јовановић С., (2009) „Правци развоја буџетског рачуноводства“, VII Саветовање професионалних рачуновођа буџетског рачуноводства, СРРС, Златибор,
5. Јовановић-Шкарић Ката (2005) „Циљеви, претпоставке и правила састављања консолидованог годишњег обрачуна“, ФИНАРАП, Савез рачуновођа и ревизора Републике Српске,
6. Јовановић – Шкарић Ката (2009) „Анализа консолидованог годишњег закључка“, www.ekofbg.ac.rs – Економски факултет Београд,
7. Ракић, Љ., (2008), „Буџетско рачуноводство у функцији квалитета финансијског извештавања корисника буџетских средстава у образовању“, необјављени магистарски рад, Суботица, Економски факултет у Суботици,
8. Стевановић др Н., Малинић др Д., Милићевић др Владе, (2008), „Управљачко рачуноводство“, Београд, Економски факултет Београд,
9. СРРС, (2011) VIII саветовање професионалних рачуновођа буџетског рачуноводства, Финансијско извештавање у јавном сектору са аспекта професионалне и законске регулативе, Увођење МРС за јавни сектор у Србији, Златибор,
10. Шепаровић-Перко И., (2002) „Нови јавни менаџмент – британски модел“, Београд, Политичка мисао број 4, Политичка мисао.
11. Шевић др Ж. (2002), „Рачуноводствени аспекти Новог јавног менаџмента“ Зборник радова, СРРС, Златибор.

Младен
КРСТИЋ*
др Ксенија
ДЕНЧИЋ-МИХАЈЛОВ**

Примена Cost-Benefit анализе у оцени пројеката рециклаже секундарних сировина

Резиме

У раду је презентована примена *cost-benefit* анализе као алата за оцену оправданости пројеката рециклаже секундарних сировина. Примењујући *cost-benefit* приступ, аутори наглашавају неопходност сагледавања свих економских и неекономских користи и трошкова приликом процене оправданости пројеката рециклаже. У циљу демонстрације применљивости анализе, разматран је пример пројекта рециклаже аутомобила. Резултати показују да су, при постојећим тржишним условима, пројекти рециклаже аутомобила друштвено оправдани јер износ користи значајно превазилази износ трошкова пројекта.

Кључне речи: *cost-benefit* анализа, рециклажа секундарних сировина, друштвено-економска анализа, концепт „спремности на плаћање“.

Увод

Cost-benefit анализа (СВА) се користи као један од инструмената у оцени ефикасности различитих инвестиционих алтернатива и као таква представља системски приказ свих могућих користи, тј. бенефита на једној страни, којима се супротстављају сви трошкови које потенцијално одабрана алтернатива нуди. Као инструмент у оцени оправданости инвестирања, СВА представља моћну технику која детаљно узима у обзир све аспекте инвестиционог пројекта и масовно је примењивана у развијеним земљама које су је, поучене добрим искуствима, пренеле

земљама у развоју. СВА се најчешће дефинише као „активност која омогућава обухватање и поређење трошкова и користи које неки пројекат улагања може проузроковати за шире или уже друштвено окружење“ (Чупић, 2009, стр. 7).

Основна карактеристика ове анализе је свеобухватност. Пројекат који је предмет СВА сагледава се кроз две врсте анализа: класичну финансијску и ширу, економску анализу. СВА, за разлику од класичних анализа, узима у обзир финансијске, али и шире друштвено-економске користи и трошкове које данас постају све значајније. Имајући у виду да се одрживи развој намеће не као потреба, већ као неопходност приликом

*) Маст. екон., „Maksi-Co“ д.о.о., Ниш

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

било каквог планирања, онда се потпуно оправдано долази до претходног закључка о апострофирању друштвено-економске компоненте свих пројеката и њиховом подједнаком третману. Узимањем у обзир свих финансијских и друштвено-економских компоненти и њиховим монетарним исказивањем могуће је новчано изразити укупне користи, тј. бенефите на једној, трошкове на другој страни, и донети коначну одлуку о оправданости инвестирања.

Циљеве истраживања овог рада можемо рашчланити на оне који се намећу у теоријском делу, и на циљеве који се односе на практичан део рада. У теоријском делу рад се бави концептуалним основама *cost-benefit* анализе. У другом делу рада, основни циљ је оцена економске оправданости пројекта рециклаже секундарних сировина. Свеобухватном анализом треба идентификовати све користи и трошкове које је потребно адекватно обухватити и вредновати. Посебно се изводе финансијска и друштвено-економска анализа, како би се одвојено идентификовале нето користи са аспекта инвеститора, од користи које од пројеката рециклаже аутомобила има шира друштвена заједница.

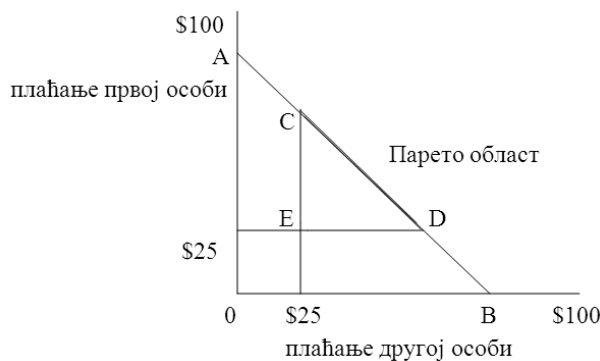
1. Концептуалне основе *Cost-Benefit* анализе

СВА треба да послужи као оквир који омогућава да се ограничени ресурси, рад, капитал и средства за рад максимално искористе у процесу стварања производа и услуга. Основна улога *СВА* је у одабиру између више међусобно супротстављених могућности, где након свеобухватне анализе конкретних пројеката *СВА* као инструмент пружа одговор на питање која од њих доноси највећи износ нето друштвених користи.

Савремена економија благостања добрим делом се ослања на критеријуме Парето ефикасности, које на посредан начин можемо искористити и у анализи користи и трошкова. Наиме, алокацију средстава сматрамо Парето ефикасном само када се ниједном могућом алокацијом задатих добара не може довести неко лице у бољи положај, а да се истовремено неком другом (или више њих), истовремено у мери побољшања тог лица не нанесе губитак, и иста доведу у лошији положај од претходног. У сваком другом случају, све док постоји шанса да се другачијом алокацијом неко лице доведе у бољи положај, а да се при том положај осталих лица не погорша, сматра се да претходно стање није било Парето оптимално, те да се применом *СВА* оно може унапредити и приближити Парето оптималном.

Графички, то би могло да се прикаже Слика 1. Замислимо једноставну ситуацију у којој две особе треба да поделе 100€, при чему постоје различите могућности за њихову поделу, у зависности од тога колико су у стању да се договоре око поделе новца. Тада имамо ситуацију у којој решење може бити ближе, даље, или на линији Парето оптимума. У принципу се разликују два екстрема, и то ситуација у којој договор није могућ, тзв. тачка *status quo* у којој они добијају по 25€, и ситуација у којој неко од њих добија износ од 100€, док други не добија ништа, тачке *A* и *B* на линији Парето оптимума. Могућа је и нека трећа ситуација, као једна од могућих комбинација ових двеју крајности. Део линије Парето оптимума који је ограничен тачкама *C* и *D* и тачком *status quo* (тачка *E*) називамо Парето област. На овом примеру можемо видети на који начин долази до побољшања ефикасности у друштву, односно, друштво полази од тачке *status quo* која је евидентно испод Парето оптимума, јер као што је познато она омогућава побољшање једној од особа, а да се при томе не угрози положај друге особе. Као што се види са графика, област троугла *CDE* представља скуп тачака које омогућавају побољшање положаја ових лица. Када се побољшањима дође до неке тачке која припада линији *AB* друштво се налази у Парето оптималном нивоу, пошто је познато да није могуће извршити побољшање положаја једног лица, а да се при том не угрози положај другог.

Слика бр. 1 - Парето ефикасност



Извор: Boardman A., et al.(2001) *Cost-benefit analysis*, Prentice Hall, стр.26

Површина ограничена тачкама *CDE* представља област у којој је могуће извршити побољшање постојећег стања, тј. побољшати положај једној особи, а да се при томе не угрози положај друге особе, па закључујемо да поменута област

не представља Парето оптимум. Све док се могућим комбинацијама не дође до неке од тачака које припадају линији Парето оптимума ограниченој тачкама *A* и *B* можемо учинити побољшање положаја једне особе без угрожавања положаја друге. Када се дође до линије Парето оптимума није могуће побољшати положај једне, а да се при том у истој мери не погорша положај друге особе, па можемо закључити да су комбинације које садрже тачке на линији *AB*, Парето оптималне.

Питање избора адекватне алтернативе између више њих понуђених може се решити на различите начине. Када пројекти нису међусобно искључиви и када је довољно средстава за реализацију истих на располагању, треба реализовати све алтернативе које имају позитивне нето користи. Наравно, у пракси најчешће није такав случај, па се одлучује између алтернатива које су међусобно искључиве, при чему се располаже ограниченим новчаним средствима. Можемо, на пример, бирати између изградње савременог ауто-пута у плодној долини неке реке који ће повезати велике градове, а при томе не би требало изоставити утицај једног таквог пројекта на развој пољопривреде тог краја и живи свет. Зато се при оцени ефикасности алтернатива користе различити критеријуми на основу којих уз поштовање одређених приоритета можемо доћи до закључка која алтернатива је најповољнија за реализацију.

На другој страни, приликом одабира између потенцијалних пројеката поред претходно поменутих критеријума мора се размотрити и друштвени аспект пројекта. Наиме, у неким случајевима та друштвена компонента је пресудна приликом одлучивања о избору пројекта, па се иста детаљно мора анализирати и донети права одлука о инвестирању. За разлику од трошкова и користи које је донекле могуће квантификовати применом одговарајућих метода, поставља се питање на који начин решити преференције појединаца у друштву и како доћи до укупних преференција друштва у целини као сложеног збира појединачних. Ту нам у помоћ прискаче тзв. концепт „спремност за плаћање“ (*willingness to pay*) који служи као инструмент за одређивање друштвених преференција. Друштвене преференције је често тешко на адекватан начин идентификовати. Наизглед једноставна ситуација у којој појединац показује шта преферира највише може истовремено дати и очигледан, и конфузан одговор. Наиме, уколико појединац више преферира фудбал од кошарке, кошарку од одбојке, а одбојку од пливања, на врло јасно питање шта конкретан појединац највише преферира не можемо са

сигурношћу одговорити да ли је то фудбал или пливање. Постоји доста ситуација у друштву у којима се јавља такозвана променљива (транзитна) преференција, тако да веома често код неких очигледних ситуација и ставова појединаца не можемо са сигурношћу утврдити њихову стварну преференцију.

Још већи проблем представља одговор на питање шта друштво, као целина састављена од великог броја појединаца, заправо жели, а да се при том та жеља подудара са преовладавајућом већином у друштву. Овај проблем се делимично може решити увођењем претпоставке према којој вршимо агрегирање свих индивидуалних преференција појединаца у друштву, како бисмо добили агрегатну функцију тражње друштва. И поред свих недостатака концепта „спремност на плаћање“, он представља добро средство за имплементацију критеријума нето користи, и начина расподеле друштвеног богатства, при чему и даље остаје отворено питање ефикасне употребе распоређеног богатства, која је такође значајна.

Анализа користи и трошкова је моћно средство приликом утврђивања економске оправданости инвестирања у пројекте, али постоје и одређени случајеви у којима примена ове анализе није адекватна, или се пак мора користити у комбинацији са другим методама за оцену ефикасности, како би у том случају дала објективне резултате. У пракси се јављају следећи случајеви у којима постоје ограничења примене *CBA*:

- када није могуће у потпуности квантификовати и у новцу изразити све релевантне трошкове и користи пројекта;
- када критеријум нето користи није одговарајући за мерење економске оправданости пројекта;
- *CBA* даје најбоље резултате када се примењује на тржишту потпуне конкуренције, где постоји велики број продаваца и купаца. У стварности таква ситуација је врло ретка, јер је већина тржишта негде између монопола и потпуне конкуренције. Када се томе дода интервенција државе на тржиштима, долазимо до закључка да се методологија *CBA* мора додатно прилагодити таквим условима на тржишту, што представља велико ограничење ове анализе;
- дефинисање оптималног нивоа дисконтне стопе представља такође велики проблем, посебно код инфраструктурних пројеката чији је период експлоатације више десетина година. Висина дисконтне стопе може у великој мери одредити укупне нето користи пројекта, а самим тим и одлуку о томе да ли инвестирати или не. Проблем је још израженији код земаља

у развоју, јер висок ниво политичког и ризика земље захтева више дисконтне стопе. То даље условљава значајније обезвређење будућих економских користи и знатно смањује укупне нето користи пројекта, доводећи у питање његову реализацију;

- *СВА* претпоставља да се укупне нето користи пројекта равномерно расподељују свим члановима једног друштва. У пракси то најчешће није тако, па имамо неједнаку расподелу креираног друштвеног богатства. Услед тога пројекат не доноси очекивани износ користи сваком појединцу, већ знатно мање, па и ово треба имати у виду приликом спровођења ове анализе.

2. Критеријуми Cost-Benefit анализе

Друштвено-економска анализа је комплекснија од финансијске, будући да идентификује и користи и трошкове који нису непосредно повезани са пројектом, користи обрачунске цене, фискалне корекције и сагледава шири друштвено-економски аспект пројекта. Самим тим се дефинише друштвена дисконтна стопа (*social discount rate*, *SDR*) као став друштва у целини према садашњим и будућим трошковима и користима пројекта. Пракса налаже да се као основа друштвене дисконтне стопе нађе стопа привредног раста земље. Са друге стране, пожељно је да она буде у границама дисконтне стопе која се користи у финансијској анализи, па треба наћи својеврстан компромис и тако дефинисати оптималан ниво друштвене дисконтне стопе. Као и код финансијске анализе, потребно је да друштвена дисконтна стопа буде што реалнија, како би будуће економске користи биле адекватно преведене на садашњи тренутак. "Економска комисија ЕУ је, за програмски период 2007-2013. године, прописала *SDR* од 5,5% за земље чланице ЕУ, односно 3,5% за остале земље кориснице фондова ЕУ. Ова стопа је дефинисана полазећи од процене очекиване стопе привредног раста и неких других параметара" (Чупић, 2009, стр. 43).

За разлику од земаља чланица ЕУ код којих је услед ниског нивоа политичког и других врста ризика дисконтна стопа коришћена за финансијску приближна оној која се користи за економску анализу, код других земаља које су у процесу придруживања ЕУ, висок ниво пре свега политичког ризика у комбинацији са ниским стопама привредног раста, може довести до тога да дисконтна стопа у финансијској анализи буде далеко изнад нивоа оне коришћене у економској, па је проналажење компромисног нивоа дисконтне стопе знатно теже.

Када се одреде инвестиционе алтернативе, временски период и висина дисконтне стопе, применом *cost-benefit* анализе треба доћи до одговора на питање који од понуђених инвестиционих пројеката је економски прихватљив и у којој мери. За те потребе развијен је посебан инструментаријум у виду критеријума *СВА* који пружа одговоре на претходна питања. Следећа три параметра су од кључне важности током оцене пројекта и одлучивања о томе да ли га вреди финансирати (Brdarević, Toft, 2009, стр. 95):

- економска нето садашња вредност (*Economic Net Present Value*, *ENPV*),
- економска стопа рентабилности (*Economic Rate of Return*, *ERR*),
- коефицијент користи и трошкова (*Benefit-Cost Ratio*, *BCR*).

Критеријум нето садашње вредности показује садашњу вредност нето новчаног тока финансирања. Будући да пројекат сагледавамо кроз финансијску и друштвено-економску анализу, разликују се и две врсте критеријума нето садашње вредности (*NPV*):

- критеријум финансијске нето садашње вредности (*FNPV*), који чини део финансијске анализе, а који користи тржишне цене и комерцијалну дисконтну стопу, и
- критеријум економске нето садашње вредности (*ENPV*), која је део друштвено-економске анализе и користи обрачунске цене, друштвену дисконтну стопу и антиципира користи и трошкове који нису непосредно повезани са пројектом, а нису предмет финансијске анализе:

$$NPV + \sum_{i=0}^n NP_i df_t \quad (1)$$

где су: *NP* = примања – издавања – капитална улагања, *NPV* = нето садашња вредност, *NP_t* = нето готовински ток у години *t*, *df_t* = дисконтни фактор за годину (Петровић, Денчић-Михајлов, 2007, стр. 75).

Интерна стопа рентабилности је дисконтна стопа која изједначава садашњу вредност прилива готовине, тј. користи у *СВА*, од експлоатације пројекта у веку његовог трајања са садашњом вредношћу одлива готовине, тј. трошкова у *СВА*, или дисконтна стопа за коју је нето садашња вредност једнака нули.

Као и у претходном случају, разликују се две врсте анализа: класична финансијска и друштвено-економска анализа, па сходно томе постоје и две врсте критеријума интерне стопе рентабилности: финансијска стопа рентабилности (*FRR*) и економска стопа рентабилности (*ERR*).

Пројекат је прихватљив за реализацију само када је вредност интерне стопе рентабилности изнад нивоа стопе инвестиционог критеријума. Код финансијске анализе стопа инвестиционог критеријума једнака је тржишној каматној стопи или просечној цени ангажованог капитала, док је код економске анализе стопа инвестиционог критеријума на нивоу друштвене дисконтне стопе.

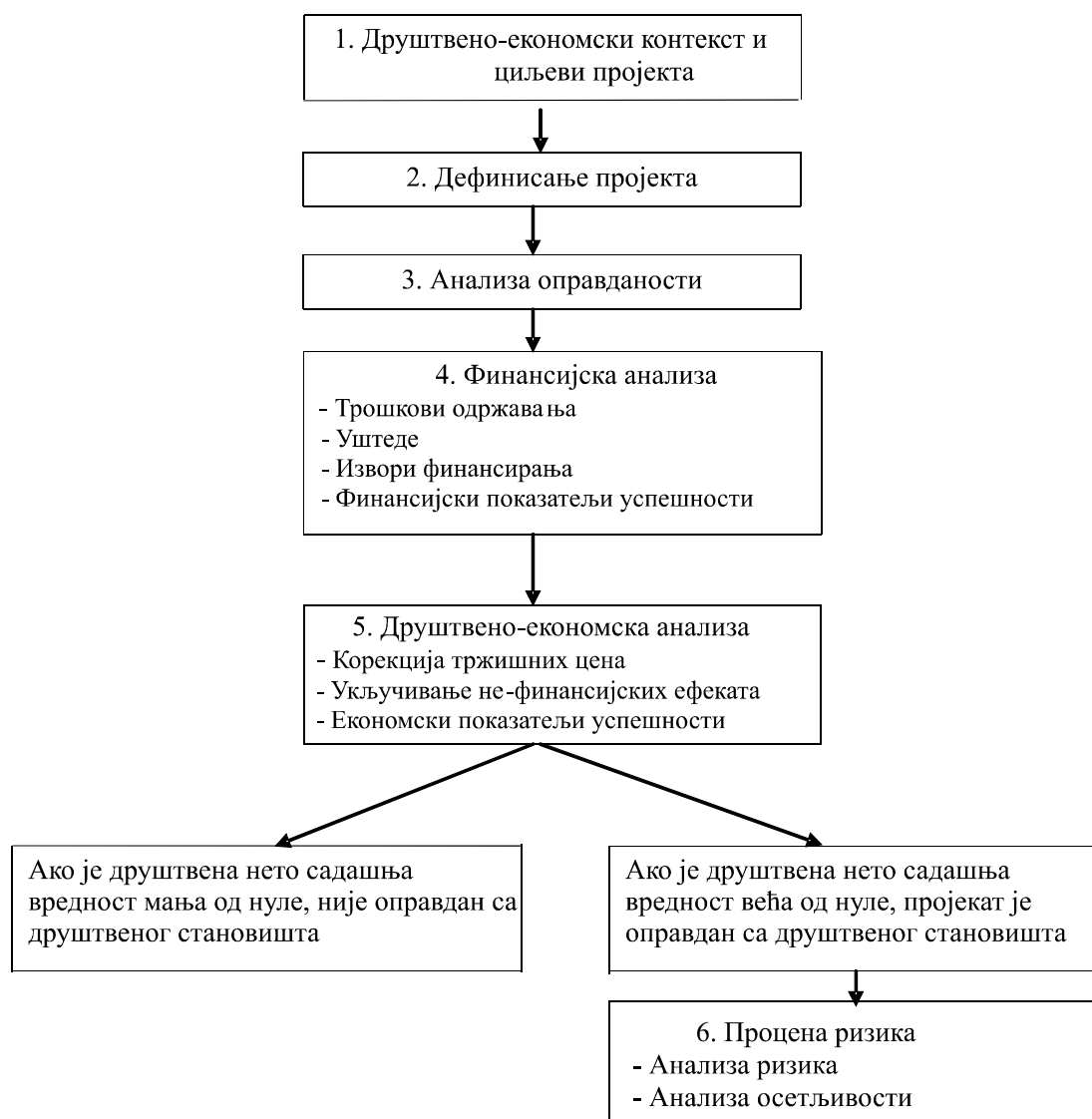
Коефицијент користи и трошкова (*BCR*) представља однос између дисконтованог износа укупних друштвено-економских користи и дисконтованих друштвено-економских трошкова пројекта. Критеријум за прихватање инвестиционог пројекта је вредност овог коефицијента већа од јединице; у супротном, пројекат је неприхватљив.

3. Студија случаја - примена *Cost-Benefit* анализе на примеру рециклажног центра за аутомобиле

Други део рада се бави практичном применом *cost-benefit* анализе на примеру рециклажног центра за аутомобиле. Пројекат рециклажног центра је одабран с разлогом, јер процес рециклаже секундарних сировина представља огледни пример на коме концепт *СВА* може показати свој пуни потенцијал. Процес рециклаже секундарних сировина се може посматрати са два аспекта, и то чисто финансијског, и ширег друштвено-економског аспекта.

Суштина процеса рециклаже се огледа у преради секундарних сировина, које су већ једном прошле свој „животни век“ преко производа чији су део првобитно били. Даљом прерадом поново

Слика бр. 2 - Процедура примене *СВА* према методологији Европске уније



се претварају у инпуте и укључују у неке нове производе. Прерада секундарних сировина у одговарајућим погонима омогућава огромне уштеде пре свега на самој супстанци, која се само прерађује и поново користи, али и у енергији, која се далеко рационалније троши. Такође, ту су други бенефити које друштво на индиректан начин остварује, као што су чистија и здравија животна средина, смањење ефекта стаклене баште и друге еколошке користи. Отвара се велики број нових радних места у индустрији рециклаже, подиже ниво друштвене свести о заштити животне средине, и сл. Много је јефтиније у производни процес укључити рециклиране сировине које су некада већ биле део неког производа, него куповати ново произведене сировине. Суштина је у друштвено-економску анализу укључити што већи број ових користи, и адекватно их квантификирати како би оне позитивно утицале на основне критеријуме друштвено-економске анализе. Друге користи које је теже изразити језиком бројки треба навести као квалитативне користи у анализи.

СВА се састоји из више фаза, тако да се у свакој од фаза пројекат систематски анализира како би се на крају установило да ли је исти оправдано реализовати или не. У теорији се помиње велики број различитих методологија СВА, али се посебно издваја методологија коју је предложила Европска комисија, а која је представљена Сликом 2. Анализа пројекта рециклажног центра за аутомобиле у доброј мери ослања се на ту методологију.

У наставку рада свака од фаза ће бити посебно обрађена, при чему ће нагласак бити стављен на финансијску и друштвено-економску анализу.

3.1. Друштвено-економски контекст и циљеви пројекта

Друштвено економски контекст представља пословни амбијент у коме треба реализовати конкретан пројекат. На основу ове, почетне анализе, мора се установити у којој се мери конкретан пројекат који је предмет *cost-benefit* анализе уклапа у то окружење. Треба показати у којој мери је пројекат рециклажног центра за аутомобиле прихватљив за земљу као што је Србија. Као референтно тржиште узимамо пример тржишта аутомобила, и то нових и половних. Србија је пример транзиционе привреде која је и даље у поступку трансформације, тако да је услед ниског животног стандарда продаја нових аутомобила симболична у односу на друге земље Европе. Просечан Србин најчешће се одлучује за куповину коришћених аутомобила.

Да би се увидели неискоришћени потенцијали и утврдиле тенденције развоја рециклаже аутомобила послужимо се статистичким подацима. Предмет рециклаже су такозвана возила која су на крају свог животног циклуса односно *ELV (End of life vehicles)*. То су возила којима је регистрација истекла, а које власници не намеравају да региструју и даље користе. Посматрајући ову категорију кроз време можемо закључити да број *ELV*-а има сталну тенденцију раста. То истовремено представља значајан потенцијал за развој индустрије рециклаже аутомобила у Србији.¹ Просечна старост возила у Србији креће се око 13,8 година, што је више него дупло у односу на европски просек, који се креће око 6-7 година (<http://auto.blog.rs/blog/auto/vesti/2011/09/18/prosecna-starost-vozila-u-srbiji-13-8-godina-sv-aki-treci-automobil-neispravno, 06.04.2012.>). Ако се томе дода податак да је последњих година дошло до масовног увоза старијих половних аутомобила из земаља ЕУ, можемо слободно закључити да је добар део од скоро 1,7 милиона регистрованих аутомобила у Србији на самом крају корисног века употребе, и припада групи *ELV* (Републички завод за статистику, саопштење број 097, год. LXII, 06.04.2012.). Сматра се да у Србији годишње негде око 10% укупно регистрованих аутомобила (170 000), следеће године пређе у групу *ELV*. Један од разлога је већ поменута висока просечна старост аутомобила у Србији, као и чињеница да је велики број возила у експлоатацији одавно прешао користан век употребе. Свако возило просечне тежине од 1000 кг садржи доста материјала које је могуће рециклирати, што је приказано у следећој, Табели 6.1.

Табела бр. 1 - Учешће појединих материјала у аутомобилу

Материјал	Количина		
	%	по возилу (kg)	За 170.000 возила (t)
Пластика	8	80	13.600
Флуиди	1,4	14	2.380
Гума	5	50	8.500
Стакло	3,5	35	5.950
Неферитни метал	6	60	10.200
Феритни метал	68	680	115.600
Остало	8,1	81	13.770

Извор: Козић А., Сударевић Д. (2005) „Приступ рециклирању моторних возила“, Фестивал квалитета, Крагујевац, стр. 26.

1) Поређења ради, у развијеним земљама Европе у просеку се рециклира преко 90% употребљаваних аутомобила, док је у Србији је примера ради стопа аутомобила која се рециклира свега 14%. Велики број *ELV* аутомобила заврши на приватним ауто отпадима који се баве продајом половних делова, а који немају адекватан третман за отпадна возила, као што је случај са центрима за рециклажу.

Савременији аутомобили се већ у поступку производње припремају за каснију рециклажу, тако да је удео рециклирајућих сировина у њима још и већи. Са друге стране, тражња за секундарним сировинама је изражена, тако да пласман истих неће бити проблем. На основу свега наведеног можемо закључити да Србија има одличну сировинску базу, а самим тим и основне предуслове за развој индустрије рециклаже моторних возила.

Конкретан пројекат рециклаже аутомобила треба да буде позициониран у простору. Локација рециклажног центра за аутомобиле биће у нишавском региону, општина Алексинац. Формирање једног регионалног рециклажног центра за аутомобиле у овом делу Србије имало би пре свега утицаја на нишавски округ, али и на друге округе који гравитирају. То су пиротски, топлички, расински и тимочки регион, односно целокупна јужна и источна Србија где живи више 900.000 људи, док је званичан број регистрованих аутомобила око 325.000 (Републички завод за статистику, Саопштење број 097, год. LXII, 06.04.2012.).

Носилац пројекта рециклажног центра за аутомобиле је компанија која се бави прерадом и откупом секундарних сировина и има своје погоне у месту у коме поменути центар треба направити. Планови компаније односе се на даље унапређење постојећег производног процеса, и постепено увођење рециклаже аутомобила као допунске, а у наредном периоду и као носеће делатности компаније². Повољна географска локација пројекта омогућава брз и јефтин транспорт сировина, што је код ове делатности врло битно јер транспортни трошкови представљају завидну ставку у укупним трошковима производње. Развијена инфраструктура омогућава друмску везу са коридором 10, док индустријски колосек омогућава железнички транспорт рециклираних сировина који доноси огромне уштеде у транспортним трошковима. У радијусу од 200км од поменуте локације налазе се чак три железаре: у Смедереву, Скопљу и Софији до којих је вагонима могуће транспортовати рециклирану сировину, тако да је њихов пласман загарантован.

Рециклажа секундарних сировина је веома сложен процес који има широк спектар утицаја на околину, тако да постоји велики број циљева које треба остварити реализацијом овог пројекта. Ци-

љеве пројекта можемо посматрати са аспекта инвеститора, као и са аспекта друштва у целини. Са аспекта инвеститора, циљеви се углавном односе на профит који би овакав рециклажни центар могао да остварује. Такође, рециклажни центар треба да омогући компанији да даље настави са унапређењем пословања, омогућавајући јој сигуран извор сировина за даљу прераду.

Рециклажа као процес доноси и широј друштвеној заједници доста користи. Са тог аспекта можемо дефинисати и основне циљеве рециклажног центра. Од пројекта се очекује да рециклажа секундарних сировина допринесе бољој искоришћености постојећих ресурса који се тим процесом поново враћају у употребу. То индиректно доводи од смањења загађења животне средине и подизања нивоа свести људи. Потенцијални отпад се трансформише и поново прерађује, тако да остаје више места за остали отпад који је немогуће рециклирати.

Рециклажом се остварују огромне уштеде у енергији са којом се сада много рационалније поступа, јер је за рециклажу секундарних сировина потребно много мање енергије него за њихову основну производњу. Будући да се у Србији највећи део енергије производи из фосилних горива, угља и нафте, јасно је да се на тај начин директно утиче на смањење загађења ваздуха, воде и ефекта стаклене баште. Индустрија рециклаже је слабо развијена у Србији, за разлику од већине европских земаља, где се велики део свакодневно креираног отпада рециклира. Зато је потребно да овај и њему слични пројекти додатно утичу на развој ове делатности, отварајући велики број потенцијалних радних места, што ће довести до смањења незапослености.

3.2. Дефинисање пројекта

Након дефинисања пословне климе у којој конкретни пројекат треба реализовати, и идентификовања основних предуслова за његову реализацију, потребно је ближе дефинисати и сам пројекат, тј. центар за рециклажу аутомобила. Суштина процеса рециклаже аутомобила састоји се у издвајању материјала од којих су возила састављена како би се исти, кроз рециклажу, поново укључили у производни процес. Такође, поједине делове треба складиштити како би се продајом у виду половних делова уграђивали у друга возила. Аутомобил се састоји од око 15000 делова, и садржи различи-

2) У прилог реализацији пројекта иде и иницијатива компаније *Фиат аутомобили Србија* за покретањем програма замене „старо за ново“ која датира с краја 2009. године. Наиме, власници својих четвороточкаша старијих од 10 година су могли да их замене за нове аутомобиле Фиат пунто, при чему су на име предаје старих возила добијали попуст у износу од 1000 EUR на нови модел. Од 2009. године када је програм замене „старо за ново“ почео, предато више хиљада возила која су посебно складиштена, а касније и припремана за процес рециклаже.

те материјале. Почев од гвожђа, преко алуминијума, олова, гуме, пластике, бакра, до стакла и флуида, сваки аутомобил поседује огроман потенцијал за индустрију рециклаже.

Основне предности рециклаже у односу на примарну производњу материјала, огледају се у томе да рециклиране сировине садрже доста енергије из примарног процеса производње и као такве су знатно погоднија основа за даљу прераду. Управо зато, тражња за секундарним сировинама је стална и растућег је карактера, тако да њихов пласман не представља проблем. Енергетске уштеде у процесу рециклаже секундарних сировина из аутомобила биће детаљније обрађене у наредном поглављу, док ће се ово поглавље бавити идентификацијом материјала од којих се аутомобил састоји, као процесом издвајања истих. Заступљеност појединих материјала у аутомобилу представљена је следећом, Табелом 2.

Табела бр. 2 - Процентуално учешће појединих материјала по возилу и њихов степен рециклабилности

Назив	Маса по возилу		Рециклабилност	
	%	kg	%	kg
Ферометали	68	680	90	612
Шкољка	25	250	90	225
Остали челични делови	28	280	90	252
Ливено гвожђе	15	150	90	135
Обојени метали	6	60	90	54
Легуре AlSi	4.4	44	90	39,6
Бакар	1	10	80	8
Олово	0.6	6	90	5,4
Пластика и композити	8	80		
Флуиди	1.4	14	44	6,2
Гума	5	50		
Стакло	3.5	35		
Текстил	1	10		
Остало	6.1	61		
Батерија	1	10		

Извор: Козић А., Сударевић Д. (2005) „Приступ рециклирању моторних возила“, Фестивал квалитета, Крагујевац, стр.26

Процес рециклаже сировина започиње њиховим издвајањем и складиштењем. Издвајање секундарних сировина у највећој мери се обавља ручно, помоћу одговарајућих алата. У просеку два радника дневно могу да обраде седам аутомобила и спреме их за наредну фазу рециклаже. Делове који се скидају са возила потребно је складиштити у посебан за то припремљен простор, да би се на адекватан начин одложили, и тиме спречило потенцијално загађење животне средине³.

Отпадно гвожђе, кога процентуално има највише у аутомобилу, најпре се издваја, а затим се обрађује како би се прилагодио потребама железара, где се даље процес рециклаже наставља. Примарна обрада састоји се у сечењу и уситњавању отпадног гвожђа на посебним машинама за те сврхе. Остале материјале је, такође, потребно издвојити из аутомобила и на адекватан начин ускладиштити. Код флуида је ситуација донекле другачија, па се за њихово издвајање користи посебна машина која испумпава све течности из аутомобила. Флуиди се затим складиште у посебним танковима где чекају даљи третман.

Како би један овакав центар добио дозволу за обављање процеса рециклаже аутомобила од стране Министарства за заштиту животне средине, мора да испуњава строге еколошке стандарде (*Правилник о начину и поступку управљања отпадним возилима*, "Сл. гласник РС", бр. 98/2010, члан 12). Циљ процеса рециклаже не подразумева само поновну употребу издвојених секундарних сировина, већ и превентиву потенцијалног загађења животне средине која настаје уколико се оне не третирају на адекватан начин⁴.

3.3. Анализа оправданости пројекта

Након идентификовања пословне климе у оквиру прве, као и прецизног дефинисања инвестиционог пројекта у оквиру друге фазе, потребно је испитати оправданост инвестирања. Сваки пројекат који је предмет инвестирања има основне циљеве који се односе на профит који исти треба да донесе инвеститору, али када је у питању пројекат који се сагледава кроз *СВА*, спектар циљева мора бити већи. Наиме, пројекат поред директне финансијске користи, која је ве-

- 3) Складиштење се врши у монтажним објектима који су покривени и имају бетонски под како би потенцијално опасан отпад био адекватно ускладиштен. Један део тих делова се касније даље продаје и поново уграђује на друге аутомобиле, док се остатак трајно уништава, и из тих делова се издвајају секундарне сировине.
- 4) Основни предуслов који фирма која намерава да се бави рециклажом мора да испуни је поседовање сопственог земљишта. Након престанка процеса рециклаже фирма је дужна да очисти то земљиште и врати га у претходно стање, док у случају закупа земљишта купац нема директно ту обавезу. Такође, поред простора за рециклажу и складиштење рециклираних сировина који је мање површине и који мора бити са бетонском подлогом и покривен, мора се обезбедити већи простор за складиштење аутомобила који чекају процес рециклаже.

ома битна, мора да поседује и шири друштвени утицај који није директно изражен, а који се идентификује у оквиру друштвено-економске анализе.

Рециклажа је процес прераде производа који су на крају свог животног века како би се на тај начин створила сировинска база за поновну производњу других производа. Овакав један процес омогућава да се укупне користи сагледају са различитих аспеката, и као такав погодан је за *СВА*. Савремено потрошачко друштво одликује се креирањем велике количине различитог отпада, који протеком времена представља све већи проблем свих економија у свету. Отпад садржи доста енергије која је у њега уложена током примарне производње, тако да неадекватним третманом истог та енергија одлази у неповрат. Поред енергетских губитака, јавља се проблем слободног простора за отварање депонија, који би у значајној мери био решен рециклажом. Огромни потенцијали индустрије рециклаже на тај начин остају неискоришћени. Због тога свако друштво, које мало озбиљније размишља о будућности, једноставно мора упоредо са осталом, развијати и индустрију рециклаже.

Рециклажа аутомобила једна је од грана индустрије рециклаже. Аутомобили, поред свих својих предности које омогућавају друштву, имају и један велики недостатак који се огледа у њиховом третману након корисног века употребе. Наиме, возила након корисног века употребе постају веома опасан отпад. Аутомобил који у просеку садржи 15000 делова садржи веома опасне материје које након употребе возила треба адекватно збринути, како не би неповољно утицале на животну средину. У развијеним земљама то је одавно установљено, тако да се више од 90% употребљаваних возила, *ELV*, рециклира. Та друштва сматрају да је недопустиво да се возила одлажу на депонијама као класичан отпад.

Савремене анализе показују да је рециклабилност сировина у аутомобилима приближно 75%, што је знатно изнад степена рециклабилности осталих производа и представља разлог више за покретање рециклаже (Медић, 2011, стр. 7). Данашњи произвођачи аутомобила такође се активно укључују у процес рециклаже, производећи аутомобиле које је могуће скоро у потпуности рециклирати. Многе компаније су у свој производни процес увеле принцип *3R (Reduce-Reuse-Recycle)*, који подразумева продужетак корисног века употребе возила, омогућавање поновног коришћења њихових делова и њихово

рециклирање на крају. (Козић, Сударевић, 2005, стр. 24)

Да бисмо са економског становишта оправдали улагање у један пројекат центра за рециклажу аутомобила, морамо идентификовати све користи које такав пројекат директно и индиректно доноси. Све бенефите можемо поделити на оне које можемо новчано изразити, тј. квантификовати и као такве их укључити у финансијску и друштвено-економску анализу, и оне које можемо само квалитативно вредновати и навести као користи пројекта.

Што се тиче квалитативних користи које овакав пројекат доноси, наводимо следеће (Павловић, 2009, стр. 2):

- обнављање возног парка и повећање безбедности у саобраћају,
- повећање степена упослености ресурса у аутомобилској индустрији,
- отварање нових радних места у индустрији рециклаже аутомобила,
- очување животне средине,
- очување природних сировинских ресурса,
- очување природних енергетских ресурса.

Са аспекта *СВА* су значајније користи које је могуће изразити језиком бројки и на тај начин их непосредно укључити у анализу и показати у којој мери је овакав један пројекат исплатив. Ослонац друштвено-економске анализе центра за рециклажу аутомобила овом приликом представљају значајни енергетски бенефити који се јављају у процесу рециклаже сировина. Наиме, за разлику од производње која користи примарне сировине, производња производа из секундарних сировина далеко је енергетски исплативија. Потребно је много мање енергије за производњу производа из секундарних сировина, него код примарне производње из сировина. Управо у томе је кључ процеса рециклаже, јер омогућава далеко рационалније поступање са постојећом енергијом.

Познато је да се процесом рециклаже сировина штеди енергија, али за потребе *СВА* потребно је те уштеде на прави начин идентификовати, а затим изразити у новцу како би допринеле осталим користима пројекта. Табела 3 показује колико енергије се штеди рециклажом најзначајнијих сировина које садржи један аутомобил.

Уштеде у енергији које се могу остварити рециклирањем сировина веома су велике, и крећу се од 29% код рециклаже гвожђа, до веома значајних 86% који се остварују рециклажом алуминијума. Те уштеде је потребно адекватно вредновати, како би их касније, оквиру друштвено-

но-економске анализе укључили, и тиме додатно показали оправданост ове инвестиције. Друштвено-економском анализом оправдано је укључити енергетске бенефите од рециклаже отпадног гвожђа и алуминијума, јер се једино код њих могу идентификовати значајније уштеде у енергији. Уштеде у рециклажи осталих материјала треба поменути у оквиру квалитативних користи, јер је њихов утицај на резултат *СВА* занемарљив, због малог процентуалног учешћа у аутомобилу. Користи од рециклаже алуминијума треба укључити у анализу, иако је његово учешће у аутомобилу свега 4%, јер се код њега остварују највеће енергетске уштеде од невероватних 86%. Аутомобил се састоји од делова који садрже челични лим, као што је каросерија али и чист челик као што је то случај код делова мотора. Можемо претпоставити да се уштеда креће негде између вредности датих у Табели 3, односно антиципираћемо уштеду од 50% енергије (за челични лим уштеда енергије је 55%, док је за гвожђе 29%), која у комбинацији са 68% учешћа овог метала у аутомобилу представља значајну уштеду.

Табела бр. 3 - Специфичне примарне и секундарне енергије производње материјала који се користе у аутомобилској индустрији

Материјал	Енергија потребна за примарну производњу (КЈ/кг)	Енергија потребна за секундарну производњу (КЈ/кг)	Уштеда енергије у %
Челик	40.000	18.100	55
Гвожђе	34.000	24.000	29
Алуминијум	190.000	26.700	86
Стакло	30.000	13.000	57
Олово	41.100	8.000	80
Бакар	100.000	45.000	55
Гума	67.600	43.600	35
Полипропилен	74.300	42.300	43
ПВЦ	65.400	29.300	55
Полиестер	95.800	50.000	48

Извор: Медић Д. (2011) „Анализа економских потенцијала тржишта искоришћених аутомобила у Србији“, дипломски рад, Универзитет у Новом Саду, Технички факултет „Михајло Пупин“, Зрењанин, стр 16.

Поред уштеда у енергији која је очигледна, постоје значајне користи са аспекта животне средине. Наиме, сва енергија која се уштеди у процесу рециклаже аутомобила морала би да се произведе. То би у постојећим условима у Србији значило да би се 70% те енергије добило сагоре-

вањем угља, јер као што је познато већина укупне енергије која се произведе, добија се у термоцентралама (*Технички годишњак*, Електропривреда Србије, 2011, 3). Сагоревањем лигнита ослобађају се многи гасови, а највише CO_2 , који загађује атмосферу и ствара ефекат „стаклене баште.“ Управо то представља трошак који друштво додатно сноси када се нерационално поступа са постојећом енергијом, односно корист која се идентификује као последица уштеда у енергији у рециклажи секундарних сировина (Табела бр. 4).

Табела бр. 4 - Специфична емисија штетних гасова и честица током сагоревања енергената

Енергент	Продукти сагоревања			
	CO_2	SO_2	NO_2	Чврсте честице
Лигнит	2,3 kg CO_2 /kg	51 g SO_2 /kg	3,5 g NO_2 /kg	92 g чест./kg
Дрво	1,4 kg CO_2 /kg	0,2 g SO_2 /kg	1,4 g NO_2 /kg	15,3 g чест./kg
Нафта	3,2 kg CO_2 /kg	18,8 g SO_2 /kg	5,6 g NO_2 /kg	1,2 g чест./kg
Природни гас	1,92 kg CO_2 /kg	0 g SO_2 /kg	4,48 g NO_2 /kg	0 g чест./kg

Извор: U.S. Environmental Protection Agency 2011.

Из Табеле 4 види се да се сагоревањем једног килограма лигнита у нашим термоцентралама ослободи чак 2,3 кг CO_2 . Како бисмо тај ефекат увели у *СВА*, потребно је да нађемо опортунитетни трошак који друштво индиректно има од емисије повећане количине овог гаса у атмосферу. Потребно је утврдити „спремност на плаћање“ сваког појединца и тај износ укључити у анализу. Наравно, тај ефекат је веома тешко мерити, али послужићемо се постојећом законском регулативом развијених земаља. Оне су свим својим великим емитентима овог гаса одредиле одређене таксе које морају да плате како би то компензовало повећано загађење средине. То су такозвани „карбон кредити“ и њих владе тих земаља продају фирмама који су велики загађивачи како би из тог фонда средства усмериле на санацију последица загађења животне средине, тј. појачаног ефекта стаклене баште. Нека истраживања показују да је тај износ на нивоу од 21\$ односно 17€ по тони емитованог CO_2 (Askerman, 2010, стр. 3). То ћемо схватити као додатан бенефит у наредној анализи, пошто се смањењем потреба за енергијом смањује и сагоревање лигнита, а самим тим и емисија CO_2 у атмосферу. На основу свих претходно наведених података можемо табеларно приказати уштеде које индиректно проистичу из процеса рециклаже аутомобила (Табела бр. 5).

Табела бр. 5 - Уштеде у енергији од рециклаже гвожђа по рециклираном возилу

612 кг гвожђа по возилу	Енергија (GJ)	70% енергија из угља		Вредност струје Србија (€) ⁵	Потребан угаљ (t) ⁶	Ослобођено CO ₂ (t)	Друштвени трошак CO ₂ (€)
		GJ	KWh ⁷				
Производња из сировина	24,48	17,14	4760	309,40	2,38	5,47	93,06
Производња из рециклираних сировина	12,24	8,57	2380	154,7	1,19	2,74	46,53
Уштеда енергије	12,24	8,57	2380	154,7	1,19	2,74	46,53

На основу претходно наведених претпоставки везаних за процес рециклаже гвожђа, долази до закључка да се рециклажом једног возила остварују уштеде по два основа:

- по основу смањења енергије потребне за производњу гвожђа, у износу од 154,7€ по рециклираном возилу,
- по основу смањења емисије штетних гасова у атмосферу, пре свега CO₂, у износу од 46,53€ по рециклираном возилу, што представља смањење друштвеног трошка загађења атмосфере.

Коначно, укупне уштеде које би друштво имало по основу рециклаже гвожђа из једног аутомобила износиле би око 201,23€, што ћемо укључити као корист у друштвено-економској анализи у наредном поглављу.

Сличне уштеде остварују се и приликом рециклаже алуминијума, и то:

- по основу смањења потребне енергије за производњу алуминијума у износу од 81,65€ по рециклираном возилу,
- по основу смањења емисије штетних гасова у атмосферу, пре свега CO₂, и то у износу од 24,56€ по рециклираном возилу, што представља смањење друштвеног трошка загађења атмосфере.

Укупни друштвени бенефити које ћемо укључити у друштвено-економску анализу по основу рециклаже алуминијума по рециклираном возилу износиле би 106,21€. То би значило да укупне користи које друштво има само по основу рециклаже гвожђа и алуминијума, по рециклираном аутомобилу, износе око 300€, што представља приход у друштвено-економској анализи.

Наведене податке ћемо искористити као главну уштеду у друштвено-економској анализи и прикључити их осталим приходима пројекта, показујући на тај начин уштеде у рециклажи аутомобила у потпуности. У претходној анализи апстраховали смо уштеде по основу рециклаже других сировина које се налазе у аутомобилима

због процентуално малог учешћа и малог утицаја на укупне користи пројекта. Оне би додатно повећале укупне друштвене бенефите једног оваквог пројекта. Такође, мора се узети у обзир и чињеница да је цена струје у Србији социјална категорија, тако да ни у ком случају не одражава стварну вредност овог вида енергије. Цена струје је под контролом државе због лошег животног стандарда друштва. Због тога су стварни бенефити скоро двоструко већи од наведених, јер је цена струје у Србији више него дупло нижа у односу на европски просек. Управо због тога ћемо у оквиру друштвено-економске анализе извршити конверзију тржишних у обрачунске цене и на тај начин реалније приказати стварне енергетске уштеде од рециклаже секундарних сировина.

Познато је да се у Србији тренутно свега 14% секундарних сировина рециклира. Слична ситуација је и са искоришћеним аутомобилима, док се на другој страни у развијеним земљама у свету тај проценат креће око 75%. Пошто је познат број аутомобила који годишње пређе у категорију *ELV*, као и заступљеност појединих сировина у њима, можемо израчунати потенцијалне губитке које наша земља има од занемаривања значаја индустрије рециклаже, што је приказано у Табели 6.

Табела бр. 6 - Процена годишњих губитака секундарних материјала у Србији

Материјал	На нивоу од садашњих 14% рециклаже <i>ELV</i> у Србији год. настану тонама	На нивоу од 75% рециклаже <i>ELV</i> у Србији би настанало тонама	Губитак од рециклираних материјала до постизања светског нивоа рециклаже од 75% у тонама
Ферометал	9.520	51.000	41.480
Обојени метали	840	4500	3660

Извор: Медић Д. (2011) „Анализа економских потенцијала тржишта искоришћених аутомобила у Србији“, дипломски рад, Универзитет у Новом Саду, Технички факултет „Михајло Пупин“, Зрењанин, стр. 37.

5) 1KWh = 0.065€, Електропривреда Србије, 2011.

6) 1t угља = 2000 KWh, Електропривреда Србије 2011.

7) 1GJ= 277.78 KWh

На основу свега претходно наведеног произилази да је у потпуности оправдано спровести у дело пројекат за рециклажу аутомобила, јер средства уложена у исти у потпуности оправдавају своју намену и имају шире импликације на друштво у целини.

3.3.1. Финансијска анализа

Након дефинисања пројекта и идентификације свих уштеда које он доноси, прелазимо на централни део рада тј. финансијску и друштвено-економску анализу. Финансијска анализа би требало да покаже у којој мери је конкретан пројекат исплатив с аспекта инвеститора. Исплативост пројекта у финансијској анализи се оцењује помоћу критеријума финансијске нето садашње вредности *FNPV*, финансијске стопе рентабилности *FRR* и коефицијента користи и трошкова, *BCR*. Пројекат се посматра у временском периоду од 10 година, што је уобичајено за пројекте у области индустрије, при чему се на то додају и 2 године потребне да би се обавила почетна улагања. Поређењем укупних користи и трошкова у целокупном периоду експлоатације пројекта, и применом технике дисконтовања, долази се до вредности основних критеријума оправданости у финансијској анализи.

Након идентификовања свих неопходних улагања у овај рециклажни центар, потребно је дефинисати динамику тих улагања, као и изворе финансирања пројекта. Будући да пројекат захтева извођење грађевинских радова, и то изградњу зграде за рециклажу и бетонирање платоа, потребно је најмање две године припремног периода за те активности, пре него што започне рециклажа возила. У првој години улагања изводе се само грађевински радови, док је друга година резервисана за набавку неопходне опреме и њено инсталирање. Динамика улагања по годинама представљена је у Табели бр. 7.

Табела бр. 7 - Динамика улагања у пројекат по годинама

Укупна улагања(€)			
Динамика улагања	201x	201x	Укупно
Грађевински објекти	20.000	15.000	35.000
Опрема	14.000	80.000	94.000
Земљиште	10.000		10.000
Студија изводљивости	1.000		1.000
Укупно:	45.000	95.000	140.000

Изворе финансирања потребно је структурирати тако да прилив новца буде правовремен и одговара динамици улагања у пројекат. Идеја је да се максимално искористи тренутна повољна клима за индустрију рециклаже која се огледа у подстицајним средствима која у виду субвенционисаних кредита нуди Фонд за заштиту животне средине. Половину потребних средстава обезбеђује инвеститор пројекта компанија из средстава акумулације, док ће преостали износ бити заокружен средствима субвенционисаног кредита који даје Фонд за заштиту животне средине.⁸

Табела бр. 8 - Динамика извора финансирања

Извори финансирања (€)	Године		Укупно
	201x	201x	
Субвенционисани кредит		70000	70000
Акумулирана добит	45000	25000	70000
Укупно	45000	95000	140000

Поред дефинисања извора финансирања, потребно је утврдити и просечну цену капитала, што је основни инвестициони критеријум који се касније користи као дисконтна стопа у финансијској анализи. Уколико се просечна каматна стопа на кредите за развој креће око 12%, можемо дефинисати опортунитетни трошак сопственог капитала у износу од 15%. Применом метода обрачуна просечне пондерисане цена капитала, долазимо до износа просечне цене капитала за овај пројекат од 8,85%.

Како бисмо наставили са СВА потребно је саставити пројектовани биланс успеха за период од 10 година, колико се у овом случају узима за овај пројекат. Наиме, према методологији коју предлаже Европска комисија, оптималан период за анализу пројекта у индустрији је 10 година. Суштина састављања пројектованог биланса успеха састоји се у томе да нам он омогући да касније поставимо економски ток пројекта, који је основа за израчунавање критеријума прихватљивости инвестиције.

Након дефинисања рока у коме посматрамо конкретан пројекат, потребно је ближе дефинисати функционисање једног оваквог система за рециклажу аутомобила, како бисмо идентификовали кључне приходе и расходе пројекта. Да би један овакав систем функционисао, поред машина и објеката, потребно је обезбедити и квалификоване људске ресурсе. Узимајући у обзир карактеристике возила која треба рециклирати, може се рећи да два радника уз потребну опрему дневно могу да обраде 7-8 аутомобила (око 1800

8) Јавни конкурс за доделу кредита, Фонд за заштиту животне средине, www.sepf.gov.rs, 07.07.2012. Основне погодности овог кредита састоје се у томе да је рок отплате 7 година. Зајмопримцу се обезбеђује грејс период од годину дана у коме се не обрачунава камата, док се на остатку дуга плаћа камата од 3% годишње.

аутомобила на нивоу од годину дана). Приходи које тај обим производње доноси у току једне пословне године исказани су у Табели бр. 9.

Табела бр. 9 - Пословни приходи од рециклаже аутомобила

Секундарне сировине	Количина по возилу (t)	Цена/t €	Пословни приход (€)	
			по возилу	за 1.800 возила
Отпадно гвожђе	0,612	250	153	275.400
Отпадни алуминијум	0,039	1.100	46,56	78.408
Отпадни бакар	0,008	600	4,8	8.640
Пластика	0,08	63	5,04	9.072
Отпадни акумулатори	0,01	500	5	9.000
Укупно:			211,40	380.520,0

Претходно наведеним приходима у оквиру финансијске анализе треба додати и приходе који се остварују по основу продаје половних делова возила која се рециклирају. Законском регулативом прописано је које делове је могуће продавати као половне, а за које то није могуће (Правилник о начину и поступку управљања отпадним возилима, „Сл. гласник РС“, бр.98/2010, Прилог 4). Такође, приходима треба додати и државну субвенцију, која служи као подстицајно средство за рециклажу појединих секундарних сировина. Овде ћемо узети пример подстицајних средстава које држава даје за поновну употребу, складиштење и рециклажу отпадних акумулатора и отпадног уља (Јавни конкурс за доделу подстицајних средстава 2012, Фонд за заштиту животне средине, www.sepf.gov.rs, 07.07.2012). Познато је да сваки аутомобил садржи око 14 килограма уља и акумулатор тежине 10кг, тако да је укупна државна субвенција за 1.800 рециклираних аутомобила годишње представљена у Табели 10. У структури трошкова рециклажног центра за аутомобиле преовлађују издаци за набавку аутомобила за рециклажу који се процењују на 130€ по возилу. Остали трошкови приказани су у Табели бр. 11.

Табела бр. 10 - Приходи од продаје половних ауто делова и подстицајних средстава за рециклажу

Структура прихода	Пословни приходи (€)	
Приходи од продаје половних ауто делова	12.000	
Подстицајна средства државе за поновну употребу, складиштење и рециклажу	Отпадних уља (78€/t)78x1.800x0,014	2.000
	Отпадних акумулатора и стартера (118€/t)118x0.01x1800	2.100
Укупно:	16.100	

Табела бр. 11 - Пословни расходи пројекта

Структура трошкова	Пословни трошкови(€)	
Трошкови директног материјала 1800x130	234.000	
Трошкови радне снаге (брuto)	24.000	
Трошкови инвестиционог одржавања	20.000	
Трошкови погонске енергије (гориво,мазиво,струја)	16.000	
Трошкови амортизације	1-5 година експлоатације	19.675
	6-10 година експлоатације	875

Након дефинисања приходне и расходне стране пројекта, створени су предуслови за састављање пројектованог биланса стања. Претпоставка је да се посматрани пројекат реализује у року од две године од дана почетка градње и да је оптимални период експлоатације истог десет година. Пројектовани биланс успеха представља основу за састављање економског тока пројекта који заузима централно место финансијске СВА. На основу економског тока пројекта, где су јасно дефинисани приливи и издавања готовине, применом методе дисконтовања своде се све користи и трошкови на исти временски тренутак, тј. рачуна се њихова садашњу вредност. Тако дисконтоване вредности можемо искористити за прорачуне основних критеријума финансијске СВА (Табела бр. 12).

Табела бр. 12 - Критеријуми финансијске cost benefit-анализе

Елементи	Вредност
Садашња вредност користи пројекта	2.178.549€
Садашња вредност трошкова пројекта	1.794.761€
Финансијска нето садашња вредност (FNPV)	383.788€
Финансијска стопа рентабилности (FRR)	56,27%
Коефицијент користи и трошкова (B/C)	1,22

Финансијска СВА показала је да пројекат има позитивну нето садашњу вредност, што га сврстава у прихватљиве са аспекта инвеститора. У прилог томе иду позитивна финансијска нето садашња вредност и финансијска стопа рентабилности која је већа од стопе инвестиционог критеријума, односно дисконтне стопе. Закључак је да један овакав пројекат треба реализовати, јер је из перспективе инвеститора прихватљив и доноси му очекивану добит.

3.3.2. Друштвено-економска анализа

Друштвено-економска анализа ослања се на финансијску и, за разлику од ње, анализира конкретан пројекат са аспекта друштва у целини. Својеврсни је изазов нефинансијске компоненте пројекта идентификовати, а нарочито новчано изразити, како би се адекватно укључиле у анализу. Код овог и других сличних пројеката неопходно је паралелно вршити финансијску и друштвено-економску анализу, јер је само на тај начин могуће адекватно вредновати пројекат и донети праву одлуку о реализацији. Будући да се у доброј мери ослања на претходно изведену финансијску анализу, приликом спровођења друштвено-економске анализе велики део података преузима се из финансијске анализе. Примењиваће се иста методологија, тако да ћемо прво саставити пројектовани биланс успеха из кога проистиче друштвено-економски ток пројекта, док се на крају израчунавају критеријуми друштвено-економске *СВА* и доноси коначна одлука о инвестирању.

Како би се коректно спровела ова анализа, потребно је извршити и одређене корекције у односу на претходну финансијску анализу. Корекције се односе на:

- елиминисање ефеката пореза и државних субвенција,
- идентификовање нефинансијских трошкова и њихово изражавање у новцу,
- идентификовање свих уштеда у процесу рециклаже секундарних сировина, уштеда у енергији, и смањене емисије штетних гасова у атмосфери,
- конверзију тржишних у обрачунске цене.

Ефекти пореза и државних субвенција се у претходној анализи јављају на више места, па их свуда и морамо елиминисати. Државне субвенције за рециклажу секундарних сировина морају се у потпуности искључити из ове анализе. Такође, субвенционисани кредит *Фонда за заштиту животне средине* морамо заменити кредитом код неке комерцијалне банке. У овој анализи половину средстава прибавићемо помоћу комерцијалног кредита АИК банке код кога је каматна стопа на нивоу 12%, са роком отплате две године и грејс периодом од годину дана у коме се не плаћа камата.

У друштвено-економској анализи ефекте пореза такође морамо елиминисати. Порези и субвенције представљају инструменте прерасподеле већ стечене вредности, па их зато не укључујемо у ову анализу. Трошкови зарада признају се у висини нето исплаћене зараде, јер се

порези и доприноси на зараде из истог разлога не укључују у ову анализу. Трошкови погонске енергије и инвестиционог одржавања основних средстава такође су дати са порезом, па и њих морамо кориговати. Трошкови за набавку сировина не подлежу фискалној корекцији, будући да се набавка врши од физичких лица која се не налазе у систему ПДВ-а.

Нефинансијски трошкови пројекта огледају се у повећаној буџи у близини постројења за рециклажу. Поред тога, приликом прераде секундарних сировина поред буке јавља се извесна количина прашине, па и то морамо антиципирати као трошак у пројектованом билансу успеха.

О уштедама је било више речи у оквиру дела 3.3, тако да ћемо одатле преузети податке о уштедама у процесу рециклаже. Њих можемо поделити на два дела. Уштеде у енергији приликом рециклаже секундарних сировина, као и уштеде у смислу смањене емисије штетних гасова у атмосферу, и у том облику их укључити у пројектовани биланс успеха.

Такође је потребно извршити конверзију тржишних у обрачунске цене. Услед неефикасности тржишта долази до искривљености цена производа којима се на њима тргује. Како би друштвено-економска анализа што реалније оценила инвестициони пројекат, потребно је поједине тржишне цене конвертовати у обрачунске (Табела бр. 13).

Табела бр. 13 - Конверзија тржишних у обрачунске цене

Елементи	Износ пре конверзије (€)	Конверзиони фактор	Износ након конверзије (€)
Уштеде у енергији	425.425	1,5	638.138
Трошкови зарада	16.284	2	32.568
Трошкови горива и енергије	13.333	2	26.666
Трошкови инвестиционог одржавања	1-5 год. експлоатације	2	33.334
	6-10 год. експлоатације	2	50.000

Како бисмо будуће новчане токове свели на садашњу вредност, потребно је извршити дисконтовање. Будући да је наша земља у процесу прикључивања Европској унији друштвену дисконтну стопу ћемо дефинисати на нивоу од 3,5% по препоруци Европске комисије (European Commission, 2008, 57). Нижа дисконтна стопа у друштвено-економској анализи условиће мање обезвређење будућих новчаних токова, што доводи до повећања укупних нето користи. Услед елиминисања ефеката пореза и субвенција доћи

ће до смањења нето користи, јер се у овој анализи елиминишу у потпуности подстицајна средства државе за рециклажу секундарних сировина. Са друге стране, све то ће бити компензовано укључивањем у анализу користи пројекта које се односе на смањену емисију штетних гасова и уштеда у енергији које се добијају процесом рециклаже. Будући да су поједина тржишта неефикасна, конверзија тржишних у обрачунске цене довешће до промена како на страни прихода, тако и на страни трошкова. На основу свега претходног састављају се пројектовани биланс успеха и друштвено-економски ток пројекта, а преко њих долазимо и до вредности критеријума друштвено-економске анализе (Табела бр. 14).

Табела бр. 14 - Критеријуми друштвено-економске cost-benefit анализе

Елементи	Вредност
Садашња вредност користи пројекта	9.024.338€
Садашња вредност трошкова пројекта	2.729.395€
Економска нето садашња вредност (ENPV)	6.294.943€
Економска стопа рентабилности (ERR)	301%
Коефицијент користи и трошкова (B/C)	3,31

Према друштвено-економској анализи СВА пројекат је прихватљив и са аспекта друштва у целини, које ће поред инвеститора такође имати значајне користи. Садашња вредност користи пројекта је већа од садашње вредности трошкова пројекта што доводи до економске нето садашње вредности у износу од 6.294.943€. Знатно већи износ нето садашње вредности у друштвено-економској у односу на финансијску анализу условљен је постојањем великог броја нефинансијских чинилаца који су позитивно утицали на укупне користи пројекта. Наиме, рециклажа секундарних сировина као процес је веома значајна за будућност индустрије сваке земље, из више разлога. Поред великих енергетских уштеда у самом процесу, о којима је већ било речи, постоје и значајне користи за друштво услед смањеног загађења животне средине. Коефицијент користи и трошкова очекивано је значајно изнад критичне вредности, а сваки динар трошкова пројекта покривен је са 3,31 динара користи од пројекта.

Након спроведене финансијске и друштвено-економске анализе, може се са сигурношћу констатовати да пројекат рециклажног центра за аутомобиле треба реализовати. Позитивне вредности критеријума у обе анализе олакшавају реализацију истог и додатно дају потврду да је пројекат оправдан, како са аспекта инвеститора, тако и са аспекта друштва у целини.

Закључак

Потенцијали индустрије рециклаже у свету су одавно уочени, па не чуди интензитет процеса рециклаже у развијеним земљама света. Савремено потрошачко друштво креира свакодневно велике количине отпада који садржи огромне количине акумулиране енергије из примарног процеса производње. Рециклажом таквих сировина, поред тога што се у великој мери решава проблем одлагања отпада, остварују се и огромне енергетске и еколошке уштеде.

Аутомобили, као потенцијалан извор секундарних сировина, веома су повољна основа за развој индустрије рециклаже у Србији. За разлику од развијених земаља, Србија има посебно изражене потенцијале за рециклажу аутомобила. Наиме, услед ниског животног стандарда, просечна старост возила је већа од 15 година, што представља одличну основу за развој индустрије рециклаже. Услед недостатка средстава држава није у стању да кроз систем субвенција креира бољи привредни амбијент за развој индустрије рециклаже, тако да је све препуштено иницијативи привредника. Као крајњи резултат јавља се „оскудно“ развијена индустрија рециклаже у Србији, иако за њу постоје огромни потенцијали.

Процес рециклаже секундарних сировина у себи носи финансијске користи за друштво. Поред тога јавља се велика количина нефинансијских користи, које је реално веома тешко мерити и укључити у анализу. Управо због тога је са аспекта cost-benefit анализе цео процес је још интересантнији, јер она омогућава идентификацију како финансијских, тако и свих нефинансијских користи које тај процес доноси. Cost-benefit анализа је та која додатно апострофира значај процеса рециклаже, адекватно валоризујући укупне користи пројекта.

Код овог и њему сличних пројеката где нефинансијске користи долазе до изражаја, примена СВА представља неопходност, а не потребу. За разлику од СВА, код класичних финансијских анализа користи које нису дате директно остају необухваћене, па је самим тим резултат анализе често погрешан. У прилог томе иде и чињеница да је остварена нето корист у друштвено-економској анализи вишеструко већа од оне остварене у финансијској. Примена искључиво класичних анализа често у таквим ситуацијама наводи на погрешну одлуку која може одбацити пројекат, иако он има значајан потенцијал са аспекта друштва у целини.

Рационалнија употреба постојеће енергије, смањење загађења животне средине и други

еколошки проблеми захтеваће у будућности све већи број оваквих пројеката. Профит као конвенционално мерило перформанси пројекта постепено ће бити замењен сетом мерила. Тај сет мерила ће садржати и профит, али и многе друштвене норме која сваки пројекат мора испунити да би се реализовао. Управо у једном таквом амбијенту *СВА* долази до пуног изражаја, тако да ниједан озбиљнији пројекат неће бити реализован, а да пре тога не буде предмет детаљне *cost-benefit* анализе. У земљама Европске уније то је одавно постало пракса, сада остаје да поучени добрим искуством других земаља, пројекте по тој методологији реализујемо и код нас.

Литература

1. Ackerman F. (2010) The social cost of carbon, Stockholm, Enviroment institute–U.S. Center
2. Boardman A., Greenberg D., Vining A., Weimer D. (2001) Cost-benefit analysis, Prentice Hall
3. Brdarević Lj., Toft D. (2009) Razvoj i finansiranje kapitalnih investicionih projekata, The Urban institut, Washington DC.
4. Електропривреда Србије, ЕПС (2011) *Технички годишњак*
5. European Commission (2008) Guide to Cost-Benefit analysis of investment projects, Brussels
6. Козић А., Сударевић Д., „Приступ рециклирању моторних возила“ Фестивал квалитета XXXII Национална конференција о квалитету, Крагујевац, 2005
7. Медић Д. (2011) Анализа економских потенцијала тржишта искоришћених аутомобила у Србији, дипломски рад, Зрењанин, Универзитет у Новом Саду, Технички факултет „Михајло Пупин“
8. Петровић Е., Денчић-Михајлов К. (2007) *Пословне финансије-дугорочни аспект финансирања*, Ниш, Економски факултет
9. Правилник о начину и поступку управљања отпадним возилима, „Сл. гласник РС“, бр. 98/2010
10. Чупић М. (2009) *Cost-benefit анализа*, Крагујевац БСЦ

Извори са интернета:

1. Ауто-блог, www.autoblog.rs.
2. Републички завод за статистику, www.webrzs.stat.gov.rs
3. Фонд за заштиту животне средине, www.sepf.gov.rs.
4. U.S. Environmental Protection Agency, www.epa.gov.

Електронски Водич кроз пословање

Систематизована електронска збирка закона, подзаконских аката и других прописа, правних мишљења и модела уговора неопходних за савремено пословање.

CD садржи преко 10.000 прописа, модела уговора у привреди и мишљења министарстава. Претплатницима се квартално доставља CD са ажурираним прописима. Могућност ажурирања преко интернета.



Више информација на www.srrs.rs или www.praksa.rs

мр Радмила
ТРКЉА*
Милан
ТРКЉА**

Утицај савременог пословног окружења на каријеру запослених

Резиме

Окружење у којем људи раде непрестано се мења, а те промене директно утичу на каријеру запослених. Концепт каријере мења концепт посла и, у вези с тим, савремене организације велики значај придају каријери запослених и њеном развоју. Могућности развоја каријере обезбеђују квалитетније и способније кадровске капацитете организације, што доприноси повећању њене конкурентске способности. Данас ни у једној организацији нема хијерархијског напредовања према планираним основама организације. У традиционалним организацијама основно је било „знати како“, а у савременим организацијама запослени морају и „знати зашто“ и „знати коме“. У савременом окружењу организације су флексибилне, са непредвидивом будућношћу и не нуде дугорочно напредовање у каријери као традиционалне организације. Запослени у актуелном времену треба додатно да се едукују и усавршавају како би могли да одговоре на захтеве тржишта рада. Код савременог концепта образовања и садржај програма се усклађује са ситуацијом у предузећу, радним местом и задацима. Циљ овог рада је да прикаже компоненте које доприносе развоју каријере, као и њихов значај и улогу у условима савременог пословања. У чланку су разматрани: образовање запослених, стваралачке вредности запослених, усавршавање и развој каријере, фазе у развоју каријере, улога организације у усавршавању, улога руководиоца у планирању каријере, улога запослених у развоју каријере.

Кључне речи: људски ресурси, образовање, каријера, учење.

Увод

Пословање у 21. веку захтева трансформацију индустријске у информациону технологију, као и прилагођавање традиционалног начина пословања и организовања новим условима, ка-

рактеристичним за променљиве услове пословања. Највећа пажња и интересовање усмерени су на људски потенцијал односно на борбу за искусне руководиоце и квалитетне стручњаке. Појединци у свом радном веку обављају више различитих послова, у зависности од околности и

*) Скупштина града Приштине са седиштем у Грачаници

***) Скупштина града Приштине са седиштем у Грачаници

њихових амбиција у каријери. Изазови глобалне конкуренције, технолошког развоја и друштвених промена приморавају организације да омогуће развој запосленима. Развој подразумева формално образовање, радно искуство и процену способности, који пружају могућност запосленима да се припреме за будућност, за разлику од традиционалног начина усавршавања, који је био усмерен на побољшање успешности запослених у обављању свакодневних послова. Стално усавршавање запослених је значајно не само за запослене, већ и за организацију. Организација треба да усклади своју инфраструктуру тако да њене визије, мисије и циљеви развоја буду видљиви и јасни сваком њеном појединцу. Она треба да показује заинтересованост за усавршавање запослених и да разуме њихове потребе. Када у организацији постоји таква атмосфера запослени стављају свој професионални развој и каријеру на прво место и радо остају у њој, све док им она обезбеђује услове у којима су задовољни.

1. *Образовање запослених*

Ако претпоставимо да су људски ресурси од непроцењивог значаја за развој и постизање конкурентске предности организације, готово да се сам намеће закључак о важности сталног и константног образовања, напредовања и развоја запослених. У том смислу важно је нагласити да организација зна онолико колико знају запослени у њој, те је стога веома важна спремност организације да запосленима омогући услове за развој. Савремени услови привређивања, поред потребе за прилагођавањем предузећа, подразумевају и потребу за прилагођавањем запослених. Док се организације прилагођавају убрзаним променама у окружењу, запослени се прилагођавају честим променама захтева радног места и услова под којима раде. Образовање и стално усавршавање запослених постају један од кључних фактора развоја људских ресурса, организационе флексибилности и конкурентске предности. Фундаментални циљ обучавања је да помогне предузећу да постигне циљеве повећањем вредности његовог кључног ресурса – људи које запошљава. Обучавање подразумева и инвестирање у запослене, ради њиховог бољег оспособљавања за рад на одређеном радном месту.

Образовна функција у предузећу представља сложеноу активност и задатак који се остварује у

оквиру менаџмента људских ресурса и једна је од његових најзначајнијих подфункција. Обухвата следеће појмове: учење, тренинг, образовање, обуку, стручно усавршавање и развој запослених.

- Учење је процес стицања знања и вештина, неопходних за успешно обављање одређеног посла. За учење је карактеристично стицање и усавршавање знања, вештина и навика кроз образовање и праксу.
- Тренинг се дефинише као напор усмерен ка побољшању перформанси запослених на радном месту. Подразумева организовани програм увежбавања и усавршавања неке физичке или интелектуалне способности. Да би тренинг био успешан, треба га ускладити са стварним потребама посла и предузећа. У том смислу, мора да буде добро осмишљен и унапред испланиран.
- Образовање подразумева унапређење укупних спознаја, знања, вештина и способности за самостално одлучивање и деловање у одређеним ситуацијама. На тај начин врши се оспособљавање запослених за обављање различитих послова и стварање неопходних претпоставки за даљи развој. Углавном је усмерено ка будућности, односно ка будућим захтевима посла.
- Обука представља плански напор предузећа да побољша перформансе запослених на радном месту. То је процес стицања знања и вештина неопходних за обављање конкретних послова и радних задатака. Окренута је текућим пословима и садашњости. Обука запослених постаје све значајнија активност у оквиру функције менаџмента људских ресурса, услед глобализације светске привреде и јачања потребе за вођством, растућег значаја знања, као и потребе за привлачењем надарених појединаца. Компаније широм света улажу огромна средства у организовање различитих програма обуке запослених, како би остварили конкурентску предност на тржишту. Нека истраживања вршена у развијеним земљама показују да се на различите програме образовања троши од 1,5 до 2% укупног годишњег буџета зарада, а уз индиректне трошкове тренинга ови трошкови могу да достигну и до 10% буџета зарада.¹
- Развој подразумева стицање нових знања, вештина и способности неопходних за преузимање нових и сложенијих послова и позиција и припремање за будућност и захтеве који већ долазе. На основу наведеног може се закључити да су разлике између тренинга, обуке, обра-

1) Б. Богићевић, *Менаџмент људских ресурса*, Економски факултет Београд, 2004, стр. 153.

зовања и развоја све мање, јер су у савременим и све сложенијим условима привређивања предузећа заинтересована за стално унапређење знања запослених, као и за њихово припремање за успешно решавање све већих и све актуелнијих изазова и промена.

2. Стваралачке вредности запослених - осврт на традиционално оријентисано пословање

Као што је познато, у традиционално оријентисаном предузећу радници су плаћени за своје време. Рад појединачног запосленог нема вредност која се може квантитативно одредити. Када је посао уситњен на једноставне задатке, предузеће нема другог избора него да вреднују раднике по ефикасности уз коју обављају неки уско дефинисани посао. Проблем је у томе што се повећана ефикасност уско дефинисаних задатака не одражава нужно на боље обављање читавог процеса. Међутим, након промена у пословном окружењу, у коме запослени обављају процесни посао, предузећа могу мерити њихов учинак и платити им на основу вредности коју створе. Та вредност је мерљива јер у пословном процесу који је претрпео промене тимови стварају производе и услуге који имају стварну цену. „На пример“ нови фотоапарат има цену, док механизам затварања фотоапарата нема. Плаћање запосленима, зависно од положаја и добити, плаћање људима само зато што су се појавили на послу и давање повишица само зато што је прошла још једна година спадају у прошлост. Плаћање запослених зависило је од њиховог положаја у организацији: виши положај - већа зарада данас није у складу са принципима савременог пословања. Традиционална схема бодова, у којој је висина нечије плате математичка функција броја подређених који раде за ту особу и величине буџета којим располаже не уклапа се у ново пословно окружење. Основна карактеристика савременог начина пословања јесте да се оцењују допринос и учинак запослених, односно њихова стваралачка вредност. Уводе се промене у култури и структури организације. Запослени треба да верују да раде за своје клијенте, а не за своје шефове. У то ће поверовати само у обиму у којем то истиче политика награђивања у предузећу. Традиционално оријентисано предузеће омогућавало је повећање удела бонуса сваког менаџера према критеријуму задовољства купца. Када су њихови бонуси зависили искључиво

од тога колико добро поједини делови предузећа раде, менаџери су непрекидно долазили у међусобне сукобе у вези са грешкама, надлежностима и средствима. Сада када су менаџери усредсређени на максимално задовољење клијентата, интерне несугласице су скоро нестале. Менаџмент системи организације – начин на који су људи плаћени, мерила према којима се вреднује њихов рад и слично – главни су фактори који првенствено обликују уверења и стваралачку вредност запослених.² Културне вредности које постоје у неким традиционалним предузећима су нуспојава уситњеног менаџмент система, који је усмерен на ранији учинак, наглашава контролу и чува хијерархију као светињу. На шта год указивале вредносне изјаве таквих предузећа, њихови менаџмент системи у стварности подстичу следеће вредности:³

- шеф ми даје плату; иако постоје несугласице о услуживању клијентата, прави циљ је да шеф буде срећан;
- ја сам само делић механизма; моја најбоља стратегија је да држим главу доле и није ми у интересу да проузрокујем никакве турбуленције;
- што више имам директних извештаја, то сам важнији;
- сутра ће бити исто као и данас.

Проблем је у томе што наведене вредности и уверења не промовишу учинак који захтевају организације усмерене на задовољење клијентата тј. савремена предузећа. Ова уверења у супротности су са новим процесима створеним у савременим предузећима, где запослени треба да имају следећа уверења:

- клијенти исплаћују наше плате - мора се урадити све да би они били задовољни;
- сваки посао у предузећу је битан и важан - ја сам битан;
- појављивање на послу није постигнуће; плаћен сам за вредност коју створим;
- морам прихватити да су проблеми моји и решити их;
- припадам тиму - успећемо заједно;
- не зна се шта доноси сутрашњи дан; стално учење је део мог посла.

Нови систем за развој запослених који користи менаџмент у организацијама данас подразумева много више од традиционалног тренинга заснованог на извршавању задатака, на који се многе организације још увек фокусирају. Мно-

2) Mihael Hammer & James Champy, „Reinženjering tvrtke“ - Manifest za poslovnu revoluciju, MATE d.o.o. Zagreb. стр. 78.

3) Mihael Hammer & James Champy, „Reinženjering tvrtke“ - Manifest za poslovnu revoluciju, MATE d.o.o. Zagreb. стр. 78.

гим новим запосленима који су тек дошли у организацију недостају основне вештине или таленти потребни за извршавање задатака. Неке компаније на радионицама које организују постављају задатак супервизорима да наведу два нова радника од којих је један пожељан тип запосленог, каквих би требало да буде више, а други је просечан радник. Следеће што менаџери могу да ураде је да саставе листу особина која разликује ова два запослена. Зачуђујуће је то што се вештине у обављању основних задатака овде или не спомињу, или су рангиране веома ниско. Нови радник би требало себи да постави питање шта се од њега очекује у току прве године рада, а за то му је потребан тренинг у обављању задатака. Он треба да зна шта се очекује од њега при обављању ових задатака. Неопходно је да нови запослени упознају политику организације, осете радну атмосферу, да би знали како да се уклопе и постају део ње. Од још веће важности је да упознају послодавца и успоставе добре односе са њим, као и да знају на који начин он жели да се посао обавља. На тај начин ће бар мало победити анксиозност, збуњеност и стрес. Често се поставља питање на који начин запослени може да научи све што му је потребно, када му се не дају ни писане информације нити има ментора. Искуства неких компанија указују на то да би са запосленима требало да се ради много више и да се њихов рад усмерава. Организације које немају такав план развоја запослених губе профит, а запослени губе мотивацију. У новије време развијају се бројни програми мотивације којима се настоје унапредити перформансе. Чињеница је да запослени, њихова мотивација, развој и задовољство постају средишња тачка промишљања менаџмента јер управо они представљају главно оруђе конкурентске предности на тржишту. Менаџери морају да употребе своја знања, како организациона тако и психолошка, како би изградњом квалитетног мотивационог програма и интегрисањем управо мотивационих техника које одговарају специфичној ситуацији, створили повољну организациону климу и услове под којима запослени могу да остваре властите потребе и жеље, а тиме и да пруже максималан допринос успешности организације.

3. Усавршавање и развој каријере

Савремене организације, а нарочито службе за људске ресурсе, све више се баве каријером и њеним развојем. Значај каријере проистиче и из чињенице да се преко ње најјаче и најочигледни-

је повезује и обједињује индивидуални и организациони циљеви и интереси. Планирање каријере је процес помоћу којег појединац идентификује и примењује кораке и активности неопходне за постизање циљева каријере. Да би се каријера изучавала, планирала и развијала, неопходно је да се прецизније одреди шта се под каријером подразумева.

Под каријером се обично подразумева професионални ток развоја неког појединца у током радног века. Развој каријере укључује планирање каријере, развој могућих праваца каријере, активности тренинга и развоја, промоцију, формалне кадровске политике, критеријуме промоције, процену, саветовање и подстицање менторског рада. Планирање каријере, је процес помоћу којег појединац идентификује, предузима и усмерава мере и активности неопходне за остваривање професионалних циљева. Управљање каријером је процес у којем менаџмент организације плански и систематски прати, оцењује, распоређује, усмерава и утиче на развој потенцијала запослених, ради обезбеђивања потребног броја квалификованих лица и оптималне искоришћености њихових знања, вештина и способности, у циљу остваривања организационих и индивидуалних интереса и циљева. Планирање и управљање каријером подразумева координирану активност менаџера, појединца и стручне службе за развој људских ресурса. Систематско планирање каријере представља значајну подршку развоја индивидуалних потенцијала и један од важних аспеката стратешког управљања људским ресурсима. На тај начин у организацији треба да се развије потенцијал за промене и иновације. Као и остале функције и задаци менаџмента људских ресурса, планирање и управљање каријером захтевају интегралан приступ и синхронизацију свих функција, што је илустровано Сликаом бр.1.

Планирање и развој каријере показује интерес организације за потенцијале запослених и има значајно мотивационо дејство. Организација на тај начин боље користи потенцијале појединца и непосредно утиче на смањење флукуације и апстиненције. Са организационог аспекта, планирање каријере представља циљно усмерен и осмишљен план следбеника на свим хијерархијским нивоима предузећа. Ради се о превасходној функцији менаџмента људских ресурса, која треба да усклади самосталне потребе и планове каријере са потребама организације и подразумева:⁴

- процену способности и потенцијала запослених,
- дефинисање могућих линија кретања у послу,

4) Stone/Meltz: Human Resource Management in Canada. Holt, Rinehart and Winston of Canada, Toronto, 1991. стр. 381-385

Слика бр. 1 - Процес успостављања каријере



Извор: Stone/Meltz: Human Resource Management in Canada. Holt. Rinehart and Winston of Canada, Toronto, 1991, стр. 385

- напоре да се каналишу индивидуални интереси везани за каријеру у правцу који је компатибилан с будућим потребама организације за људским ресурсима.

Каријера треба да буде подједнако предмет пажње појединца и организације у којој ради. У функцији сопственог развоја и остваривања циљева, помоћу планирања развоја каријере организација доводи индивидуалне развоје циљева у функцију организационих. Тако каријера има истовремено субјективну и објективну димензију. Субјективна се односи на ставове, интересе и мотиве појединца, а објективна на организационе услове, структуру радних места, критеријуме напредовања и слично.

На основу датог приказа види се да је основа за ефикасно обављање послова успешно планирање каријере и кадрова. Приликом планирања каријере, организације морају повести рачуна о организационим потребама и о појединачним перспективама. За организације је важно да њени запослени улажу напор за развој каријере, чиме ће обезбедити способније кадрове, што аутоматски доводи до повећања конкурентске способности организације. Развој каријере огледа се у контексту живота и свестраног развоја личности, а не само личности као радника. Избор

занимања и смера којим ће се кретати каријера запослених назива се планирање каријере. Планирање каријере може да буде организационо и индивидуално. Организационо планирање каријере је процес којим менаџмент организације планира циљеве каријере својих запослених, док индивидуално планирање каријере врши сам појединац. Бити успешан у каријери подразумева остваривање личних циљева у вези са послом, а у оквиру доприноса организацији, при чему: организација постаје атрактивнија за потенцијалне кандидате и побољшава имиџ, повећава се посвећеност послу запослених и јача њихова мотивација.⁵

Развој каријере је процес повезаних индивидуалних и организационих активности у којем појединац и организација заједнички доприносе унапређивању и развоју индивидуалне каријере. На тај начин, обједињују се индивидуалне активности планирања каријере и организационе активности управљања каријером. Развој кадрова нема за циљ само стицање специфичних вештина, већ и шире ангажовање запослених, побољшање способности комуницирања и подстицање креативности. Неопходни услови за успешан развој кадрова јесу подршка највишег менаџмента и разумевање развоја у вези с другим кад-

5) др Дарко Лојић, „Планирање и развој каријере“, Војно дело 2/2009. год. оп. cit. стр.175.

ровским активностима. Задовољавајући степен образовања је потребан организацији ради очувања конкурентске предности. Потребно је ићи у корак са временом, стално усавршавати запослене путем организовања семинара, различитих курсева, радионица и слично, чиме се обезбеђује пут за непрекидно усавршавање запослених.

Разлози за улагања у образовање су:⁶

- формално образовање и школски систем не могу успешно да одговоре на све захтеве савремене, динамичне организације и променљивих услова тржишта;
- промене у технологији захтевају нова знања и вештине;
- модерно пословање тражи нове вештине попут: интерперсоналних и комуникационих вештина, вештине у управљању конфликтима и слично;
- савремено пословање захтева све више практичних знања и вештина које нису довољно заступљене у формалном образовању и
- од запослених се све више тражи да буду способни да читају и пишу пословна писма и извештаје, разумеју и употребљавају писане инструкције, једноставне математичке поступке и слично, односно да буду функционално писмени.

У интересу сваког предузећа је да се у структури његових запослених налази што већи број стручњака. Из тих разлога запослени треба стално да се усавршавају.

Циљеви усавршавања су:

- подизање конкурентске способности компаније;
- побољшање радне успешности;
- активирање знања и вештина запослених;
- иновирање менаџерског знања;
- решавање организационих проблема;
- усмеравање нових запослених;
- промовисање пословне политике и
- усмеравање за нове послове.

3.1. Фазе у развоју каријере

Природно је познато да људи мењају основна животна интересовања, што доводи до промена у каријери. Веома је важно познавати фазе каријере због тога што различите фазе захтевају различите активности и различиту подршку и

помоћ организације и њеног менаџмента, као и различите поступке усклађивања индивидуалних и организационих потреба и интереса. У различитим периодима живота човек има специфичан однос према каријери. Током развоја каријере људи се непрекидно мењају, нарочито у погледу вредносних и животних ставова, циљева, амбиција, могућности и потреба. Једна ситуација је присутна на почетку, друга на средини, а трећа на крају каријере. Најједноставније речено, људи са 23 године и људи са 50 година желе различите ствари у животу, па и у каријери. Већина аутора сматра да постоје четири кључне фазе у развоју каријере. Иако се често повезују с одређеним животним раздобљима и опредељују на основу одређеног временског трајања, њихов почетак и њихово трајање зависе од природе и сложености занимања, трајања образовног процеса и припреме за бављење конкретним занимањем. Познавање фаза у развоју каријере пружа користан оквир за разумевање искуства током каријере. Различите фазе захтевају различиту подршку менаџмента организације и различите начине усклађивања индивидуалних и организационих потреба. Према Шајну (Schein, 1978) постоји девет фаза циклуса каријере. Гринхаус и Каланин (Greenhaus and Callanan, 1994) издвајају пет фаза у каријери, и то: избор занимања, улазак у организацију, рана каријера, средња каријера и касна каријера. Међутим, аутори се најчешће опредељују за четири фазе у развоју каријере.

Фаза успостављања каријере⁷ – почиње уласком појединаца у организацију и првим избором посла, због чега се означава и као фаза уласка у каријеру. Обично се везује за период између 18. и 25. године живота. Реч је о фази увођења у посао, навикавања на радну средину и организацију, стицања потребних знања и вештина, упознавања својих способности и могућности, упознавања својих колега и руководилаца и друго. То је фаза преиспитивања и одмеравања својих могућности и циљева, социјализације и оријентације, учења и прилагођавања.

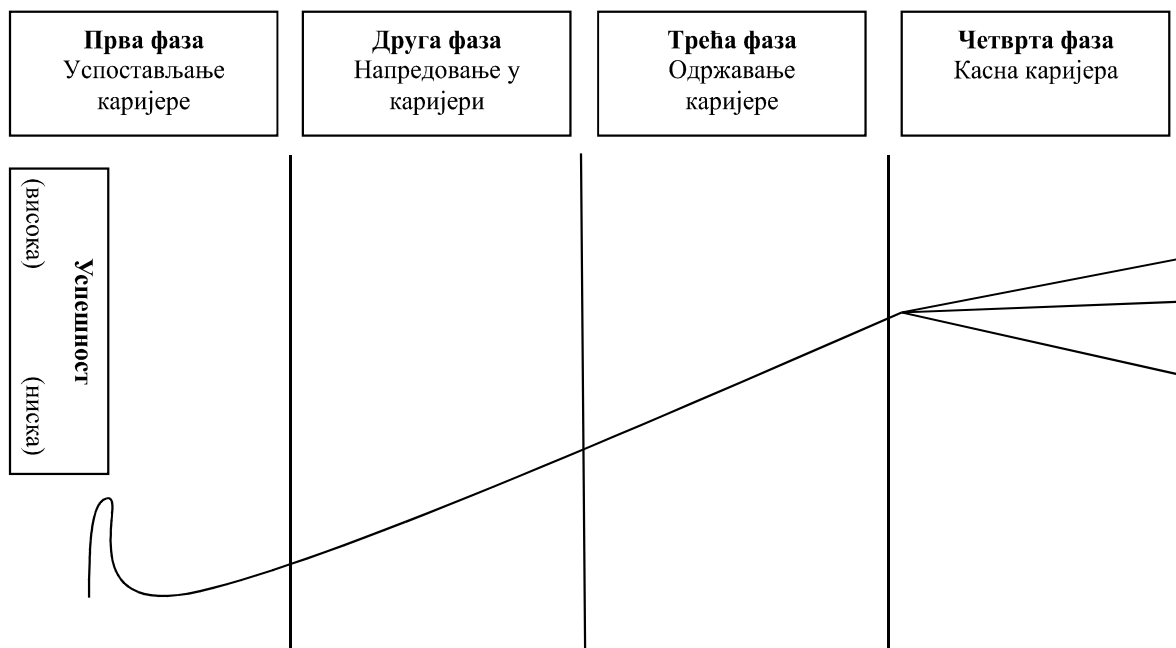
Истраживања показују да преко половине новозапослених своју каријеру не започиње послом који су желели, па је зато флукуација радне снаге најизраженија у овој фази развоја каријере.

Фаза напредовања у каријери – почиње између 30. и 35. године и траје до 40. или 45. године живота. Запослени је у њој стабилизовао каријеру, определио се за одређени посао, иска-

6) Stewart, T. (1994), „Your Company’s Most Valuable Assets: Intellectual capital“, *Fortune* Vol. 130, No 3, October.

7) проф. др Мића Јовановић-Божинов, др Живко Кулић, др. Татјана Цветковски, „Менаџмент људских ресурса“, факултет „Мегатренд“, 2005.

Слика бр. 2 - Фазе у развоју каријере



Извор: Hall, D., and Associates: „Career Development in Organizations“, San Francisco, Jos-sey-Bass, 1986, p.57

зао одређене потенцијале и могућности, социјализовао се са организацијом и њеном културом, стекао потребну сигурност и потпуно се оспособио за самосталан рад.

У овој фази посебна пажња посвећује се вредновању радног доприноса и систему напредовања. При њеном крају запослени тачно зна да ли је на правом путу остварења својих професионалних циљева или није. На њему је да се определи коме ће дати предност: послу или породици. При крају друге фазе, може се појавити криза која се везује за “средину каријере”,⁸ у којој су актуелна интензивна преиспитивања остварених, тј. неостварених професионалних жеља и амбиција.

Фаза одржавања каријере – почиње између 40. и 45. године и траје до 50. или 55. године живота. У њој запослени има стабилан, потврђен и признат положај унутар организације, проверена знања, потврђене способности и неоспоран допринос. Иако се обично назива фазом одржавања, у њој се често одигравају велике промене у каријери: може се наставити њен даљи раст, одржавати постојеће стање или започети период опадања.

То је фаза у којој се свде професионални рачуни и преиспитује шта је урађено, а шта пропуштено да се уради на професионалном плану. У њој, а нарочито на њеном почетку, из наведе-

них разлога може доћи и до преиспитивања животног стила и животних вредности, посебно у случају неостваривања професионалних и животних циљева и планова. Појединци се у том периоду опредељују за нове изазове и задовољства, промену посла, промену брачног друга итд.

Фаза касне каријере⁹ – почиње између 50. и 55. године живота и траје до пензионисања. Многи аутори је означавају фазом повлачења и опадања активности. Пажљивијом анализом закључује се да се она састоји од две подфазе:

- подфазе одржавања каријере,
- подфазе повлачења и припремања за пензију.

Иако је реч о последњој фази у развоју каријере, карактерише је осећај испуњености послом и минулим радом. У њој се стечено знање преноси на млађе колеге и користи за развој организације, нарочито у подфазе одржавања каријере. Другу фазу карактерише психичка и професионална припрема за одлазак у пензију. У њој долази до смањивања радне активности, преношења дужности, овлашћења, знања и искуства на млађе.

У овој фази људи се различито понашају и различито односе према ономе што их очекује. Престанак каријере за многе представља психолошку трауму, а помоћ запосленима да се спрем-

8) www.poslovniforum.hr

9) Исто

но суоче с одласком у пензију сматра се последњим чином управљања каријером. Запослени различито подносе престанак каријере. Нарочито тешко прихватају одлазак у пензију они којима су посао и каријера представљали средиште живота. Савремене организације увиђају ове проблеме и запосленима на разне начине пружају помоћ у суочавању с одласком у пензију. Последњим чином управљања каријером сматра се припрема за пензионерски живот. Тај програм најчешће обухвата: начин коришћења слободног времена, саветовање из области здравства, промену начина живота, могућност развоја нове каријере изван организације или у организацији и слично. У последње време све више се указује и на могућност рада са скраћеним радним временом уместо одласка у пензију, јер је такав начин наставка каријере за већину запослених прихватљив.

3.2. Улога организације у развоју каријере

За разлику до личне перцепције каријере, која се заснива на сопственим схватањима личних потенцијала, мотивацији и ставовима, организација приступа каријери запослених првенствено с аспекта својих потреба и настоји да индивидуалне потенцијале повеже с тим потребама.

Организација има веома важну улогу у развоју професионалне каријере. Ту улогу остварује преко службе или сектора за људске ресурсе.

За успешно управљање каријером неопходне су три врсте информација:

- опште информације о организационој мисији и стратегији и организационим циљевима и плановима пословања и развоја;
- информације о запосленима, њиховим знањима, вештинама, интересовањима, циљевима, способностима и развојним потенцијалима и
- информације о пословима и радним местима који ће бити слободни или ће се јављати као последица планираног развоја и планираних промена, односно информације о организационим потребама.

Један од основних начина деловања на развој каријере остварује се путем информација. Усклађивање индивидуалних и организационих циљева и потреба највећим делом се обавља кроз размену информација, подстицање развоја, саветовање, усмеравање и слично. За организацију је веома важно да обезбеди добар систем процењивања успешности запослених и њихових потенцијала. У процењивање успешности обично се укључује и сегмент који се везује за

развојни потенцијал, спремност за стално учење, усавршавање и развој.

Један од најдрагоценијих извора информација везаних за каријеру је персонални досије, у којем се налазе подаци о знањима, способности, интересовањима, могућностима и постигнутим резултатима запосленог.

Највећу одговорност за то сноси организациони део (служба, сектор или одељење) за људске ресурсе, који израђује методологију, прикупља, анализира и обрађује информације и даје стручну помоћ менаџерима и запосленима при доношењу одлука у вези с каријером.

Сектор за људске ресурсе треба да обезбеди релевантне информације о могућностима и опцијама развоја каријере и учини их доступним свим запосленима. Један од начина за остваривање тог циља је интерно оглашавање слободних радних места. Сектор за људске ресурсе има значајну улогу и у пружању саветодавне помоћи при избору и развоју каријере. Давање савета спада у новије активности службе за људске ресурсе.

Помоћ организације у развоју каријере запослених има две функције:

1. чвршће повезивање индивидуалних и организационих планова, као и индивидуалног и организационог развоја и
2. значајније повећање мотивације запослених и њихове веће идентификације с организацијом.

3.3. Улога руководиоца у планирању и развоју каријере

Битну улогу у планирању и развоју каријере има непосредни руководиоца. Руководилац има изузетну одговорност за управљање каријером запослених којима руководи. Он треба да идентификује потребе организације и аспирације запослених, да делује подстицајно и саветодавно, да процењује резултате и усмерава професионални пут. Да би остварио ове сложене процесе, руководиоца мора имати првенствено интензивну комуникацију са запосленима, затим способност за саветовање, вођење и мотивацију својих сарадника. Он мора исто тако добро познавати концепт развоја и планове своје организације и захтеве који ће се убудуће постављати пред запослене у вези с извршавањем тих планова. Веома је важно да руководиоца помогне запосленом приликом стицања увида у реалност очекивања.¹⁰

Деслер (Dessler)¹¹ тако истиче низ претпоставки за утицај руководиоца на развој каријере запослених:

- избегавање „шока реалности“, посебно у првом периоду запослења, када се појединац суочава са стварношћу која је другачија од замисли и када стиче самопоуздање,
- омогућавање „изазовних“ задатака,
- промена посла због развоја и провере нових способности,
- повезивање процене успешности са развојем каријере, ради пружања објективних информација о резултатима и могућим правцима каријере,
- подстицање индивидуалних планова у вези с каријером и пружање помоћи и подршке,
- постављање високих захтева и очекивања, посебно у почетној фази каријере, што појачава самопоуздање и позитивно се одражава на постављање циљева каријере.

3.4. Улога запослених у развоју каријере

Многи аутори су расправљали о улози људског фактора као основне компоненте у свакој организацији, што је и дефинисано као "планирана активност великог броја људи за постизање неких основних, експлицитних циљева кроз ангажовање запослених и хијерархију ауторитета и одговорности". Када много људи ради у некој организацији, очекивано је да ће постојати много проблема као што су: културне разлике, конфликти, недостатак спремности за тимски рад, различити циљеви итд. Ови проблеми утичу на ефикасност радника и услед тога долази до немогућности организације да постигне своје циљеве и перформансе.

Оно што се са сигурношћу уочава је да је кључни фактор за економски развој у XXI веку *знање*. Људи и људски ресурси као жива ћелија било које организације својим знањем и вештинама увелико доприносе успешности те организације и остварењу њених циљева. Без обзира на чињеницу да су сви ресурси важни за одвијање пословних процеса, најзначајнији ресурс су људски потенцијали, односно људски капитал.¹² Људски ресурси су један од важнијих фактора који не само да одређују вредност компаније, већ наглашавају значај људи и њиховог знања за свој пословни успех. Многе компаније улажу у обра-

зовање својих кадрова, запошљавају квалитетне кадрове, успостављају системе награђивања кадрова, а све у циљу повећања конкурентности на тржишту, а самим тим и успешног пословања. Није редак случај да предузећа покушавају да сакрију од својих конкурената богатство које поседују у интелектуалном капиталу, јер тиме не желе да открију своју конкурентску предност или могућу слабост. „Људским ресурсима се придаје све већи значај, они ће у будућности бити одлучујућа конкурентска снага. То се може уочити и у променама терминологије: термин *радници* и *радна снага* замењује се терминима *сарадници*, *кадрови*, *људски ресурси* и *људски потенцијал*. Замена термина није формалног карактера, већ проистиче из схватања важности човека и његовог потенцијала као носиоца пословног успеха и развоја.“¹³

Учење је трајан процес и претпоставка увођења квалитетног система управљања и остварења циљева унутар организације. Само они који стално уче напредују, а циклус квалитета садржи фазу сталног унапређења. Напредовати може само предузеће које пружа мало веће и боље услуге; то се може постићи сталним учењем које за резултат даје развијене и оспособљене кадрове.

Закључак

Прошла су времена у којима се појединац везивао за организацију у којој је почео да ради и организацији препуштао бригу о властитој каријери. У савременом пословном амбијенту организације постају инструмент развоја личне каријере и помажу задовољењу индивидуалних потреба и развоју каријере запослених, а од појединца се заузврат захтева да активно управља својом каријером и при томе обезбеђује сталну конкурентност и да се ангажује на све сложенијим и одговорнијим пословима.

Многе организације данас имају сасвим конкретне планове развоја каријере, тако да сваки радник може знати коју позицију у предузећу може достићи за које време и под каквим условима тј. шта се од њега тражи да би то постигао. Тако се обезбеђују мотивација, идентификација и циљно усмерен утицај руководства, то редукује страх од самовоље и неповерење. Мотивација је једна од најважнијих улога у организацији јер

11) Dessler, G., „Personnel / Human resource Management, 5th ed., Englewood Cliffs, Nj, Prentice Hall, 1991, p.544

12) dr Vidoje Vujičić, *Menadžment ljudskog kapitala*, Univerzitet u Rijeci, Fakultet za turistički i hotelski menadžment, Opatija, Rijeka, 2004. стр.26.

13) dr Ivanka Avelini Hojevac, *Kontroling-upravljanje poslovnim rezultatom*, Hotelijerski fakultet, Opatija, Opatija, 1998, стр.117.

једино мотивисан радник може много боље и квалитетније да производи и утиче на околину.

Потребе индивидуа и чињенице за које се сматра да их мотивишу, предмет су интензивних истраживања и анализа из којих су проистекле многе мотивационе теорије.

Планирање, развој и управљање каријером имају вишеструке позитивне импликације, не само за појединца, него и за организацију, са становишта јачања укупних организационих развоја потенцијала, флексибилности, као и идентификовања запослених са организационим циљевима и мотивације.

Од неизрециве важности је политика добрих међуљудских односа, укључивање радника у процес одлучивања, давање веће одговорности, као и потпуно тачно просуђивање њихових заслуга, како би стекли потпуно поверење у организацију. Избор у каријери прави се читав радни век, а не само након завршетка школовања. У каријери, као и у животу, треба гледати унапред и учити на основу искуства. Увек себи треба постављати питања: где сам сада, где желим да будем и како до тамо да стигнем. У савременим условима пословања напретка у каријери нема без непрекидног усавршавања знања и вештина, у складу са захтевима тржишта рада.

Литература

1. dr Ivanka Avelini Hojevac (1998), *Kontrolling-upravljanje poslovnim rezultatom*, Hotelijerski fakultet, Opatija, Opatija.
2. Dessler, G. (1991), „Personnel /Human resource Management, 5th ed., Englewood Cliffs, Nj, Prentice Hall.
3. проф. др Мића Јовановић-Божинов, др Живко Кулић, др. Татјана Цветковски (2005), „Менаџмент људских ресурса“, факултет „Мегатренд“.
4. dr Vidoje Vujičić (2004), *Menadžment ljudskog kapitala*, Univerzitet u Rijeci, Fakultet za turistički i hotelski menadžment, Opatija, Rijeka.
5. Hall, D., and Associates: *Career Development in Organizations* (1986), San Francisco, Jossey-Bass.
6. Др Дарко Лојић, „Планирање и развој каријере“, *Војно дело* 2/2009. год
7. Stone/Meltz (1991): *Human Resource Management in Canada*, Holt, Rinehart and Winston of Canada, Toronto.
8. Stewart, T. (1994), „Your Company's Most Valuable Assets: Intellectual capital“, *Fortune* Vol. 130, No 3, October.
9. www.poslovniforum.hr

Управљање ризиком пословања

Пре више од једне деценије, Комитет организација - спонзора Treadway комисије (COSO) је објавио публикацију Интерна контрола - Интегрисани оквир како би помогао предузећима и другим ентитетима да оцене и побољшају своје системе интерне контроле. Тај оквир је од тада уграђен у политике, правила и прописе и користи га хиљаде предузећа у циљу боље контроле активности остварења утврђених циљева.

Међу најважнијим изазовима са којима се сусреће руководство је одређивање колики ризик је ентитет спреман да прихвати и прихвата у свом настојању да креира вредност. Ово штиво ће им боље омогућити да одговоре овом изазову.

Садржи интегрисани оквир и технике примене.



др Марко
ИВАНИШ*

Савремени проблеми структуре капитала

Резиме

Успостављање што флексибилније структуре капитала која може да се прилагођава алтернативним методама финансирања предузећа представља обавезу финансијских менаџера у корпоративном предузећу. При томе, неопходно је максимизирати цену акције предузећа. Међутим, немогућност прецизног мерења очекиваних релевантних трошкова за различите нивое задужености чини проблем изналажења оптималне структуре капитала предузећа веома сложеним. Стога, дугогодишња истраживања финансијске теорије и пословне праксе у правцу изналажења општеважећег модела успостављања и одржавања оптималне структуре капитала предузећа, нису дала задовољавајуће резултате. Аналогно томе, општи став је да односе у оптималној структури капитала предузећа у ствари није ни могуће формулисати у смислу општеважеће норме. Због тога, свако предузеће у конкретним условима мора трагати за сопственим оптималним решењем структуре капитала. Циљ овог рада је да укаже на веома сложене аспекте компоновања адекватне структуре капитала корпоративног предузећа.

Кључне речи: структура капитала, сопствени капитал, позајмљени капитал, левериџ, стопа приноса, дуг, трошкови.

Увод

Финансијске одлуке представљају кључне одлуке које се доносе у предузећу, те од њиховог адекватног формулисања и правовремене реализације зависе и све остале одлуке предузећа (оперативне и инвестиционе). Финансијске одлуке предузећа, пре свега, односе се на проналажење додатних извора за финансирање постојећег обима пословања, али и раст и развој предузећа. С тим у вези, имајући у виду чињеницу да

је основни циљ сваког предузећа да опстане и расте, може се рећи да се одлуке о финансирању у ствари своде на одлуке о структури капитала, које спадају у тзв. стратешке финансијске одлуке предузећа.

Структура капитала условљена је власничким обликом предузећа и може се сагледати на основу пасиве биланса стања. Имајући у виду да се основним власничким облицима предузећа сматрају инокосно предузеће, ортачко или партнерско предузеће и акционарско друштво, про-

*) Професор на Високој школи за рачуноводство и берзанско пословање, Београд

истиче да се и њихове структуре капитала битно разликују, пре свега, услед специфичности самог облика предузећа. Аналогно томе, инокосно предузеће у структури капитала има сопствени капитал који чине капитал инокосног власника и акумулирани (реинвестирани) добитак и евентуално одређене врсте дугорочних кредита (са роком отплате од само неколико година). Ортачко или партнерско предузеће у структури капитала има капитал партнера, акумулирани (реинвестирани) добитак и различите врсте дугорочних кредита (позајмљени дугорочни капитал). Акционарско друштво представља преовлађујући облик организације предузећа у савременим условима, те ће се у овом раду говорити искључиво о структури капитала акционарског друштва, односно корпорације.

У контексту наведеног, треба имати у виду да структуру капитала акционарског друштва (корпоративног предузећа) чини *акцијски капитал* (капитал настао емисијом обичних и преференцијалних акција, капиталне резерве и акумулирани добитак) и *дугорочни позајмљени капитал* (различите врсте дугорочних кредита и капитал од емисије различитих врста хартија од вредности). У складу са тим, структура капитала корпоративног предузећа може се разумети као однос сопственог и дугорочног позајмљеног капитала (дугорочног дуга) који максимизује вредност акција, а тиме и вредност корпорације у целини.

1. Одлуке о структури капитала

За разлику од микроекономске теорије, која се претежно бави односом величине ефеката и обима пословне активности предузећа, узимајући ангажовани капитал као фиксни фактор, пракса управљања финансијама предузећа (финансијског менаџмента) фокусира се на зависност ефеката пословне активности предузећа од висине ангажованог капитала. У тежњи за максимизовањем ефеката пословних активности, финансијски менаџмент предузећа покушава да ограничени капитал алоцира на алтернативне потребе које обећавају највећи допринос стварању нове вредности предузећа (Станчић, *Савремено управљање финансијама предузећа*, 2006, 346). Будући да у савременим тржишним привредама већина великих предузећа има корпоративни облик организације, то је кључни разлог што се у овом раду проблематика избора адекватне структуре капитала посматра, пре свега, са аспекта предузећа која имају корпоративни облик организације.

Мада је структура капитала мање подложна променама у односу на структуру имовине предузећа, то никако не значи да управљање и одлучивање о структури капитала не треба да буду предмет сталне пажње финансијског менаџмента предузећа. Наиме, величина и ритам раста предузећа стварају сталну потребу за додатним средствима чије задовољење подразумева ангажовање нових извора финансирања, а који мењају односе у постојећој структури финансирања. Примера ради, сопствена акумулација представља могућност квалитетне подршке реализацији текућих оперативних планова предузећа, као и његовог раста и развоја, али је она ограничена рентабилношћу текућег пословања и одлучама о расподели нето добитка (дивидендном политиком предузећа). Због тога, остатак неопходног капитала мора бити прибављен из екстерних извора, што ће нужно имати за последицу и одлив готовине из предузећа по основу сервисирања обавеза према тим изворима, уз инхерентно присутан ризик од неликвидности предузећа.

Покриће потреба за капиталом проблем је структурирања пасиве биланса стања, а решавање тог проблема претпоставља избор адекватне комбинације извора финансирања корпорације. У стручној литератури, односи у структури финансирања корпоративног предузећа обично се изражавају, с једне стране, преко финансијске структуре као израза укупности ангажованих извора финансирања, и с друге стране, преко структуре капитала као дугорочног аспекта финансијске структуре. Међутим, финансирање предузећа не подразумева само квантитативно покриће потреба за капиталом, већ и пажљиво компоновање износа капитала различитог порекла и рочности са циљем да се жељени ниво пословне активности предузећа избалансира са циљном рентабилношћу, прихватљивим степеном ликвидности и ризика, потребном финансијском стабилношћу, развојним перспективама предузећа, као и могућностима финансирања. Међутим, постизање овако комплексног циља који нужно захтева оптимално коришћење економских ресурса предузећа није нимало једноставно. Ако се остави по страни могућност да се у датом тренутку не може прибавити потребан капитал из жељених (најповољнијих) извора, онда конципирање жељене (адекватне) структуре капитала представља вештину могућег и подразумева доношење двеју врста финансијских одлука: (1) изналагање најповољније комбинације сопствених и позајмљених извора, односно власничке структуре извора, која дефинише рентабилност и текућу ликвидност предузећа, и (2)

избор појединачних извора финансирања са аспекта рочности, који најбоље одговарају циљевима предузећа у датом тренутку (Станчић, *Савремено управљање финансијама предузећа*, 2006, 366-367).

У привредној пракси, комбиновање различитих извора финансирања, најчешће се врши према принципима финансијске политике предузећа, чије поштовање представља услов да ефекти предузећа не буду испод могућих. Успешно решавање проблема структуре финансирања, са аспекта власништва и рочности извора, требало би да допринесе оптималној структури капитала предузећа коју карактеришу минимална пондерисана просечна цена капитала и максимална тржишна вредност предузећа. Наравно, у процесу изналагања одговарајуће, по могућности оптималне структуре капитала, не сме се изгубити из вида повезаност композиције извора финансирања са обликом улагања капитала. Према томе, принципи финансијске политике предузећа налажу да конкретни имовински облици морају бити покривени адекватним изворима финансирања. Значај ове везе је при управљању финансијама предузећа (финансијском менаџменту) јасно уочен и наглашен кроз формулисање тзв. хоризонталних правила финансирања.

С обзиром на обим и структуру потреба за капиталом, методе финансирања предузећа могу да буду веома различите, што имплицира и њихову изразито сложену финансијску структуру. У пасиви биланса стања та структура се изражава глобално, кроз однос сопствених и позајмљених извора финансирања. При томе, сопствени извори су перманентни док позајмљени извори (дугови) имају утврђен рок доспелости. У зависности од рока њиховог доспећа, дугови се конвенционално деле на дугорочне, средњорочне и краткорочне. Сопствени извори финансирања са дугорочним и средњорочним дуговима чине тзв. структуру капитала која је пресудна компонента финансијске структуре предузећа. Какав ће бити однос сопствених и позајмљених извора у финансијској структури, односно структури капитала конкретног предузећа зависи од великог броја фактора.

2. Адекватност структуре капитала

У највећем броју случајева предузеће може одабрати сваку структуру капитала коју жели. У складу са тим, истраживања су показала да предузећа из сличних делатности настоје да имају сличну структуру капитала, што указује на то да

природа њихових средстава и пословања битно одређује и структуру њиховог капитала. Такође је уочено и да предузећа укључују у структуру капитала већи износ дуга када расту маргиналне пореске стопе и када је функција управљања јасно одвојена од функције власништва. С друге стране, предузећа иду на смањење учешћа дуга онда када имају нестабилне и променљиве новчане токове, када не постоји могућност контроле предузећа и када постоји потреба за флексибилношћу у вези са доношењем одлука у будућности (Богојевић-Арсич, *Корпоративне финансије*, 2005, 318). Осим тога, истраживања су показала да финансијски менаџери приликом избора структуре капитала предност дају акумулираном добитку и капиталу од емисије чистих и конвертибилних обвезница. Наиме, тек када се не могу финансирати из поменутих извора, они у структуру капитала укључују и капитал прибављен емисијом обичних и преференцијалних акција. При томе, увек када је то могуће, финансијски менаџери ће ићи на финансирање из тзв. чистих извора (емисијом обвезница и акција), односно, само ако им ништа друго не преостаје, они ће ићи на прибављање капитала емисијом хибридних хартија од вредности (конвертибилних обвезница и преференцијалних акција). У складу са наведеним, као основни разлог већег укључивања дуга у структуру капитала наводи се потреба за максимизовањем цене акција. Истовремено, као основни разлог избегавања финансирања емисијом акција наводи се избегавање разводњавања капитала предузећа.

Компоновање адекватне структуре капитала предузећа представља веома сложен проблем. Традиционално финансијско правило било је да однос сопственог и позајмљеног капитала буде 1:1. Међутим, у условима пословања савременог корпоративног предузећа пракса је ово правило демантовала и од њега се одустало. У складу са тим, сматра се да би предузеће требало да се одлучи за такав однос дуга и акцијског капитала који максимизује вредност обичних акција, односно који максимизује вредност читавог предузећа. При томе, важно је уочити чињеницу, да промена у вредности предузећа представља исто што и нето ефекат на акционаре, па сходно томе, финансијски менаџери морају настојати да пронађу структуру капитала која максимизује вредност предузећа.

У контексту претходно наведеног, данас се сматра да је оптимална структура капитала она која максимизује стопу приноса на сопствени капитал, односно максимизује вредност обичне акције добијене капитализацијом нето добитка по акцији. Међутим, постизање овог циља захте-

ва високу флексибилност повећања и умањење сопственог и позајмљеног капитала, што у пракси није случај. Наиме, предузеће може доћи у ситуацију да са аспекта максимизирања стопе приноса на сопствени капитал смањи сопствени капитал, али се поставља питање могућности извођења такве операције. Примера ради, предузеће може донети одлуку да откупи део својих акција и да на тај начин смањи сопствени капитал што ће имати за последицу повећање стопе приноса на сопствени капитал. Али, реализација ове одлуке условљена је вољом власника акција да продају своје акције предузећу. То значи да ако они немају вољу да их продају, онда се таква одлука не може спровести у дело, односно реализовати (Микеревић, *Стратешки финансијски менаџмент*, 2005, 568).

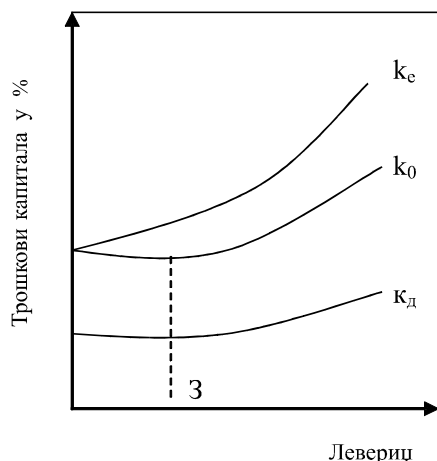
На другој страни, такође, постоји проблем и код позајмљеног капитала. Наиме, ако се ради о позајмљеном капиталу са варијабилном каматном стопом, онда по логици ствари, свака промена варијабилне каматне стопе уједно мења и оптималну структуру капитала. Примера ради, ако је каматна стопа повећана, то може довести до тога да она постане виша од стопе приноса на укупан капитал, што би у циљу максимизовања стопе приноса на сопствени капитал нужно захтевало и повећање сопственог, а смањење позајмљеног капитала. Али, поставља се питање како предузеће може да повећа сопствени капитал, будући да оно то може реализовати на више начина. С тим у вези, ако претпоставимо да је предузеће донело одлуку о повећању сопственог капитала емисијом и продајом нове серије акција, реализација те одлуке свакако ће зависити од воље постојећих власника да повећају своје акције у предузећу, или да приме нове акционаре. На овај начин проблем се још више усложњава, јер се поставља питање да ли нови потенцијални улагачи желе свој капитал да уложе у конкретно предузеће.

У контексту проблема које смо овде поменули, такође треба истаћи и чињеницу која се односи на значај пореза. Наиме, промена стопе пореза на финансијски резултат предузећа битно утиче на власничку структуру капитала. То значи да је при свакој промени стопе пореза на финансијски резултат неопходно квантитативно одредити и нову оптималну власничку структуру капитала. Поред овога, треба имати у виду да на основу теорије о оптималној структури капитала проистиче да ће предузеће преферирати задуживање због значајних пореских олакшица, односно због тога што дугови не подлежу опорезивању. Према томе, што је пореска стопа виша, и мотив за задуживање предузећа биће већи. Међутим, утицај

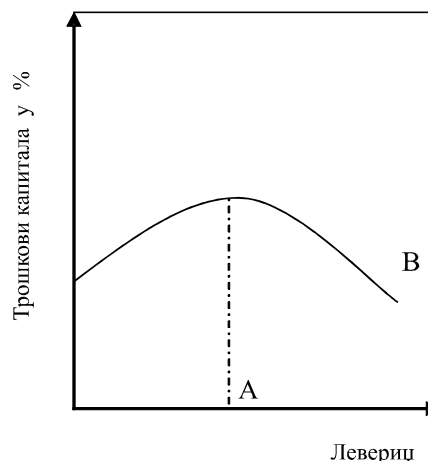
потенцијалне користи од пореза има значаја само за предузећа која подлежу плаћању пореза. Али, ако се ради о предузећима која имају значајне износе акумулираних губитака, за оваква предузећа могућност пореске уштеде неће много значити (Богојевић-Арсич, *Корпоративне финансије*, 2005, 317).

У контексту претходно наведеног проистиче општи закључак који се огледа у следећем: да би се остварила оптимална власничка структура капитала, била би нужна неограничена флексибилност у повећању и смањењу сопственог и позајмљеног капитала, што је у пракси неостварљиво. Због тога, постоје мишљења да оптимална структура капитала и не постоји, те да се она може поставити само у пројекту, а при стварном функционисању предузећа власничка структура капитала одступа од његове оптималне структуре. Управо из тих разлога, финансијска теорија и пракса се већ неколико деценија интензивно баве проблемом оптимизирања односа у власничкој структури капитала предузећа. При томе, проблем се своди на изналажење најповољније комбинације извора финансирања за дату структуру улагања у конкретним тржишним условима. Другим речима, тежи се изналажењу односа сопственог и туђег капитала који, при датој структури и приносној снази средстава предузећа и тржишним стопама капитализације појединих извора обезбеђује највећу тржишну вредност предузећа (укупност интереса власника и поверилаца изражених на пасивној страни биланса).

Генерално посматрано, проблем се своди на дилему: Да ли је варирањем односа у структури финансирања (мењањем финансијског левериџа) могуће утицати на пондерисану просечну цену капитала (*weighted average cost of capital - WACC*), односно на вредност предузећа? При томе, циљ је утврдити да ли при датој структури и приносној снази средстава предузећа и тржишним стопама капитализације појединих извора постоји оптимални однос сопственог и туђег капитала који обезбеђује минималну пондерисану просечну цену капитала (*WACC*) и највећу тржишну вредност предузећа. У контексту наведеног, однос у структури капитала се процењује финансијским левериџом, исказаним преко једног од следећих релативних односа: (а) тржишна вредност дуга и тржишна вредност акцијског капитала, (б) тржишна вредност дуга и тржишна вредност укупног капитала, и (в) камата и пословни добитак. Наравно, овде не треба посебно истицати да предузеће тежи ка некој оптималној финансијској структури. (Станчић, *Савремено управљање финансијама предузећа*, 2006, 370).



Слика бр. 1 - Оптимални ниво леверица



Слика бр. 2 - Оптимални ниво леверица и вредност предузећа

- k_0 - просечни трошкови капитала
- k_e - трошкови сопственог капитала
- k_d - трошкови позајмљеног капитала
- B - тржишна вредност предузећа
- 3 - тачка оптималног односа између сопственог и позајмљеног капитала (тачка оптималног леверица)
- A - тачка у којој је тржишна вредност предузећа максимална

Са аспекта процењивања предузећа, основна суштина претходно наведеног проблема своди се дословно на следеће питање: Да ли постоји посебан степен финансијског леверица при коме тржишна вредност хартија од вредности предузећа може бити већа него при другим степенима леверица? Према томе, то претпоставља, с једне стране, да се истражи како промене у степену леверица утичу на цене и тржишне вредности појединих извора финансирања (дуга и акцијског капитала), а с друге стране, како промене у ценама појединих извора финансирања утичу на просечну цену капитала предузећа, односно на промену тржишне вредности предузећа (Иванишевић, *Пословне финансије*, 2009, 310). У контексту наведеног, постоје различита мишљења о томе да ли постоји оптимална структура капитала предузећа, односно да ли се она може утврдити. При томе, сва та мишљења могу се генерално сврстати у две основне теорије структуре капитала: *прво*, традиционална теорија структуре капитала, и *друго*, Модилјани-Милерова теорија структуре капитала. Имајући у виду значај наведених теорија структуре капитала, у наставку излагања обе ћемо посебно размотрити.

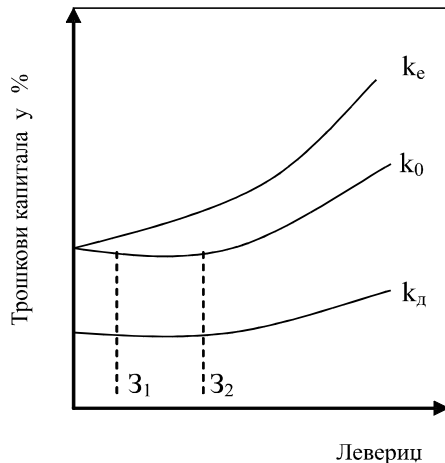
3. Традиционална теорија структуре капитала

Традиционална теорија структуре капитала полази од става да промене односа у структури капитала предузећа утичу на висину трошкова

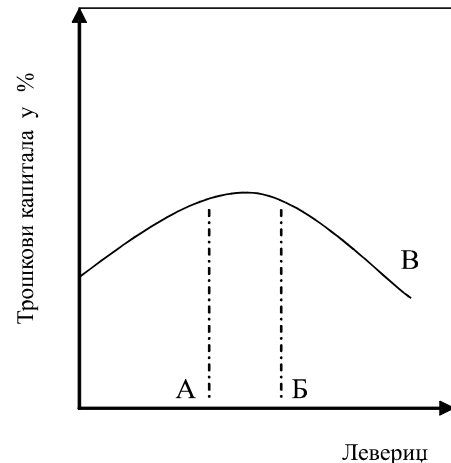
финансирања и вредност предузећа. По традиционалном схватању структуре капитала, под одређеним претпоставкама, могуће је варирањем односа сопственог и туђег капитала постићи оптималну комбинацију извора финансирања, коју карактеришу минимални трошкови финансирања и максимална тржишна вредност предузећа. Дакле, традиционални приступ претпоставља да постоји оптимална структура капитала и да предузеће може повећати своју укупну вредност путем одговарајуће употребе финансијског леверица (*Van Horne, Финансијско управљање и политика*, 1997, 280). Мада начелно постоји неколико варијанти традиционалне теорије структуре капитала, ипак је чињеница да све оне сугеришу претходно наведени закључак. При томе, једина дилема своди се *de facto* на следеће питање: Да ли је оптимална комбинација извора финансирања везана само за један ниво леверица, или је она везана за ширу зону леверица?

Традиционална теорија структуре капитала претпоставља да стварно постоји оптимална структура капитала, тј. такав микс дуга и акцијског капитала који минимизује просечну цену капитала предузећа, односно максимизује његову тржишну вредност. Ова теорија полази од следећих основних претпоставки (Иванишевић, *Пословне финансије*, 2009, 311):

1. Структура капитала предузећа компонована је само из дуга и акцијског капитала.
2. Апстрахује се порез на добитак предузећа.



Слика бр. 3 - Оптимална зона леверица



Слика бр. 4 - Оптимална зона леверица и вредност предузећа

k_0 - просечни трошкови капитала
 k_e - трошкови сопственог капитала
 k_d - трошкови позајмљеног капитала
 B - тржишна вредност предузећа

3. Релативан однос дуга према акцијском капиталу мења се тако што се емисија обвезница користи за повлачење обичних акција, односно емисија обичних акција користи се за повлачење обвезница, при чему се апстрахују трошкови ових трансакција.
4. Укупан нето добитак исплаћује се акционарима у виду дивиденди.
5. Не очекује се раст нето пословног добитка предузећа.

Полазећи од наведених, али знатно упрошћених претпоставки, традиционална теорија структуре капитала познаје неколико варијанти процењивања. Овде ће бити објашњене две варијанте: (а) када је оптимална комбинација извора финансирања везана за само један ниво леверица (тзв. приступ оптималног нивоа леверица), и (б) када је оптимална комбинација извора финансирања везана за ширу зону леверица (тзв. приступ оптималне зоне леверица).

а) Приступ оптималног нивоа леверица - графички би се могао представити на начин учињен на сликама бр. 1 и 2.

Слика бр. 1 јасно показује да је код предузећа која се потпуно финансирају сопственим капиталом $k_0 = k_e$. Умерено и постепено задуживање доводи, с једне стране, до постепеног раста k_e због пораста финансијског ризика за власнике предузећа, а с друге стране, до благог опадања k_0 због коришћења јефтинијег позајмљеног капитала, који је толико јефтинији да неутрализује пораст

k_e . Овај процес ће се одвијати све до тачке 3 у којој је k_0 минимално, односно где су ефекти јефтинијег дуга максимални. Према томе, у тачки 3 успостављен је оптималан однос између сопственог и позајмљеног капитала.

После тачке оптималности (3) k_0 почиње да расте због високе стопе раста k_e (мада удео сопственог капитала у структури капитала опада, акционари због повећаног ризика од банкротства захтевају знатно више приносе на свој капитал) и постепеног преласка k_d у зону благог пораста (повериоци почињу да осећају ризик да своја потраживања неће моћи да наплате и сходно томе захтевају веће каматне стопе за нове кредите). Дакле, после тачке 3 корисни ефекти од коришћења јефтиног дуга су неутрализовани. У литератури се опсег на релацији 0 – 3 обично назива зоном безризичног дуга (*risk-free debt*), док после тачке 3 почиње зона ризичног дуга (*risk debt*).

Слика бр. 2. показује кретање тржишне вредности предузећа, у зависности од степена финансијског леверица. На слици се јасно види да ће, у складу са кретањима трошкова капитала, тржишна вредност предузећа постепено расти уз пораст леверица. При томе, тржишна вредност предузећа достиже максимум у тачки (А), тј. у тренутку када су трошкови капитала минимални. После оптималног нивоа леверица, свако даље задуживање води снижавању тржишне вредности предузећа.

- б) *Пристап оптималне зоне леверица* - графички би се могао представити на начин како је то учињено на сликама бр. 3 и 4.

Слика бр. 3. јасно показује да се код другог приступа (пристап оптималне зоне леверица), у ствари, полази од истих претпоставки као и код претходног приступа (пристап оптималног нивоа леверица), при чему се добијају исти резултати у опсегу на релацији од 0 – Z_1 . Наиме, када левериц достигне степен Z_1 даље умерено повећање дуга у структури капитала не утиче битније на цену капитала и тржишну вредност предузећа. При томе, опсег на релацији од Z_1 – Z_2 , где је k_0 релативно отпорно на промене степена леверица представља оптималну зону леверица. Повећање степена леверица после тачке Z_2 изазива нагли пораст k_e и k_d , а у складу с тим и k_0 као резултат реакције тржишта на повећани ризик за акционаре и кредиторе.

Слика бр. 4. показује промене тржишне вредности предузећа у зависности од степена финансијског леверица. У опсегу на релацији од 0 – А тржишна вредност предузећа (В) мања је од оптималне због преодоминантне присутности скупљег акцијског капитала у структури капитала предузећа. Сукцесивном заменом сопственог капитала јефтинијим дугом, долази до опадања k_0 (Слика бр. 3), што доприноси максимизовању тржишне вредности предузећа у тачки А. Даље повећање дуга у структури капитала (у опсегу на релацији од А – Б) неће битно утицати на тржишну вредност предузећа. Даље повећање леверица (преко тачке Б) води прогресији k_e и k_d , а самим тим и k_0 , што узрокује постепени пад тржишне вредности предузећа.

4. Модилјани-Милерова теорија структуре капитала

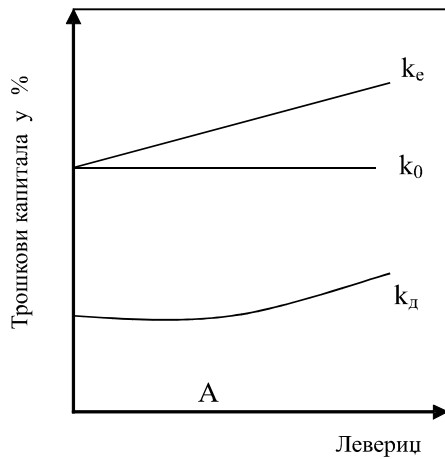
Почеци тзв. модерне теорије структуре капитала обично се везују за 1958. годину, када су познати амерички професори и нобеловци Модилјани (*Modigliani*) и Милер (*Miller*), својом теоријом ирелеванције први разрадили целовит модел о утицају финансијског леверица на понашање трошкова капитала и вредност предузећа у условима неизвесности. Они су порицали сврсисходност традиционалне теорије структуре капитала, истичући да укупна стопа капитализације корпорације остаје непромењена, независно од различитих износа финансијског леверица (Ђорђевић, Царић, Николић, *Корпоративне финансије*, 2010, 352). Насупрот традиционалној теорији, Модилјани и Милер тврде да у свету савшеног тржишта и рационалних улагача два

идентична предузећа која остварују идентичне нето пословне добитке (једнаке величине и квалитета) морају имати једнаку тржишну вредност, независно од разлика у степену леверица. Према томе, тржишна вредност предузећа и његова цена капитала су независне од финансијске структуре. Да би доказали своје тврдње они полазе од следећих претпоставки (*Van Horne, Финансијско управљање и политика*, 1997, 281):

1. Тржиште капитала је перфектно. Информације су бесплатне и увек су доступне свим улагачима. Нема трошкова трансакција и све хартије од вредности бесконачно су дељиве. Претпоставља се рационално понашање улагача.
2. Предузећа се могу груписати у класе идентичних приноса. Сва предузећа у оквиру једне класе имају исти степен пословног ризика.
3. Апстрахује се порез на добитак предузећа.
4. Сви корисници дуга, предузећа и појединци, могу се задуживати под потпуно истим условима, односно плаћају исту каматну стопу.

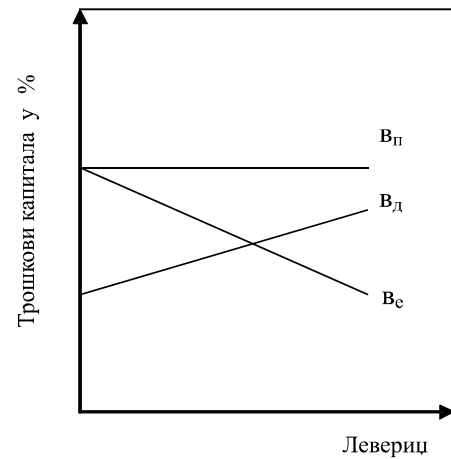
На основу наведених претпоставки, Модилјани и Милер (ММ) закључују да ће два идентична предузећа која се разликују само према степену леверица, имати једнаку тржишну вредност. Међутим, уколико се појаве разлике у тржишним вредностима, оне ће бити отклоњене тзв. процесом арбитраже. Смисао процеса арбитраже је у томе што ће улагачи продавати акције које им доносе мањи принос и куповати акције предузећа које доносе већи принос. Процес арбитраже ће се наставити све док не ишчезне могућност зараде, а то ће се десити само када тржишне вредности оба предузећа буду изједначене. При томе, потпуно исти поступак могао би се користити да би се доказало да тржишна вредност предузећа које користи левериц не може бити нижа од тржишне вредности предузећа које не користи левериц.

На основу процеса арбитраже, они најпре закључују да ће просечна цена капитала, односно општа стопа капитализације бити константна на свим нивоима леверица, што је приказано на Слици бр. 5. Према томе, функција просечне цене капитала предузећа има облик праве, а не облик криве линије, како то објашњава традиционална теорија структуре капитала. То значи да заиста не постоји микс (мешавина) дуга и акцијског капитала који минимизује просечну цену капитала предузећа.



Слика бр. 5 - Леверици и стопа капитализације - ММ модел

k_0 - просечни трошкови капитала
 k_e - трошкови сопственог капитала
 k_d - трошкови позајмљеног капитала



Слика бр. 6 - Леверици и тржишна вредност предузећа - ММ модел

$V_п$ - вредност предузећа
 V_d - вредност дуга
 V_e - вредност сопственог капитала

Анализом Слике бр. 5 могу се извести следећи закључци:

- а) Укупни трошкови капитала су константни за све нивое леверица.
- б) При порасту леверица у опсегу од 0 – А акционари ће због повећаног финансијског ризика захтевати већу премију за ризик, што ће узроковати релативно брз пораст трошкова сопственог капитала. У тој зони, трошкови позајмљеног капитала релативно су непроменљиви јер не постоји ризик да дугови неће бити наплаћени, односно не постоји могућност да будући пословни добитак буде мањи од износа уговорених плаћања кредиторима (власницима обвезница).
- в) При порасту леверица преко тачке А почиње зона ризичног дуга, будући да је могуће да очекивани пословни добитак буде нижи од уговорених плаћања по основу камате и главнице дуга. У овој зони, због повећаног ризика, кредитори своје одобравање нових кредита условљавају вишим каматама, што има за последицу раст трошкова дуга. При томе, експлицитан пораст трошкова позајмљеног капитала требало би да преко своје имплицитне компоненте изазове пораст трошкова сопственог капитала. Међутим, на супрот томе, Модилјани и Милер сматрају да ће трошкови сопственог капитала у овом сегменту опадати, што објашњавају присуством једног дела хазардерски настројених акцио-

нара вољних да купе акције постојећих акционара и да за њих плате високе цене да би евентуално остварили високе дивиденде при тако екстремном леверици.

Наравно, објашњење може да буде и другачије и много једноставније, а огледа се у томе што је при тако екстремним нивоима леверица значај укупних трошкова капитала и трошкова сопственог капитала изузетно мали. При томе, имајући у виду да Модилјани и Милер износе тврдњу да је укупна тржишна вредност предузећа једнака збиру тржишних вредности сопственог (акцијског) капитала и дуга, из тога проистиче да однос сопственог и туђег капитала не утиче на тржишну вредност предузећа, односно она је константна за све нивое леверица, што је приказано на Слици бр. 6. Наиме, анализа Слике бр. 6. омогућава да се на основу закључка о константној просечној цени капитала донесе закључак да је тржишна вредност предузећа непроменљива. На слици се јасно види да функција тржишне вредности предузећа има облик праве линије, што значи да се променом у степену леверица не може утицати на промену тржишне вредности предузећа. У складу са тим, ММ теорија указује на то да избор структуре капитала у корпоративном предузећу не утиче на добит или вредност његове имовине (*Brealy, Myers, Marcus, Основе корпоративних финансија, 2007, 403*).

Мада Модилјани-Милерова теорија структуре капитала звучи логично и конзистентно у оквиру претпоставки на којима почива, она је

подвргнута свестраној емпиријској провери и теоријској критици. С тим у вези, већ прва претпоставка о савршености тржишта капитала није издржала суочавање са стварношћу. Наиме, тржиште капитала је веома несавршено и прилично неизвесно, будући да подразумева опорезивање, банкротства, трошкове стечаја, трошкове трансакција хартија од вредности, као и разна институционална и законска ограничења њиховог промета итд. Ово само по себи доводи у озбиљну сумњу и остале претпоставке на којима почива Модилани-Милерова теорија. Али у вези са тим, не само претпоставке, већ и процес арбитраже као кључни елемент ММ теорије, као и закључак о неизвесности трошкова капитала и вредности предузећа зависе од нивоа леверица.

У контексту претходно наведеног, такође је нереална претпоставка да се сва предузећа и појединци могу задуживати под потпуно истим условима. Први разлог који демантује такву претпоставку лежи у чињеници што предузећа имају ограничену одговорност, а појединци не. Различите могућности за коришћење дуга имају и предузећа и појединци, пре свега, због појединих институционалних ограничења при кредитирању. Каматна стопа коју плаћа појединац није стварно променљива са величином његовог леверица. Наиме, појединац може позајмити капитал по истој стопи, независно од тога да ли ће купити акције предузећа са високим степеном леверица или предузећа без леверица. У вези са тим, Модилани и Милер тврде да ово не може утицати на њихове закључке. Они истичу да су углавном једнаке каматне стопе које појединци плаћају брокерима и каматне стопе које предузећа плаћају кредиторима на позајмљени капитал (Красуља, Иванишевић, *Пословне финансије*, 2006, 470).

Ако се у анализу уведе и порез на добитак предузећа, може се утврдити да ће доћи до опадања просечне цене капитала. Наиме, камата на кредите представља трошак који се надокнађује из добитка пре опорезивања, тако да ће цена дуга после опорезивања бити знатно нижа. Према томе, јавиће се уштеда на порезу код предузећа која послују са леверицом и остварују позитиван финансијски резултат. Ако предузеће послује са губитком, изостаће позитивни ефекти опорезивања. Будући да порастом нивоа дуга у структури капитала предузећа расту и издавања за камату која редукују пореску основу (добитак пре опорезивања) проистиче да ће под осталим једнаким условима ефекат опорезивања фаворизовати предузећа са високим учешћем дуга у структури капитала, јер ће пореске уштеде повећавати вредност предузећа и редуковати

укупне трошкове капитала. То уједно значи да ће оптимална структура капитала постојати при веома високом уделу дуга. У вези са тим, према схватању Модиланија и Милера могло би се закључити да ће са повећањем леверица просечна цена капитала континуирано опадати. Међутим, они ипак признају да се не може говорити о континуираном опадању просечне цене капитала, па сходно томе, указују на то да предузеће утврди тзв. „циљни радио дуга“, односно да не прекорачи одређени прихватљиви лимит дуга. Ово њихово указивање на потребу за утврђивањем лимита дуга, *de facto* значи да ће просечна цена капитала у неком тренутку почети да расте изнад одређене критичне тачке, што уједно значи да ипак мора постојати и оптимална структура капитала предузећа (Красуља, Иванишевић, *Пословне финансије*, 2006, 470).

На крају, треба рећи да емпиријска истраживања која су до сада вршена у САД нису могла у потпуности да потврде закључке ни традиционалне теорије, нити Модилани-Милерове теорије структуре капитала. Овим истраживањима дошло се до закључка да оптимална структура капитала није сигурно везана за одређени степен леверица, односно да се просечна цена капитала не налази у једној тачки, што уједно значи да функција просечне цене капитала нема облик криве, како је то објашњавано у традиционалној теорији структуре капитала. Међутим, дошло се до закључка да она вероватно тежи да има један широки хоризонтални сегмент. У оквиру овог широког опсега, изгледа да промена степена леверица не утиче на просечну цену капитала. Ово запажање може бити интерпретирано на два начина: *прво*, којим се потврђује схватање традиционалне теорије према којој заиста постоји оптимални ниво леверица, и *друго*, према којем су сва предузећа довољно сензибилна да могу да га достигну. Ако предузеће помери ниво леверица изнад оквира овог сегмента, његова просечна цена капитала почеће да расте. Алтернативно, може се рећи да ово иде у прилог теоријској претпоставци ММ теорије, у смислу да је просечна цена капитала константна на свим нивоима леверица, јер се ради о једном широком опсегу леверица, при чему је веома тешко емпиријски утврдити шта се дешава на енормно високом степену леверица.

Генерално посматрано, могло би се закључити да је мало вероватно да је структура капитала ирелевантна у реалном свету. Али упркос овоме, Модилани и Милер били су пионири који су пренели анализу структуре капитала из средине у којој су предузећа бирала своје показатеље дуга на основу упоредивих предузећа и воље менаџера, у средину

која препознаје оптималне односе. Такође, они су скренули пажњу на утицај добрих инвестиционих одлука на вредност предузећа. Прецизније речено, предузеће које инвестира у лоше пројекте не може се надати да ће надокнадити изгубљену вредност доношењем бољих одлука о финансирању. Истовремено, предузеће које инвестира у добре пројекте успеће да створи вредност чак и када користи погрешан финансијски микс (*Damodaran, Корпоративне финансије, 2007, 558*).

5. Промене структуре капитала

Корпоративно предузеће чија структура капитала одступа од оне која се сматра адекватном, односно оптималном, мора донети одлуку о томе да ли ће своју структуру капитала мењати како би достигло њен оптимални ниво, или ће задржати постојећу структуру капитала. Ако се одлучи за промену структуре капитала, може ову структуру мењати брзо или постепено. При томе, брзина промене структуре капитала и могућност њене промене зависе од степена задужености предузећа. Брзина промене структуре капитала код недовољно задужених предузећа зависи од: степена поверења у оптималан ниво дуга, упоредивости са конкуренцијом, вероватноће преузимања и потребе за тзв. финансијским мировањем. Са друге стране, брзина промене структуре капитала код презадужених предузећа зависи од: степена поверења у процењени оптимални ниво дуга, упоредивости са предузећима лидерима, вероватноће преузимања предузећа, потребе за постојањем резерви за случај непредвиђених промена и ризика измирења обавеза. Иначе, генерално гледано, предузећа се према степену задужености и брзини промене структуре капитала могу наћи у следећим ситуацијама:

- а) брзо повећање дуга недовољно задужених предузећа;
 - б) брзо смањење дуга презадужених предузећа;
 - в) постепено повећање дуга недовољно задужених предузећа;
 - г) постепено смањење дуга презадужених предузећа.
- а) **Брзо повећање дуга недовољно задужених предузећа** – може се извршити на један од следећих начина (Богојевић-Арсич, *Корпоративне финансије, 2005, 334*):
- задуживањем и откупом акција;
 - заменом акција дугом исте тржишне вредности, или

- продајом средстава и откупом акција.

Задуживање и откуп акција повећавају задуженост предузећа, односно учешће дуга у структури капитала, док откуп акција смањује акцијски капитал. Са аспекта праксе, може се рећи да је велики број предузећа користио овај начин за брзо повећање дуга, обично као одговор на покушај преузимања предузећа. У случају замене дуга за акције, предузеће замењује акцијски капитал дугом, и то дугом еквивалентне тржишне вредности. При том, истовремено повећање дуга и смањење акцијског капитала такође доводи до значајног повећања рација дуга. Са аспекта праксе, може се рећи да у великом броју случајева предузећа често нуде инвеститорима у акцији комбинацију готовине и дуга уместо акција. Коначно, када предузећа имају емитовани дуг и желе да промене свој рацио дуга, то могу да учине продајом дела својих средстава и коришћењем прихода од продаје за поновни откуп акција. У контексту наведеног, са аспекта пословне праксе могло би се рећи да је у последњој деценији већи број предузећа прошао кроз тзв. левериџ рекапитализацију (замену акција) при чему је једна или већи број поменутих стратегија коришћен за брзо повећање задужености предузећа.

- б) **Брзо смањење дуга презадужених предузећа** – представља већи проблем него брзо повећање дуга недовољно задужених предузећа, пре свега због тога што код њих постоји ризик да не опстану, што ће последично утицати и на њихов капацитет у смислу (не)могућности прибављања додатних извора средстава. Ова предузећа ће преферирати да до капитала дођу емисијом акција и да тако прибављени капитал користе за отплату дела емитованог дуга, при чему њихове акције вероватно неће бити добро котиране на финансијском тржишту. Према томе, ова предузећа могу имати на располагању две основне могућности (Богојевић-Арсич, *Корпоративне финансије, 2005, 335*):

- преговарање о дугу са зајмодавцима;
- продаја средстава и коришћење прихода за отплату дуга.

Када предузеће поново преговара са зајмодавцима о дугу, оно *de facto* покушава да их убеди да уместо дела или целокупног зајма који су му зајмодавци одобрили, узму удео у акцијском капиталу предузећа. Најбољи преговарачки улог који предузеће може имати је немогућност измирења обавеза. У том случају, зајмодавци су суочени са могућношћу да им дуг неће бити враћен

и зато су најчешће спремнији да пристану на варијанту да узму удео у акцијском капиталу предузећа. Међутим, предузеће се може одлучити и за продају средстава и коришћење прихода од ове продаје за повећање (откуп) емитованог дуга. Са аспекта пословне праксе, могло би се рећи да је велики број предузећа која су преузела превише дуга, кроз откупе из дугова у протекле две деценије желео да отплати део ових дугова и прихватио је овај начин промене структуре капитала.

в) **Постепено повећање дуга недовољно задужених предузећа** - може се извршити на један од следећих начина:

- финансирањем пројеката из дуга;
- повећањем дуга кроз откуп акција или повећање дивиденди.

Оно што мора претходити одлуци о томе на који начин повећати учешће дуга у структури капитала предузећа, јесте анализа расположивих добрих пројеката који могу бити финансирани дугом. Према томе, ако предузеће располаже добрим пројектима, задуживање у циљу њихове реализације обезбедиће додатну корист за предузеће. С тим у вези, доћи ће до повећања вредности предузећа, помериће се учешће дуга ка оптималном нивоу и биће омогућено остваривање додатне вредности по основу позитивне нето садашње вредности нових пројеката. При томе, добрим пројектима могу се сматрати сви пројекти којима се остварује већи принос у односу на тржишну каматну стопу. Наравно, принос се може мерити или новчаним током (као интерна стопа приноса) или рачуноводствено (као принос на акцијски капитал или принос на капитал), при чему он мора бити упоредив са одговарајућим реперним приносом (трошкови акцијског капитала за принос на акцијски капитал и трошкови капитала за принос на капитал). У контексту наведеног, за предузећа која имају велики неискоришћени капацитет задуживања, али која не располажу добрим пројектима, знатно прихватљивија варијанта ће бити да капацитет свог задуживања повећавају откупом акција или повећањем дивиденди током времена.

г) **Постепено смањење дуга презадужених предузећа** – може се извршити на један од следећих начина (Богојевић-Арсич, *Корпоративне финансије*, 2005, 336):

- финансирањем пројеката реинвестирањем добитком, или новом емисијом акција;
- коришћењем резидуалног новчаног тока за отплату дуга.

Када презадужено предузеће располаже добрим пројектима, може настојати да смањи

учешће дуга у структури капитала тако што ће одабране пројекте финансирати из акумулираног добитка, и делом или у целини емисијом акција. При томе, реална могућност да таква предузећа емисијом акција дођу до додатног сопственог капитала је мала. На овај начин, *de facto* повећава се учешће сопственог капитала, при чему се смањује релативно учешће дуга у структури капитала. Међутим, уколико предузеће не располаже добрим пројектима које би могло да реализује, једини начин да умањи учешће дуга у структури капитала јесте да настоји да резидуални новчани ток искористи за отплату већ узетих дугова.

Да би предузеће остварило жељену, односно оптималну структуру капитала, мора да спроведе поступак дефинисања структуре капитала. При томе, поступак дефинисања структуре капитала предузећа своди се на следеће:

- испитивање карактеристика новчаних средстава или пројеката који ће бити финансирани емисијом хартија од вредности;
- испитивање утицаја пореза на структуру капитала;
- разматрање могућих реакција рејтинг агенција, као и аналитичара који се баве хартијама од вредности;
- испитивање ефеката асиметрије у информисању;
- разматрање ефеката агенцијских трошкова на структуру капитала.

Испитивање карактеристика новчаних средстава или пројеката – који ће бити финансирани хартијама од вредности има за циљ усклађивање новчаних токова средстава и новчаних токова обавеза. Наиме, одлука о томе коју врсту хартија од вредности треба емитовати у циљу прибављања капитала зависи превасходно од карактеристика новчаних токова. При томе, полази се од тога да предузеће треба да усклади новчане одливе по основу обавеза са новчаним приливима од средстава која поседује. С тим у вези, то је потребно због тога што на овај начин предузеће може остварити веће учешће дуга, а тиме и значајне пореске уштеде, које уједно воде и повећању вредности предузећа, будући да се вредност предузећа схвата као збир вредности акцијског капитала и вредности дуга (вредност предузећа = вредност акцијског капитала + вредност дуга). Међутим, при том треба имати у виду да је веома тешко и скупо ускладити индивидуалне новчане токове средстава и обавеза. Према томе, једно од веома добрих решења је усклађивање рочности средстава и рочности обавеза. Рочност средстава или обавеза представ-

ља пондерисани просечни рок доспећа свих новчаних токова средстава или обавеза, док се као пондери користе тренутак настанка и величина новчаног тока. Генерално гледано, већи пондер има велики и раније настали новчани ток, док мањи пондер има мали и касније настали новчани ток (Богојевић-Арсиф, *Корпоративне финансије*, 2005, 337).

Испитивање утицаја пореза на структуру капитала – своди се *de facto* на потребу за утврђивањем пореског третмана хартија од вредности. С тим у вези, треба рећи да предузеће преферира да се финансира хартијама од вредности које му обезбеђују најповољнији порески третман, односно опорезивање по најнижој пореској стопи или у појединим случајевима и ослобађање од опорезивања.

Разматрање могућих реакција рејтинг агенција – као и аналитичара који се баве анализом квалитета различитих хартија од вредности, своди се у ствари на мерење утицаја промене структуре капитала на цену обвезница или акција, при чему се користе различити критеријуми. Генерално посматрано, рејтинг агенције мере ефекат акција на финансијска рација као што су: рацио дуга и акцијског капитала, рацио покрића расхода на име камата и рацио покрића укупног дуга, који се затим користе за процену рејтинга обвезница, као и других дужничких хартија од вредности предузећа. Са друге стране, аналитичари хартија од вредности испитују акције предузећа у односу на нето добитак по акцији и поређењем са сличним предузећима, при чему као основ користе однос цене и нето добитка по акцији или рацио цене књиговодствене вредности акција. Имајући ово у виду, могуће је да предузеће промени структуру капитала тако да то наиђе на позитивну реакцију рејтинг агенција, али на негативну реакцију аналитичара. Такође, могућа је и ситуација да одређене акције предузећа наиђу на позитивну реакцију и рејтинг агенција и аналитичара, као што је могућа и ситуација да неке акције предузећа наиђу на негативну реакцију рејтинг агенција, али на позитивну реакцију аналитичара.

Испитивање ефеката асиметрије у информисању – своди се у ствари на проблем неједнаке информисаности предузећа и финансијских тржишта. Генерално посматрано, финансијски менаџмент предузећа увек располаже већим бројем информација о перспективама предузећа од финансијског тржишта, због чега се јавља тзв. асиметрија у информисању. Ова асиметрија ствара конфликте онда када предузеће жели да прибави капитал. У складу са тим, предузећа која

имају добре перспективе теже да се разликују од предузећа која немају такве перспективе, па због тога предузимају мере које су скупе и које је тешко копирати. Са друге стране, такође настоје да смање утицај неизвесности у вези са остварењем новчаних токова у будућности, тако што креирају хартије од вредности које минимизују овакву неизвесност. У вези са тим, предузећа емитују хартије од вредности које нису оптималне са аспекта усклађености са новчаним токовима, али које су управо и креиране у циљу преношења информације финансијском тржишту и смањења утицаја неизвесности на остварење новчаних токова, односно његовог утицаја на вредност предузећа.

Имајући у виду да асиметрија у информисању увек постоји, не изненађује чињеница да су истраживања у протекле две деценије била усмерена на утврђивање структуре капитала коју предузећа треба да имају. С тим у вези, уочено је да уколико постоји асиметрија у информисању предузећа настоје да мање инвестирају, при чему је примећено да су нека предузећа прибављала капитал емисијом краткорочних обвезница, чак и онда када су их користила за финансирање дугорочних средстава. Осим овога, такође је примећено да у случају асиметрије у информисању долази до утврђивања нетачне цене укупног дуга, а посебно цене краткорочног дуга. Због тога, указује се на то да предузећа са добрим перформансама треба да се финансирају краткорочним дугом, док предузећа са slabим перформансама треба да се финансирају дугорочним дугом. У контексту наведеног, неке анализе које се односе на везу између креирања хартија од вредности и будућих новчаних токова предузећа показале су да ако се асиметрија у информисању односи на дугорочне новчане токове, предузеће треба да емитује обвезнице са фиксном каматном стопом и да ограничи исплате дивиденди. Са друге стране, ако се асиметрија у информисању односи на новчане токове са краћим роком (рокове у блиској будућности), предузеће треба да се финансира дугорочним дугом и без ограничења везано за исплате дивиденди (Богојевић-Арсиф, *Корпоративне финансије*, 2005, 340).

Разматрање ефеката агенцијских трошкова на структуру капитала – своди се на разматрање утицаја евентуалних конфликта између акционара и кредитора (инвеститора у обвезнице), имајући у виду чињеницу да разлике у њиховим интересима и циљној функцији могу утицати на све одлуке предузећа, па сходно томе и на одлуке о структури капитала. Овај утицај може се огледати у повећању трошкова дуга или повећању ограничења задуживања. У од-

ређеним случајевима, предузеће може креирати хартије од вредности да би утицало на снижење поменутих конфликта и трошкова које они проузрокују. У вези са тим, прибављање капитала емисијом конвертибилних обвезница представља веома добар избор за растућа предузећа, имајући у виду карактеристике њихових новчаних токова. Наиме, конвертибилне обвезнице смањују страховање ималаца обвезница да ће акционари реализовати ризичне пројекте и тако присвојити вредност, будући да им ова врста обвезница омогућава да постану акционари ако цена акција довољно порасте.

Закључак

Досадашња разматрања су показала да компоновање одговарајуће структуре капитала корпоративног предузећа представља изузетно сложен проблем. Традиционално финансијско правило било је да однос сопственог и позајмљеног капитала треба да буде 1:1. Међутим, у условима пословања савременог корпоративног предузећа пракса је ово правило једноставно демантовала и од њега се одустало. У складу са тим, сматра се да би савремено корпоративно предузеће требало да се одлучи за однос дуга и акцијског капитала који максимизује вредност обичних акција, односно који максимизује вредност читавог предузећа. При томе, веома је важно уочити чињеницу да промена вредности корпоративног предузећа представља исто што и нето ефекат на акционаре, па сходно томе, финансијски менаџери морају увек настојати да пронађу структуру капитала која максимизује вредност предузећа.

У вези са тим, обавеза финансијских менаџера у корпоративном предузећу јесте да успоставе што флексибилнију структуру капитала која ће се моћи прилагодити алтернативним методама финансирања предузећа. При томе, неопходно је и максимизовати цену акција предузећа. Међутим, дугогодишња истраживања теорије и пословне праксе, у правцу изналажења једног општеважећег модела успостављања и одржавања тзв. оптималне структуре капитала предузећа, нису дала задовољавајуће резултате. Због тога, намеће се као један од закључака да односе у оптималној структури капитала у ствари није ни могуће формулисати у смислу општеважеће

норме, па сходно томе, свако корпоративно предузеће у конкретним условима мора трагати за сопственим оптималним решењем структуре капитала, уважавајући при томе све релевантне факторе. Међутим, то је у пракси веома деликатан проблем из најмање два разлога: *прво*, због тешкоће да се изолује ефекат левериџа од бројних осталих фактора који симултано делују на трошкове капитала и вредност предузећа, и *друго*, због тога што тржишни услови и државна регулатива имају веома јак утицај на структуру капитала, а уз то су подложни и честим променама. Због тога, често се каже да се проблематика структуре капитала корпоративног предузећа сусреће скоро са више проблема него међусекторска анализа.

Литература

1. Богојевић-Арсич В. (2005). *Корпоративне финансије*, Факултет организационих наука, Београд.
2. Brealey A.R., Myers C.S., Marcus J.A. (2007). *Osnove korporativnih finansija*, (превод са енглеског), Мате, Загреб.
3. Van Horne J. (1997). *Финансијско управљање и политика*, (превод са енглеског), Мате, Загреб.
4. Datodaran A. (2007). *Корпоративне финансије*, (превод са енглеског), Модус, Подгорица.
4. Ђорђевић Д., Царић М., Николић А. (2010). *Корпоративне финансије*, Универзитет Привредна академија, Факултет за економију и инжењерски менаџмент, Нови Сад.
5. Иванишевић М. (2009). *Пословне финансије*, Економски факултет, Београд.
6. Красуља Д., Иванишевић М. (2006). *Пословне финансије*, Економски факултет, Београд.
7. Микеревић Д. (2005). *Стратешки финансијски менаџмент*, Економски факултет, Бања Лука.
8. Станчић П. (2006). *Савремено управљање финансијама предузећа*, Економски факултет, Крагујевац.

мр Владо
КОВАЧЕВИЋ*
Ивана
ИВКОВ**

Хеџинг стратегије у управљању ризиком промене цена пољопривредних производа

Резиме

Пољопривреда је комплексна делатност у којој је пословање под утицајем фактора који су својствени и свим другим делатностима, али и специфичних фактора својственим само овој привредној грани. Једна од основних карактеристика савременог пословања је динамичност и повећање степена неизвесности у пословању. Cash flow пољопривредног предузећа непрекидно је изложен променама цена пољопривредних производа и инпута, пореских и каматних стопа, трошкова рада, валутних курсева, дејству природних фактора и слично. Као последица оваквих трендова јавила се потреба за развојем финансијских инструмената чијом применом би пословање могло да се учини извеснијим. Уземљача са успостављеним тржиштем стандардизованих терминских уговора пољопривредним произвођачима стоје на располагању различите хеџинг стратегије помоћу којих се управља ризиком од промене цена пољопривредних производа и инпута.

Кључне речи: фјучерси, опције, јавна складишта, хеџинг, робни записи.

Увод

Изведене хартије од вредности (*derivative securities*) или робни деривати је назив за хартије од вредности које представљају финансијске иновације које се јављају у последњих тридесетак година на финансијском тржишту¹. Настале су преваходно услед повећања опште стопе ризика на финансијском и робном тржишту. Обим трговине изведеним хартијама од вредности превазишао је обим промета многих класичних

финансијских инструмената. Развојем и увођењем наведених хартија од вредности на финансијском тржишту омогућено је даље усавршавање инструмената за заштиту од ризика у пословању. Данас се изведене хартије од вредности сматрају најуспешнијом финансијском иновацијом и процењује се да ће се обим трговине и у наредном периоду повећавати.

У основи ових хартија од вредности налази се нека друга врста основне активе: роба, девизе,

*) Компензациони фонд Републике Србије, директор

**) Министарство пољопривреде, шумарства и водопривреде Републике Србије, самостални саветник

¹) Ковачевић В., „Значај тржишта робних финансијских деривата за пољопривредна предузећа“, Магистарски рад, Београд, 2002., стр. 79-101.

каматне стопе, друге хартије од вредности, индекси и сл. Промена цене основне активе утицаће на кретање цена финансијских деривата. За финансијске деривате везује се појам - терминско трговање који има низ карактеристика које га разликују од спот (промптно-дневно) трговања. За разлику од спот (промптних послова) где се трансакција завршава одмах или најкасније за 2-5 дана, термински карактер обављања трансакција подразумева постојање одређеног рока извршења. Постоји и разлика у вези са физичком испоруком робе, у смислу да се код спот послова циклус трговине обавезно завршава испоруком робе, док терминске послове не мора обавезно да прати испорука активе (неутрализација трансакција се у тим случајевима остварује реверзибилном куповином/продајом). Најчешће коришћени инструменти за хеџинг стратегије су:

- фјучерс (*futures*) уговори и
- опциони (*options*) уговори.

Под појмом хеџинг подразумевају се трансакције на терминском и промптном тржишту, које хеџери предузимају да би се заштитили од могућег неповољног кретања цена у будућности. На овај начин пољопривредни произвођачи (хеџери) могу вршити трансфер ризика промене цена пољопривредних производа на шпекуланте, који прихватањем ризика очекују да остваре одређени профит. Суштина хеџинга састоји се у томе да пољопривредни произвођач купује или продаје термински уговор на пољопривредни производ или пољопривредни инпут, с тим што ће се стварна куповина или продаја одиграти у будућности, а термински уговор ће се затворити куповином/продајом терминског уговора супротного смера².

У основи, хеџинг се заснива на паралелном кретању цена одређене робе на спот тржишту и на терминском тржишту, односно на претпоставци да ће обе цене опадати или расти у одговарајућем односу. Према томе, хеџинг може да буде перфектан уколико је сума профита и губитка оствареног у трансакцијама на спот и терминском тржишту једнака нули, или имперфектан, када долази до промене базиса³ фјучерса. У последњих неколико година креирани су хибрид-

ни финансијски инструменти чијим коришћењем пољопривредни произвођачи могу да анулирају неповољно кретање базиса.

У зависности од процене кретања цена у будућности, пољопривредни произвођачи могу да примене два типа хеџинга⁴:

- продаја на термин - *short selling hedge* (користи се у циљу заштите од опадања цене пољопривредног производа) и
- куповина на термин - *long buying hedge* (користи се у циљу заштите од раста цене пољопривредних инпута).

При извођењу хеџинг стратегије пољопривредних произвођача неопходан је динамички приступ, то јест континуирано праћење и, уколико је потребно, прилагођавање хеџинг стратегије новонасталим условима.

На страни предности примене хеџинг стратегија у односу на класичну кеш продају могу се навести:

- примена хеџинг стратегије омогућава пољопривредним произвођачима екстра профит у случају кретања цене у предвиђеном смеру;
- примена хеџинг стратегија обезбеђује већу извесност пословања пољопривредног предузећа, јер се цена пољопривредног производа може, са одређеним степеном извесности или у потпуности, утврдити годину дана пре доспећа производа (може се премостити јаз у финансирању који је присутан услед цикличности пољопривредне производње).

Основни недостаци хеџинг стратегије у односу на кеш продају су⁵:

- хеџинг стратегије су компликованије од прсте продаје пољопривредних производа на спот тржишту, захтевају веће ангажовање стручног менаџерског кадра, па изискују додатне трошкове;
- захтевају већи обим производње, па нису погодне за мање произвођаче;
- у случају хеџинга са фјучерсима или продаје опција захтева се полагање маргина;
- у случају лоше процене кретања цене или базиса, кеш продаја може дати боље резултате; ако услед непредвиђених кретања на тржишту промптна цена на дан извршења уговара буде

2) Видети више у: „*Introduction to Hedging with Wheat Futures and Options*“ Workbook, Minneapolis Grain Exchange, октобар 1998, <http://www.agrisk.umn.edu/library1/a0000040.pdf>.

3) Базис фјучерса представља однос између цене фјучерса и цене робе која је у полози фјучерса на спот тржишту. Приближавањем истека фјучерс уговора разлика ове две цене тј. базис се приближава нули;

4) Видети више: Sartwelle J. D., Smith E., Kastens T. and O'Brien D., „*Buying Hedge with Futures*“, Texas Agricultural Extension Service, април 1998., <http://trmep.tamu.edu/cg/factsheets/rm2-15.pdf>.

5) Извор: Waller M., Amosson S., Tierney W. and Dhuyvetter K., „*The Minimum Price Contract*“, Texas Agricultural Extension Service, април 1998, <http://trmep.tamu.edu/cg/factsheets/rm2-17.pdf>.

виша у односу на цену утврђену терминским уговором, могуће је да ће пољопривредни произвођач бити у неповољнијој ситуацији него да је користио варијанту кеш продаје.

Не може се дати генерално правило о томе који робни дериват је упутно користити јер та одлука мора бити у складу са конкретном ситуацијом, али се може напоменути да је за успешно извођење хеџинг стратегија неопходно добро познавање предности и недостатака робних деривата, као и разумевање комплексних хеџинг стратегија. Након избора хеџинг стратегије неопходно је праћење и по потреби усклађивање са новонасталом ситуацијом (динамички приступ)⁶.

У пракси, најчешћи је случај да пољопривредни произвођачи примењују хеџинг стратегију куповином или продајом више различитих изведених хартија од вредности (комплексне хеџинг стратегије). У зависности од очекивања пољопривредних произвођача у вези са смером и интензитетом промене цена у одређеном временском интервалу, могу се применити различите комбинације хеџинг стратегија, од којих су најчешће коришћене комплексне хеџинг стратегије:

1. стратегија куповине фјучерса и *put* опције,
2. стратегија куповине фјучерса и продаје две *call* опције,
3. стратегија куповине *put* опције и продаје *put* опције,
4. стратегија куповине *call* опције и продаје *call* опције,
5. стратегија продаје *call* опције и куповине *call* опције,
6. стратегија продаје *call* опције и продаје *put* опције и
7. стратегија куповине *call* опције и куповине *put* опције.

1. Стратегија куповине фјучерса и *put* опције

Ова стратегија се примењује када пољопривредни произвођач очекује да ће цена пољопривредних производа расти, али није потпуно сигуран у исправност своје прогнозе, па ће се од евентуалног већег губитка осигурати куповином пут опције.

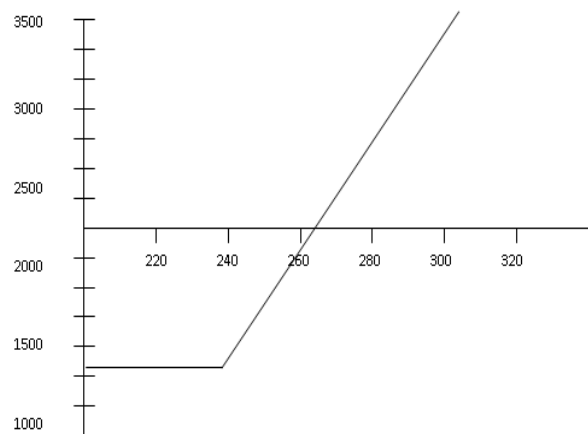
Пример⁷1

Пољопривредни произвођач купује у мају октобарски фјучерс на 100 тона пшенице по цени од 240 дин/т. Истовремено купује *put* опцију на октобарску испоруку 100 тона пшенице са страјк⁸ ценом од 240 дин/т и плаћа премију од 24 дин/кг. Табела бр. 1 и Слика бр. 1 приказују могући развој ситуације.

Табела бр. 1 - Стратегија куповине фјучерса и *put* т опције - могући исходи

Цена пшенице дин/т	Вредност фјучерса дин/т	Вредност опције дин/т	Премија дин/т	Профит/губитак дин/т	Укупан профит/губитак
230	-10	10	24	-24	-2400
245	5	0	24	-19	-1900
264	24	0	24	0	0
297	57	0	24	33	3300

Слика бр. 1 - Стратегија куповине фјучерса и *put* опције



Праћењем резултата на слици бр. 1 може се закључити да преломна тачка настаје при цени кукуруза од 264 дин./т због тога што се цена коју је пољопривредни произвођач платио за премију од 24 дин./т компензује зарадом од 24 дин./т, оствареној при трансакцији са фјучерсом. Раст цене пшенице преко 264 дин./т доведиће до паралелног раста зараде пољопривредног произвођача. Наравно, да се произвођач одлучио само на отварање дуге позиције на фјучерсу забележио би профит већи за износ премије.

6) Видети више: Anderson D., McCorkle D., Schwart B. and O'Brien D., „Using Options to Hedge Farm and Ranch Inputs“, Texas Agricultural Extension Service, фебруар 1999, <http://trmep.tamu.edu/cg/factsheets/rm2-13.pdf>.

7) Базична идеја преузета из: Briys E., Bellalah M., Mai H.H., Varrenne F., „Options, Futures and Exotic Derivatives“, John Wiley&Sons, Chichester, 1998, стр. 15-31.

8) Страјк цена представља уговорену цену по којој се продавац *call* опције обавезао да ће продати робу тј. по којој се продавац *put* опције обавезао да ће купити робу.

Међутим, уколико цена пшенице падне испод 240 динара, пољопривредни произвођач ће бележити губитак у истоветном износу, али ће истовремено активирањем *put* опције у потпуности покривати губитак на фјучерсу. На овај начин, колико год да опада цена кукуруза, пољопривредни произвођач ће бележити губитак од 24 дин./т (само износ премије).

2. Стратегија куповине фјучерса и продаје две *call* опције

Применом ове стратегије пољопривредни произвођач ће се у одређеним ценовним интервалима заштитити од промене цена и бити у прилици да оствари профит. Из тог разлога ова стратегија се не примењује у условима велике ценовне нестабилности.

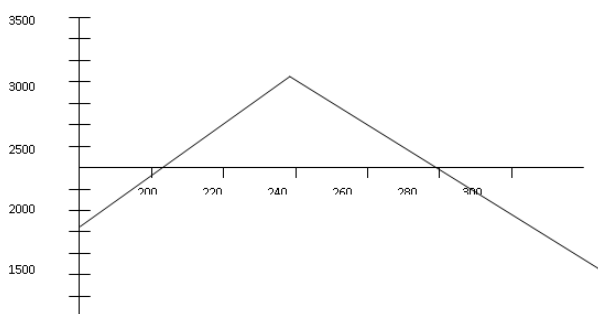
Пример 2

Уколико се задржи на параметрима из претходног примера, то јест произвођач у мају купује фјучерс уговор на пшеницу за новембарски термин, очекујући да ће цена до тада порастати, истовремено продаје две *call* опције за новембар са страјк ценом од 240 дин./т и добија премију од 24 дин./т по једној опцији на лот од 100 т. Овај пример може имати следећи сценарио (Табела бр. 2 и Слика бр. 2):

Табела бр. 2 - Стратегија куповине фјучерса и продаје две *call* опције – могући исходи

Цена пшенице дин/т	Вредност фјучерса дин/т	Вредност опције дин/т)х2	(Премија дин/т)	Профит/губитак дин/т	Укупан профит/губитак
192	-48	0	48	0	0
240	0	0	48	48	4.800
288	48	-96	48	48	0
297	57	114	48	-9	-900

Слика бр. 2 - Стратегија куповине фјучерса и продаје две *call* опције



У наведеном случају постоје две преломне тачке, при цени од 192 дин./т када се губитак на фјучерсу компензује премијом добијеном на име продаје две *call* опције. Друга преломна тачка настаје при цени пшенице од 288 дин./т и у овом случају губитак који ће настати активирањем опционог права компензује се добијеном премијом и добитком на фјучерсу. Свака промена цене пшенице навише или наниже у односу на преломне тачке изазива пропорционални губитак пољопривредног произвођача. Највиши профит је при цени од 240 дин./т, у ком случају нема новчаних токова везано за фјучерс, али *call* опције остају неактивирани, при чему је чист приход од две добијене премије.

3. Стратегија куповине и продаје *put* опције

Ова хеџинг стратегија слична је претходној, с том разликом да пољопривредни произвођач примењује ову стратегију када очекује да ће цене пољопривредних производа опадати. Куповина *put* опције даје власнику право да прода одређени пољопривредни производ по унапред утврђеној цени, а да би смањιο трошкове плаћања премије, пољопривредни произвођач ће истовремено продати *put* опцију истог рока доспећа и на исту количину пољопривредних производа, али са нижом страјк ценом, па ће и премија коју он добија бити нижа.

Пример⁹3

Произвођач пшенице у мају очекујући обилан род и пад цене пшенице купује *put* опцију за новембар са страјк ценом (ценом извршења) 330 дин./т и плаћа премију од 15 дин./т за 100 т. Симултано продаје *put* опцију са истим роком доспећа и на исту количину пшенице али са страјк ценом 300 дин./т и добија премију од 3 дин./т за исту количину пшенице (Табела 3).

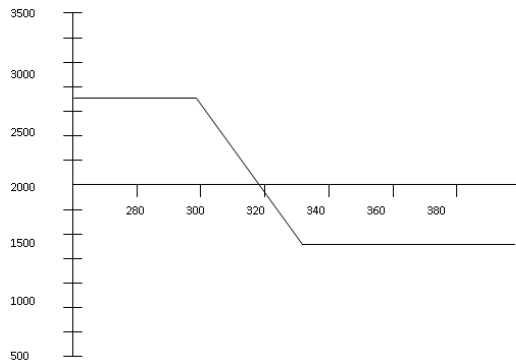
Табела бр. 3 - Стратегија куповине *put* опције и продаје *put* опције – могући исходи

Цена пшенице дин/т	Вредност купљене опције (330) дин/т	Вредност продате опције (300)дин /т	Нето премија дин/т	Профит/губитак дин/т	Укупан профит/губитак
280	50	-20	-12	18	1.800
318	12	0	-12	0	0
330	0	0	-12	-12	-1.200
350	0	0	-12	-12	-1.200

9) Базична идеја преузета из: Bevers S. et al, "Bull Call Spread", Texas Agricultural Extension Service, септембар 1999., <http://tmepr.tamu.edu/cg/factsheets/rm2-20.pdf>.

Графички приказани резултати пољопривредног произвођача од маја до новембра (за америчку опцију или само одређеног датума у новембру за европски тип опције) могу бити (Слика бр. 3):

Слика бр. 3 - Стратегија куповине put опције и продаје put опције



У наведеном примеру преломна тачка је прицени пшенице од 318 динара при којој се зарада на put опцији компензује губитком на разлици две премије (продата опција обзиром да има нижу страјк цену на овом нивоу остаје неактивирана). Уколико је прогноза са почетка примера пољопривредног произвођача о опадању цене пшенице нетачна и цена порасте преко 330 динара, обе опције ће остати неактивирани и пољопривредни произвођач ће забележити губитак, али максимално до висине разлике две премије. Уколико су се прогнозе оствариле и цена пшенице опада, пољопривредни произвођач ће профитирати упоредо са опадањем цене од 318 дин./т (преломна тачка) до 300 дин./т. Падом цене испод овог нивоа активира се и продата опција, тако да се сваки динар добитка на купљеној опцији анулира динаром губитка на продатој опцији.

Може се констатовати да се највећи профит остварује за пољопривредног произвођача на нивоу цене пшенице који је једнак страјк цени продатог опционог уговора. Да је пољопривредни произвођач применио базичну хеџинг стратегију куповине само једне пут опције, он би профитирао упоредо са падом цене, али би такође и бележио губитак (једнак висини премије) растом цене преко нивоа страјк цене.

4. Стратегија куповине call опције и продаје call опције

Полазна претпоставка пољопривредног произвођача је да ће цене пољопривредних произво-

да расти. Пољопривредни произвођач купује call опцију и истовремено продаје call опцију али са вишом страјк ценом и на основу тога и нижом премијом.

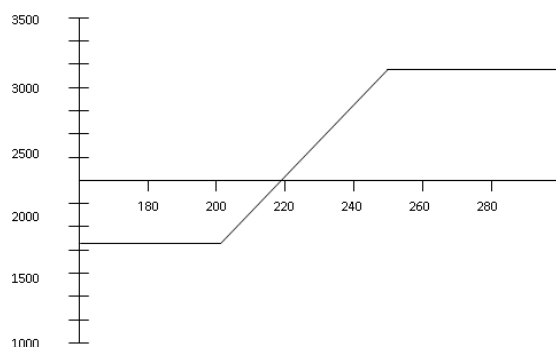
Пример¹⁰4

Пољопривредни произвођач у мају купује call опцију за новембар са страјк ценом од 201 дин./т и плаћа премију од 20,10 динара по тони. Истовремено, продаје call опцију за исти термин и на исту количину пшенице, али са страјк ценом од 250 дин./т и добија премију од 5,27 дин./т. У наведеној хеџинг стратегији пољопривредни произвођач ће остваривати следеће резултате, у зависности од кретања цене пшенице (Табела 4. и Фрафикон 4):

Табела бр. 4 - Стратегија куповине call опције и продаје call опције – могући исходи

Цена пшенице дин/т	Вредност купљене опције (201) дин/т	Вредност продате опције (250) дин/т	Нето премија дин/т	ПРОФИТ/губитак дин/т	Укупан профит/губитак
200	0	0	-14,83	-14,83	-1.483
201	0	0	-14,83	-14,83	-1.483
215,83	14,83	0	-14,83	0	0
350	149	100	-14,83	24,17	2.417

Слика бр. 4 - Стратегија куповине call опције и продаје call опције



Преломна тачка се у овом примеру остварује прицени пшенице од 215,83 динара када се зарада остварена на опцији компензује губитком на разлици у плаћеној премији. Растом цене терминског уговора на пшеницу пољопривредни произвођач остварује зараду и то све до изједначавања цене пшенице са страјк ценом продате опције када је зарада максимална. Од овог нивоа даљи раст цена пшенице неће утицати на профит пољопривредног произвођача, јер ће бити

10) Базична идеја преузета из: Briys E., Bellalah M., Mai H.H., Varrenne F., „Options, Futures and Exotic Derivatives“, John Wiley&Sons, Chichester, 1998, стр. 15-31.

активирана продата опција тако да ће се динар остварен на купљеној опцији анулирати динаром изгубљеним на продатој опцији.

5. Стратегија продаје call опције и куповине call опције

Примена ове хедџинг стратегије заснива се на претпоставци да ће цена пољопривредног производа опадати. Пољопривредни произвођач ће продати call опцију а истовремено с обзиром да није потпуно сигуран у своју процену купиће call опцију али са вишом страјк ценом тако да је премија која је плаћена за ову опцију нижа од претходне.

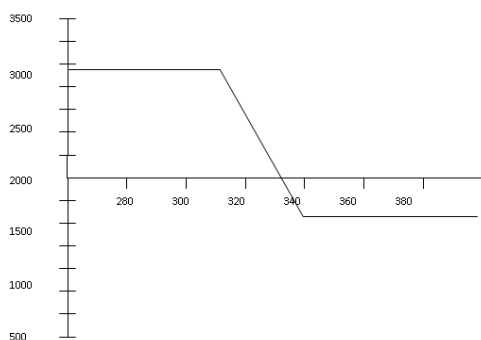
Пример¹¹⁵

Пољопривредни произвођач у мају продаје call опцију на лот од 100 т пшенице са доспећем у октобру по цени од 310 дин./т, и на основу тога добија премију у износу од 31 дин./т. Истовремено купује опцију на лот пшенице са истим роком испоруке али са уговореном страјк ценом од 340 дин./т и добија премију у износу од 7 дин./т. У периоду до доспећа опције пољопривредни произвођач може забележити следеће резултате (Табела бр. 5 и Слика бр. 5):

Табела бр. 5 - Стратегија продаје call опције и куповине call опције - могући исходи

Цена пшенице дин./т	Вредност продате опције (310) дин./т	Вредност купљене опције (340)дин./т	Нето премија дин./т	Профит/губитак дин./т	Профит/губитак дин./т
300	0	0	24	24	2.400
310	0	0	24	24	2.400
334	-24	0	24	0	0
350	-40	10	24	-6	-600

Слика бр. 5 - Стратегија продаје call опције и куповине call опције



Прегледом табеле 5 и графикона 5 закључује се да се преломна тачка у овом примеру остварује при цени пшенице од 334 динара по тони, због тога што се губитак настао активирањем опционог права на продатој опцији компензује истим толиким добитком по основу нето разлике у премијама. Падом цене пшенице испод 334 дин./т пољопривредни произвођач ће остварити максималан профит при цени пшенице од 310 дин./т када обе опције остају неактивирани и пољопривредни произвођач остварује профит у висини износа разлике нето премија. Даљим опадањем цене пшенице профит пољопривредног произвођача неће се повећавати.

Растом цене пшенице преко 334 дин./т произвођач ће забележити максималан губитак при цени пшенице од 340 дин./т јер ће остваривати губитак на активираној опцији који је умањен за износ разлике у премијама. Даљим растом цене пшенице пољопривредник неће забележити већи губитак, јер ће активирати своју купљену опцију и тиме компензовати даљи губитак по основу продате опције.

6. Стратегија продаје call и put опције

У наведеној стратегији пољопривредни произвођач очекује да ће цена пољопривредног производа бити стабилна. Из тог разлога се одлучује за отварање супротних позиција, очекујући да ће обе опције истећи неискоришћено.

Пример¹²⁶

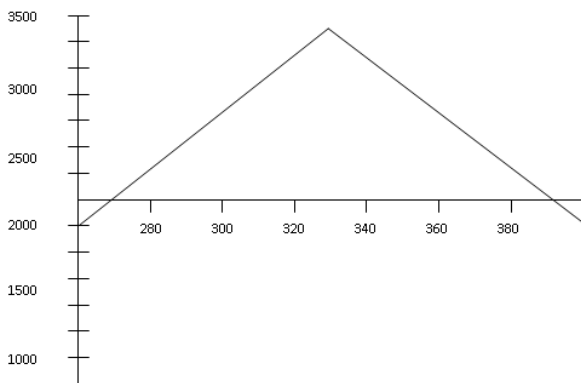
Уколико пољопривредни произвођач у мају продаје за октобар put опцију на лот од 50 т пшенице по цени од 330 дин./т и добија премију од 33 дин./т, истовремено на исту количину пшенице продаје call опцију за исти термин и добија другу премију од 33 дин./т. Ова стратегија може имати следеће сценарије који се могу пратити на Графикону 6. и Табели 6:

Табела бр. 6 - Стратегија продаје call и put опције - могући исходи

Цена пшенице дин./т	Вредност продате call опције (330)дин./т	Вредност продате put опције (330)дин./т	Нето премија дин./т	Профит/губитак дин./т	Укупан профит/губитак
250	0	-80	66	-14	-700
266	0	-66	66	0	0
330	0	0	66	66	3.300
350	-20	0	66	46	2.300
396	-66	0	66	0	0
410	-80	0	66	-14	-700

- 11) Базична идеја преузета из: Briys E., Bellalah M., Mai H.H., Varrenne F., „Options, Futures and Exotic Derivatives“, John Wiley&Sons, Chichester, 1998, стр. 15-31.
- 12) Базична идеја преузета из: Briys E., Bellalah M., Mai H.H., Varrenne F., „Options, Futures and Exotic Derivatives“, John Wiley&Sons, Chichester, 1998, стр. 15-31.

Слика бр. 6 - Стратегија продаје call опције и продаје put опције



Анализом слике и табеле може се констатовати да наведена хеџинг стратегија има две преломне тачке. Прва преломна тачка је при цени пшенице од 266 дин./т када је губитак на активираној *put* опцији једнак висини износа двеју добијених премија. Друга преломна тачка је при цени пшенице од 396 дин./т, када је губитак настао активирањем *call* опције анулиран добијеним премијама.

8. Стратегија куповине call и put опције

Пољопривредни произвођачи ће ову хеџинг стратегију примењивати у случају да очекују значајне промене цене пољопривредног производа, али не могу бити сигурни у ком смеру ће се те промене кретати. Из тог разлога пољопривредни произвођач жели да осигура могућност да у будућем периоду прода пољопривредни производ по одређеној цени, али с обзиром да може доћи и до појефтињења пољопривредног производа купује *put* опцију која му омогућава да у случају пада цене пољопривредног производа може исти продати по унапред уговореној цени.

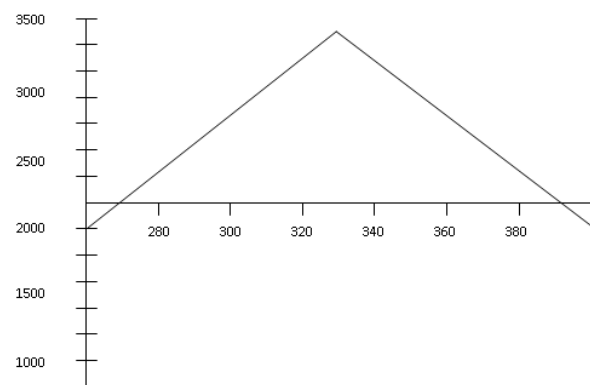
Пример¹³⁷

Уколико пољопривредни произвођач очекује нагле промене цене пшенице он у мају купује *call* опцију на лот од 50 т пшенице са испоруком у октобру са страјк ценом од 330 дин./т и премијом од 33 дин./т. Истовремено купује и *put* опцију за исти термин и исту количину и плаћа премију од 33 дин./т. Могући развој догађаја до истека опција може се пратити на Графикону 1.7.1 и у Табели 1.7.1.

Табела бр. 7 - Куповина call и put опције - могући исходи

Цена пшенице дин./т	Вредност купљене call опције (330) дин./т	Вредност купљене put опције (330) дин./т	Нето премија дин./т	Профит/губитак дин./т	Профит/губитак
250	0	80	-66	14	700
264	0	66	-66	0	0
396	66	0	-66	0	0
410	80	0	-66	14	700

Слика бр. 7 - Куповина call и put опције



Као и у претходном примеру, и у случају ове хеџинг стратегије јављају се две преломне тачке. Прва преломна тачка је при цени пшенице од 264 дин./т када пољопривредни произвођач активира *put* опцију и анулира губитак настао плаћањем двеју премија. Друга преломна тачка је при цени пшенице од 396 дин./т, када ће активирана *call* опција покрити губитак настао плаћањем премије. Даљим падом или растом цене пшенице пољопривредни произвођач ће остварити профит.

Закључак

На основу изнетог закључујемо да коришћењем комплексних хеџинг стратегија на робно-дериватним тржиштима пољопривредна предузећа могу управљати ризиком промене цена пољопривредних производа. Коришћењем комплексних хеџинг стратегија могуће је ризик промене цена свести у тачно одређене оквире што представља основну предност коришћења комплексних хеџинг стратегија.

13) Базична идеја преузета из: Briys E., Bellalah M., Mai H.H., Varrenne F., „Options, Futures and Exotic Derivatives“, John Wiley&Sons, Chichester, 1998, стр. 15-31.

Недостаци комплексних хеџинг стратегија су везани за повећане трошкове који настају отварањем већег броја уговора, па је за имплементацију наведених стратегија потребно знање из наведене области.

На основу анализе стања изводе се следеће препоруке:

1. У циљу регулисања спот и нестандардизованог терминског трговања на робним берзама у Србији препоручује се доношење *Закона о робној берзи*. У овом моменту домаће спот робно-берзанско тржиште је нерегулисано, што се огледа пре свега у недостатку класичних берзанских механизма, као што су гаранцијски фондови, непостојању система лиценцирања берзи и чланова берзе и сл. Све наведено као последицу има да у случају спора учесници домаћег берзанског трговања буду препуштени редовним судским процедурама.
2. Да се систем робно-берзанског пословања ослони на већ постојеће институције с обзиром да је мали обим берзанског трговања, па би нове институције и гломазан административни систем подигао трошкове пословања на робним берзама. С тим у вези препоручује се да лиценцирање и контролу робних берзи врши Комисија за хартије од вредности Републике Србије, у оквиру које би се организовао организациони део надлежан за робне берзе.
3. Потребно је да се правилно одреди висина основног капитала неопходна за лиценцирање робних берзи.
4. Робне хартије од вредности имају двоструки ефекат на функционисање терминских тржишта. Прво, стабилизовањем и повећањем сигурности трговања на спот тржишту позитивно утичу на креирање референтне спот цене која се користи за дневно усклађивање маргина на фјучерсима и друго, уколико се захтева физичка испорука робе на терминским уговорима, најједноставније је испоруку извршити предајом робних записа. У циљу повећања броја робних записа у оптицају препоручују се следеће мере: промоција робних хартија од вредности – робних записа, кроз субвенције система јавних складишта. Субвенционисање складиштења у јавним складиштима тако да се за најбоље класе добије и највећи износ субвенције, доприноси додатном интересовању произвођача да производе робу бољег квалите-

та и обезбедило би се додатно интересовање учесника за даље укључивање у систем. Субвенционисањем опреме за брзо мерење протеина складишту се омогућава да разврста пшеницу по класама. Као и у другим транзиционим земљама, очекује се да наведене две мере имају позитиван индиректан ефекат на побољшање квалитета пре свега пшенице, јер ће први пут произвођачи бити у прилици да разврстају своју пшеницу, добију веће субвенције за бољи квалитет и постигну бољу цену свог производа (до сада се није залазило у квалитет пшенице и плаћало се на основу физичких карактеристика, па произвођач није био мотивисан да улаже у квалитет који није могао да буде утврђен и који се није плаћао).

5. У 2010. години, захваљујући подршци ФАО организације, израђена је електронска платформа за евиденцију робних записа. Увођењем електронског робног записа Република Србија би постала трећа земља у свету, поред САД и Канаде, која има комплетан електронски систем. Наведеним би се: повећала сигурност робног записа, што би свакако имало позитиван утицај на берзанско трговање робним записом, односно поједноставиле би се трансакције. У овом моменту продавац је дужан да достави оригинал робног записа у просторије Продуктне берзе. Препорука је да се електронски систем робних записа креира тако да све робне берзе имају директан приступ делу преноса робног записа, како би се на тај начин повећала сигурност и снизили трошкови трансакције. На овај начин робне берзе биле би директно повезане са електронским системом, па не би било потребе за физичким достављањем робних записа.
6. Измене *Закона о тржишту капитала* који пружа могућност за трговање фјучерсима и опцијама на пољопривредне производе. И поред наведене могућности, робно-дериватно тржиште није успостављено и најчешће се као разлог наводи висина минималног основног капитала у износу од 1.000.000 EUR, што је практична препрека за Продуктну берзу у Новом Саду за почетак терминског трговања. Пажљивом анализом ризика требало би утврдити да ли постоје могућности за смањење наведеног износа.

Литература

1. Abdellaoui, M., & Hey, J. D. (Eds.). *Advances in decision making under risk and uncertainty*, Springer, (2008).
2. Anderson D., McCorkle D., Schwart B. and O'Brien D., *Using Options to Hedge Farm and Ranch Inputs*, Texas Agricultural Extension Service, <http://trmep.tamu.edu/cg/factsheets/rm2-13.pdf> (februar 1999.).
3. Андрѝosso-O'Callaghan, B. *The economics of European agriculture*, Palgrave Macmillan, (2003).
4. Arditti F. D. (1996) *Derivatives*, Boston, Harvard Business School Press.
5. Bevers S. et al., Bull Call Spread, Texas Agricultural Extension Service, <http://trmep.tamu.edu/cg/factsheets/rm2-20.pdf> (септембар 1999.).
6. Briys E., Bellalah M., Mai H.H., Varrenne F. *Options, Futures and Exotic Derivatives*, Chichester, John Wiley&Sons, (1998).
7. Chadwick, L. *The farm management handbook 2000/2001* (21st ed., p. 519). Edinburgh: Scottish Agricultural College (2000).
8. Fabozzi, F. J., & Peterson, P. P. (2003). *Financial management and analysis*. Wiley.
9. Harris, N. *Business economics: theory and application*. Butterworth-Heinemann, (2000).
10. Introduction to Hedging with Wheat Futures and Options Workbook, Minneapolis Grain Exchange, <http://www.agrisk.umn.edu/library1/a0000040.pdf> (oktobar 1998).
11. Kay, R. D., Edwards, W. M., & Duffy, P. A. *Farm management* (Fifth). Boston: McGraw-Hill, (2004).
12. Moss, C. B. *Risk, Uncertainty and the Agricultural Firm*. World Scientific (p. 292). World Scientific, (2010).
13. Robert C., *Forwards and Futures*, University of Virginia Darden School Foundation, Charlottesville, (2008.);
14. Robert C., *Hedging with Forwards and Futures*, University of Virginia Darden School Foundation, Charlottesville, (2009.);
15. Robert C., *Options on stock indexes, currencies, and futures*, University of Virginia Darden School Foundation, Charlottesville, (2008.);
16. Sartwelle J. D., Smith E., Kastens T. and O'Brien D., *Buying Hedge with Futures*, Texas Agricultural Extension Service, <http://trmep.tamu.edu/cg/factsheets/rm2-15.pdf> (април 1998.).
17. Waller M., Amosson S., Tierney W. and Dhuyvetter K., *The Minimum Price Contract*, Texas Agricultural Extension Service, <http://trmep.tamu.edu/cg/factsheets/rm2-17.pdf> (април 1998.).
18. Закон о јавним складиштима за пољопривредне производе, "Сл. гласник РС", бр. 41/09.
19. Закон о облигационим односима, Сл. лист СФРЈ бр. 29/78, 39/85, 45/89 и 57/89 и "Сл. лист СРЈ", бр. 31/93.
20. Закон о тржишту капитала, "Сл. гласник РС", бр. 31/2011.
21. Ковачевић В. "Значај тржишта робних финансијских деривата за пољопривредна предузећа", Београд, Магистарска теза, (2002).

др Владимир
ЊЕГОМИР*

Управљање ризиком и капиталом осигуравајућих друштава: улога реосигурања

Резиме

Осигуравајућа друштва своју основну делатност, пружање услуга осигурања, остварују прихватањем ризика од осигураника. За прихватање ризика, који за осигуравајућа друштва, рачуноводствено посматрано, представљају условне будуће обавезе, она морају поседовати адекватну величину капитала како би се обезбедила солвентност, односно сигурност исплате накнада штета у случају остварења осигурањем обухваћених штетних догађаја. Капитал може бити обезбеђен билансно, што представља традиционално поимање капитала, али може бити обезбеђен и трансфером ризика, односно ванбилансно. Трансфером ризика осигурања у реосигурање суштински се обезбеђује редукација укупног ризика, а тиме и редукација потребног капитала осигуравача, због чега се реосигурање може посматрати и као ванбилансна замена за билансно расположиви капитал. Реосигурање има бројне разлоге примене, али и одређена ограничења, чија анализа је презентована у раду. Такође, у раду је указано на специфичности управљања солвентношћу у осигуравајућим друштвима као и улогу реосигурања у том процесу, уз посебан нагласак на специфичности нове регулативе на тржишту осигурања Европске уније (Солвентност II) која ће потенцијално имати импликације и на будуће финансијске аспекте примене реосигурања у пракси осигуравајућих друштава у Србији.

Кључне речи: ризик, капитал, осигурање, реосигурање, Солвентност II.

Увод

У последњих четрдесет година, почев од 1970. године, 2011. година је била до сад најдоминантнија по величини укупних штета које су достигле 370 милијарди долара¹. Највећи део штета настао је као последица земљотреса у Јапану и на Новом Зеланду, поплава у Тајланду и

торнада у САД. Осигуравајућа и реосигуравајућа друштва исплатила су готово половину укупних штета, што је утицало на повећање публицитета осигурања и реосигурања. Остварење штета у наведеном обиму нагласило је значај постојања осигурања, али и питања адекватног управљања ризиком и капиталом на нивоу друштава за осигурање и реосигурање.

*) Доцент, Факултет за правне и пословне студије, Нови Сад.

¹) Bevere, L., Enz, R., Mehlhorn, J., Tamura, T.: *Natural catastrophes and man-made disasters in 2011: historic losses surface from record earthquakes and floods*, Sigma No. 2/2012, Swiss Re, Zurich, 2012.

Управљање изложеношћу ризицима је сложен процес који проистиче из аверзије појединаца према ризику, а што се најчешће тумачи коришћењем теорије опадајуће граничне корисности.² Основни захтев при управљању ризиком који појединци и правна лица постављају јесте минимизовање укупног трошка управљања ризицима, при чему се има у виду не само трошак штета које могу настати, већ и трошак различитих приступа управљању ризицима. Захваљујући релативној једноставности коришћења и трошковној ефикасности, осигурање је најзаступљенија метода поступања са ризицима. Осигурање је по својим карактеристикама применљиво на ризике које карактеришу мала вероватноћа остварења и велик интензитет штетних последица, при чему за релативно мали износ премије осигурања, прибављањем осигуравајућег покрића, осигураници, односно уговарачи осигурања, добијају обећање будућег плаћања које ће настати уколико се оствари уговором о осигурању обухваћени штетни догађај, односно осигурани случај.

Основа дугорочне успешности примене осигурања, осим у наведеном, базира се на чињеници пружања осећаја сигурности. Осећај сигурности могуће је пружити уколико су осигуравајућа друштва у прошлости исплаћивала оправдане захтеве осигураника по настанку осигураних случајева, а то значи да су била солвентна. Обезбеђење солвентности осигуравајућих друштава, а тиме и управљања ризиком и капиталом, представља *condition sine qua non* успешности рада у осигурању, дугорочног опстанка и развоја пословања. Имајући наведено у виду, анализа могућности остварења солвентности осигуравајућих друштава представља увек актуелно питање. Проблем који истраживањима у овом раду настојимо да разрешимо односи се на могућности унапређења солвентности, односно укупне капиталне позиције, осигуравајућих друштава применом реосигурања. У раду прво указујемо на основне специфичности управљања ризицима и капиталом, односно солвентношћу у осигуравајућим друштвима. Након елаборације карактеристика управљања солвентношћу, анализирамо основне карактеристике и разлоге примене реосигурања, значај примене реосигурања из перспективе утицаја на укупну позицију солвентности, односно и агрегатни ризик и капитал, а потом анализирамо потенцијалне будуће могућности коришћења реосигурања,

имајући у виду примену нове регулације солвентности на нивоу Европске уније.

1. Управљање солвентношћу у осигурању

Елаборирање управљања ризиком и капиталом, односно солвентношћу у осигуравајућим друштвима захтева одређење појма солвентности. Према одређењу Међународног удружења супервизора осигурања (*International Association of Insurance Supervisors*), солвентним осигуравајућим друштвом сматра се друштво способно да испуни све своје обавезе по свим уговорима под свим разумно предвидљивим околностима.³ Дакле, солвентно осигуравајуће друштво значи његову могућност да све штете по броју и износу може без тешкоћа да надокнади осигураницима, али и да удовољи свим новчаним обавезама према држави, запосленима, другим осигуравачима и реосигуравачима и другима, у року њиховог доспећа.⁴ С обзиром на то да је, посматрано из перспективе осигураника, осигурање обећање будућег плаћања које наступа уколико дође до остварења осигураног случаја, односно штетног догађаја детерминисаног уговором о осигурању, очување солвентности у осигурању има посебан значај. У случају губитка солвентности осигуравајућег друштва сама суштина осигурања губи смисао, а услед немогућности измирења обавеза према осигураницима у случају штета настали би економски и социјални трошкови.

Дугорочно посматрано, у случају губитка солвентности поверење осигураника у институцију осигурања било би нарушено а тиме и даљи опстанак осигурања као делатности. Угрожену солвентност и последични губитак поверења у институцију осигурања емпиријски најбоље потврђују дешавања на тржишту осигурања у Србији у протеклих двадесетак година. Наиме, захваљујући инфлацији током деведесетих година резерве друштава за осигурање биле су суштински "истопљене", што је онемогућило правовремену и у новцу изражену исплату штета. Осим тога, висока великвидност у привреди уопште утицала је на настанак великих, ненаплативих потраживања осигуравајућих друштава, узрокујући дисбаланс између потраживања и обавеза, односно губитак солвентности. Последња је била губитак поверења осигураника у институцију осигурања, који се поновно почео успостављати тек током прве декаде новог ми-

2) Његомир, В.: *Осигурање*, Ortomedics book, Нови Сад, 2011, стр. 32-33

3) *Principles on Capital Adequacy and Solvency*, International Association of Insurance Supervisors, Basel, Switzerland, January 2002, p. 3

4) Његомир, В.: „Специфичности управљања капиталом у осигуравајућим друштвима“, *Рауноводство*, Vol. 50, Br. 7-8, Beograd, 2006, str. 59-68.

ленијума, тачније од усвајања Закона о осигурању 2004. године.⁵ Основа обезбеђења солвентности јесте адекватно управљање ризицима и капиталом.

Значај управљања солвентношћу, односно ризиком и капиталом у осигуравајућим друштвима у циљу очувања солвентности, експлицитно је нагласила и студија рејтинг агенције А.М. Best. Анализирајући тржишне неуспехе осигуравајућих друштава из САД-а која су у периоду између 1969. и 2010. године доживела пословне неуспехе и престала постојати, ова агенција је дошла до закључка да су кључни узроци банкротства осигуравајућих друштава неадекватни приступи управљању ризиком осигурања, било у погледу постојања неадекватних резерви, рапидног раста или утицаја катастрофалних штета. Резултати студије приказани су у Табели 1.

Табела бр. 1 - Узроци тржишних неуспеха осигуравајућих друштава у САД у периоду 1969-2010. год.

Примарни узрок	% од укупног броја компанија
Недовољне резерве	40,3%
Рапидан раст	13,6%
Преваре	7,8%
Проблеми са повезаним лицима	7,8%
Инвестициони проблеми (преувеличавање вредности)	7,3%
Катастрофалне штете	7,1%
Значајне промене у пословању	4,0%
Проблеми у реосигурању (остварење кредитног ризика)	3,6%
Остало	8,6%

Извор: 1969-2010 *P/C Impairment Review*, Best's Special Report, А.М. Best, May 2, 2011.

Солвентност се може дефинисати и као билансно стање осигуравајућег друштва које подразумева постојање вишка имовине у односу на обавезе.⁶ У структури активе биланса стања осигуравајућих друштава доминирају финансијски

пласмани, док у структури пасиве, односно у структури обавеза у пасиви, доминирају обавезе према осигураницима. Обавезе према осигураницима суштински су представљене резервама осигурања, иако напомињемо да техничке резерве представљају разлику између најбоље процене нето садашње вредности будућих обавеза и нето садашње вредности будућих премија осигурања.⁷ Имовина којом располаже осигуравајуће друштво мора бити довољна за покриће свих обавеза. Суштински посматрано, обавезе према осигураницима у директној су корелацији са квалитетом прихваћених ризика и адекватношћу управљања њима. Вишак имовине над обавезама намењен је покрићу негативног остварења ризика у односу на очекивано, односно израчунавањем предвиђеног.

Капитал у осигуравајућим друштвима представља разлику између имовине, коју углавном чине готовина и инвестициони пласмани у различите облике финансијске и нефинансијске активе као што су акције, обвезнице и некретнине, и обавеза које углавном чине резерве осигурања, гарантна резерва и техничке резерве у које спадају резерва преносних премија, резервисане штете, резерве за изравнање ризика (само код неживотних осигурања), као и резерве за учешће у добити и математичка резерва (само код животних осигурања).⁸ У управљању солвентношћу у осигуравајућим друштвима неопходно је имати у виду холистички приступ који подразумева управљање свим ризицима са којима се у свом пословању суочавају осигуравајућа друштва.⁹ Капитал мора бити довољан за покриће свих ризика како би се обезбедила солвентност, што имплицира значај адекватног управљања ризицима и капиталом. Иако је неопходно примењивати холистички приступ, у наредним излагањима се фокусирамо на управљање ризицима осигурања, ризицима који су кључни за осигуравајућа друштва.

Основу модерног осигурања представља научно засновано управљање ризиком. Наиме, захваљујући развоју математике и статистике, првенствено теорије вероватноће и закона великих бројева, омогућен је развој осигурања. Примена научног приступа управљању ризицима прихваћеним од осигураника омогућила је ства-

5) Његомир В, and Стојић, Д.: "Liberalisation and market concentration impact on performance of the non-life insurance industry: the evidence from Eastern Europe", *The Geneva Papers on Risk and Insurance - Issues and Practice*, Vol. 36, Br. 1, 2011, p. 94-106

6) Sandstrom, A.: *Handbook of solvency for actuaries and risk managers: theory and practice*, Chapman & Hall/CRC finance series, Boca Raton, FL, 2011, p. 3

7) De Weert, F.: *Bank and Insurance Capital Management*, John Wiley & Sons Ltd, West Sussex, UK, 2011, p. 20.

8) Његомир, В.: *Осигурање*, Ortomedics book, Нови Сад, 2011, стр. 147

9) Његомир, В.: „Оперативни ризик осигуравајућих друштава“, *Рачуноводство*, Vol. 51, Бр. 1-2, Београд, 2007, стр. 85-96.

рање предности у управљању овим ризицима осигуравајућим друштвима у односу на осигуранике, физичка и правна лица. Основна суштина предности јесте управљање ризицима у великом броју, при чему је обим капитала за покриће потенцијалних штета које могу настати мањи у односу на прост збир појединачних штета.

У управљању ризиком и капиталом кључно је да се са што је могуће већом прецизношћу одреди вероватноћа остварења ризика као и потенцијалне негативне последице њиховог остварења. Управо је то кључни задатак примене математике и статистике у осигуравајућим друштвима.¹⁰ Осигуравајућа друштва на бази упросечених вредности за портфеље осигураника одређују висину премије осигурања. С обзиром да су сви прорачуни у осигурању базирани на примени упросечених а не реалних вредности, могућа су одступања стварних од упросечених вредности. У циљу покрића ових одступања осигуравајућа друштва примењују компензације у простору, пружањем више врста осигурања, пружање услуга осигурања на различитим географским просторима и трансфером ризика у саосигурање, реосигурање или на тржиште капитала, и компензације у времену, формирањем резерви осигурања. У годинама које карактерише повољно кретање штета, када су остварења ризика у сагласности са пројектованим и мања, осигуравајућа друштва су у могућности да акумулирају новчана средства у форми резерви како би покрила било које мањкове који могу настати услед одступања од средњих вредности у годинама које следе. За додатну атомизацију ризика осигуравајућа друштва могу примењивати различите облике дисперзије, при чему је најчешће коришћени облик трансфер ризика у реосигурање.

2. Основне карактеристике функционисања и значај реосигурања

2.1 Појам и разлози примене реосигурања

Успешно пословање осигуравајућих друштва базира се на адекватној процени ризика и обезбеђењу довољног обима капитала за покриће процењених ризика. Финансијска средства за покриће ризика које по уговорима о осигурању друштва за осигурање прихватају од осигураника, односно уговарача осигурања, она обезбеђују из наплата премија осигурања као и прикупљањем капитала од инвеститора на тржишту капитала. Осигуравајућа друштва ће при управљању

ризицима прво настојати да изложености „обезбеде“ формирањем резерви осигурања. Међутим, у случају остварења катастрофалних догађаја настају проблеми у вези са ограниченим капацитетима, односно ограниченим обимом капитала за покриће великог броја појединачно малих или малог броја појединачно великих штета, или њихових комбинација.

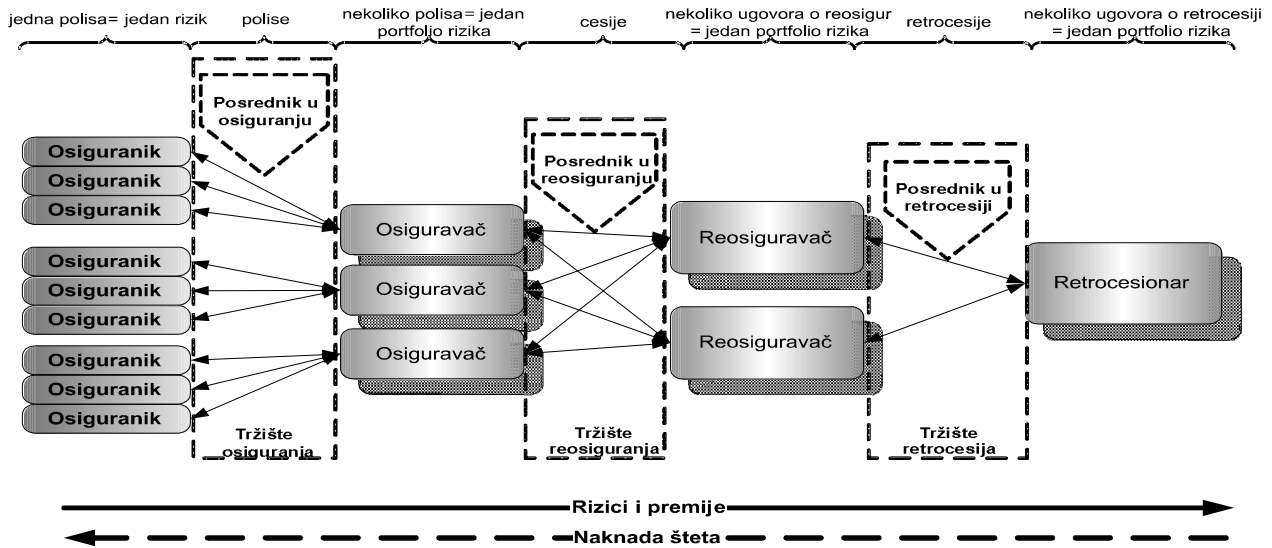
У случајевима остварења катастрофалних догађаја осигуравајућа друштва могу бити суочена са тешкоћама њиховог финансирања, а у крајњој инстанци могу бити принуђена на банкротство. Основни проблем са остварењем катастрофалних догађаја је у нарушавању основне претпоставке примене закона великих бројева – међусобне статистичке независности између ризика у портфељу осигуравајућег друштва. Осигурање се базира на удруживању ризика и статистичким подацима о томе да ће штета настати само код неких чланова заједнице ризика. Уколико би се истовремено остварила штета код већине чланова заједнице ризика, могућности расподеле штета постале би ограничене, премије прохибитивно високе, односно осигурање би престало да функционише. Статистички независни ризици су самостални и промене једних не утичу на промене, односно остварења других. У случају постојања међусобне зависности између ризика остварење једних може узроковати остварење других, при чему могућности дисперзије ризика у портфељу осигуравајућег друштва које се остварују применом Закона великих бројева изостају. Осигуравачи губе могућност да дистрибуирају негативне ефекте по различитим географским подручјима, као и по врстама осигурања. Неопходан је трансфер ризика који се може остварити путем саосигурања, реосигурања или у новије време на тржиште капитала или осигуравајућа друштва могу повећати обим капитала емисијом акција, обвезница или других финансијских инструмената. Традиционално, осигуравајућа друштва у условима ограничених могућности прикупљања капитала од инвеститора прибегавају реосигурању.

Реосигурање представља механизам трансфера ризика друштва за осигурање на друго друштво за осигурање или, много чешће, професионално друштво за реосигурање. У најкраћем, реосигурање јесте осигурање осигурања.¹¹ Иако се први писани траг о постојању реосигурања јавља још у XIV веку у Италији послови реосигурања значајније се почињу развијати са појавом професионалних реосигуравача који настају након ве-

10) Његомир, В.: *Осигурање и реосигурање: традиционални и алтернативни приступи*, Tectus, Загреб, 2011, стр. 104

11) Маровић, Б.: *Осигурање и шпедиција*, Стулос, Нови Сад, 2001, стр. 297

Слика бр. 1 - Међусобни односи уговорних страна и токови ризика, премија и накнада штета у пословима осигурања, реосигурања и ретроцесија



Извор: Његомир, В.: *Осигурање и реосигурање: традиционални и алтернативни приступи*, Тectus, Заргеб, 2011, стр. 149

ликог пожара у Хамбургу из 1842. године (Cologne Reinsurance Company је прво професионално реосигуравајуће друштво које је основано 1846. године). Правна основа функционисања реосигурања јесте уговор о реосигурању који се темељи на претходно закљученом уговору о осигурању. Правни односи који се формирају постоје само између осигуравача и реосигуравача, а не и између реосигуравача и осигураника. Наиме, реч је о уговору између осигуравача (цедента) и реосигуравача путем кога потоњи прихвата обавезу обештећења претходног у потпуном или делимичном износу штете која може настати по основу одређених уговора о осигурању које је осигуравач закључио, а заузврат цедент има обавезу плаћања накнаде, у виду премије реосигурања, као и обелодањивања информација неопходних за процену, одређивање цене и управљање ризицима покривеним уговором о реосигурању.¹²

Иако, осим реосигуравајућих друштава, носиоци понуде реосигурања могу бити и осигураваачи, Lloyd's синдикати, реосигуравајући пулови, кептиви и клубови за заштиту и обештећење, најважнију улогу имају професионални реосигураваачи. Закључење уговора о реосигурању кључни је посао осигураваача и реосигураваача у току трансфера ризика са осигураваача на реосигураваача и представља завршетак послова који трају уобичајено 11 месеци пре самог закључења. Пос-

лови реосигурања обухватају двосмеран ток, односно плаћање премије и трансфер ризика са осигураваача на реосигураваача, а у случају да дође до остварења осигураног случаја и накнаду штета од стране реосигураваача осигураваачу. Такође, реосигуравајућа друштва у циљу заштите сопствених капацитета за прихват ризика, односно у циљу обезбеђења сопствене солвентности у случају прихватања ризика који у великој мери нарушавају хомогеност на нивоу портфеља, део ризика, обично тзв. врхове ризика, односно највише могуће износе штета, трансферишу поступком ретроцесије на друга реосигуравајућа друштва. Поступак трансфера ризика у реосигурање и ретроцесије и повезаност са пословима прихватања ризика у осигуравајуће покриће од осигураника приказани су на Слици 1.

Фактори који опредељујуће утичу на осигуравајућа друштва да испољавају потребу за реосигурањем могу се поделити на објективне и субјективне.¹³ Објективни фактори који опредељују тражњу за реосигурањем укључују величину капитала, природу и величину ризика осигурања, структуру портфеља осигураваача, величину суме осигурања, односно изложеност ризицима по појединим уговорима о осигурању, као и потребу за експертским мишљењима. Сви објективни фактори суштински се односе на управљање ризиком и капиталом, њиховим усклађива-

12) Baur, P. and Breutel-O'Donoghue, A.: *Understanding reinsurance: How reinsurers create value and manage risk*, Swiss Re, Zurich, 2004, p. 4

13) Schwepcke, A.: *Reinsurance. Principles and State of the Art - A guidebook for home learners*, Verlag Versicherungswirtschaft GmbH, Karlsruhe, Germany, 2004, p. 29-34

њем у смислу обезбеђења довољне величине капитала за покриће укупне изложености ризику и опредељују солвентност друштва за осигурање. У субјективне факторе тражње за реосигурањем спадају склоност менаџмента осигуравајућег друштва ка прихватању ризика, пословне политике, централизовани или децентрализовани приступ одлучивању о примени реосигурања, начин процењивања ефикасности продаје осигурања, жељени раст пословања, перцепција о сигурности одређеног друштва за реосигурање као и квалитет међуљудских односа између представника осигураваача и представника реосигураваача.

2.2 Могућности и ограничења реосигурања

Основна сврха прибављања реосигуравајућег покрића идентична је сврси прибављања осигуравајућег покрића – подела ризика. Реосигурање омогућава осигураваачима заштиту од непредвиђених или екстремних штета, као што су катастрофални пожари у индустријским постројењима. Правилном проценом сопствених капацитета и преносом у реосигурање делова или ризика у целини које не могу самостално да носе без значајнијих негативних последица и остварења ризика несолвентности, осигуравајућа друштва ће обезбедити максималну солвентност.

Реосигурање представља механизам трансфера ризика осигурања осигуравајућих друштва којим се остварује допунска дисперзија ризика. Просторна дисперзија се остварује тако што реосигураваачи прихваћене ризике даље преносе на друге реосигуравааче у земљи, а потом се вишак ризика чије би остварење угрозило капитал националног сектора осигурања и реосигурања “извози” у иностранство. Међународни карактер делатности реосигурања представља кључну предност реосигурања. Наиме, имајући у виду да ризик, али и премије и капитал за покриће ризика, “прелазе” међународне границе реосигурање, то омогућава глобалну дисперзију ризика. Оваква кретања омогућавају понуду услуга покрића по нижој цени, јер је и агрегатни ризик нижи, а тиме и потреба за везивањем вишка капитала за покриће ризика мања. Реосигурање је значајно и због чињенице да су одредбе уговора о реосигурању стандардизоване, чиме се избегавају могући спорови између уговорних страна, повећава њихова сигурност и убрзава поступак закључивања уговора. Такође, веома је значајно

успостављање добрих дугорочних односа, с обзиром на то да се реосигурање базира на добровољности уговарања, а имајући у виду и чињеницу да су реосигураваачи специјализовани професионалци који могу бити извор корисних савета и сугестија за унапређење пословања осигураваача. Њихови савети могу се односити на бројне аспекте пословања осигураваача корисника њихових услуга, укључујући увођење нових услуга осигуравајућег покрића или наступања на страним тржиштима осигурања.

Међутим, трансфер ризика осигурања у реосигурање има и одређених ограничења. То се односи пре свега на циклична кретања премија реосигурања, ограниченост трајања покрића на убичајени период од једне године и последично постојање потребе за обнављањем његовог важења сваке године, присуство кредитног ризика и ограниченост капацитета за прихватање ризика у новим условима повећавања вероватноће њиховог остварења и интензитета штетних последица.¹⁴

Имајући у виду наведено, издвајају се фактори за и против прибављања реосигуравајућег покрића, односно трансфера ризика у реосигурање. Фактори за прибављање или прибављање ширег обима реосигуравајућег покрића обухватају: 1) регулаторне притиске, 2) потребу за поделом штета, што је нарочито изражено у условима када осигуравајуће друштво намерава да напусти пружање услуга у одређеној врсти осигурања или намерава да започне пословање у одређеној врсти осигурања или на одређеном тржишту, односно када се уводи нова услуга осигуравајућег покрића која претходно није постојала у понуди одређеног осигуравајућег друштва, 3) висок рацио штета у претходном периоду, који повећава очекивање остварења штета у наредном периоду, при чему се реосигурање намеће као значајан механизам стабилизације годишњих финансијских резултата, односно њиховог изравнања по годинама, 4) заштита од катастрофалних штета, односно појединачно великих или истовременог остварења великог броја малих штета, 5) ослобођење дела капитала за прихватање нових ризика у осигуравајуће покриће, што представља подстицај за развој послова осигурања, 6) фаза ниских премија реосигурања у циклусу премија реосигурања и расположивих капацитета на тржишту реосигурања и 7) повећање лимита покрића по појединачним уговорима о осигурању, што омогућава прихватање ризика који услед ограничености расположивог капитала не би могли да буду прихваћени.

14) Његомир, В.: *Осигурање и реосигурање: традиционални и алтернативни приступи*, Тесцутс, Загреб, 2011, стр. 204-206.

Фактори против или за прибављање мањег обима реосигуравајућег покрића, односно за мањи обим трансфера ризика у реосигуравајуће покриће обухватају: 1) располагање вишковима капитала које је неопходно профитабилно ангажовати, 2) низак рацио штета у претходном периоду пословања и 3) настојање да се остваре уштеде у вези са смањењем одлива премија, редукују укупни трансакциони трошкови и тиме оствари повећање профита.

2.3 Стање и трендови на тржишту реосигурања

Реосигурање као механизам допунске дисперзије ризика има за циљ увећање расположивости осигуравајућег покрића по цени нижој у односу на ону коју би осигуравајућа друштва могла да понуде да не постоји могућност допунске дисперзије ризика. Расположиви ретроцесиони и реосигуравајући капацитет, премија реосигурања, провизије које реосигуравачи исплаћују осигуравачима на име учешћа у иницијалним трошковима пружања услуга осигурања, као и исплате учешћа у накнадама штета, у великој мери утичу на управљање ризиком и капиталом осигуравајућих друштва, чиме *de facto* имају и снажан ефекат на премију осигурања коју плаћају уговорачи осигурања и на конкурентност осигуравача, њихових цедената. Имајући наведено у виду, познавање трендова на специјализованом тржишту трансфера ризика у реосигурање представља подручје интересовања осигуравајућих друштва, али и свих других субјеката, посебно оних заинтересованих за расположивост осигурања и кретања висине премије осигурања.

Реосигурање представља специфичну делатност која није предмет детаљног регулисања, као што је случај са осигурањем, због претпоставке да је реч о трансакцијама које се остварују између професионалаца. Такође, битне карактеристике делатности реосигурања су и њен међународни карактер, на шта је указано у претходном излагању, као и висок степен концентрације. Водећих десет реосигуравача је према подацима рејтинг агенције "А.М. Best", по основу прихваћених ризика из домена неживотних осигурања, остварило 66% укупне бруто приписане премије реосигурања остварене од стране водећих 50 реосигуравача. Највећи део премије

реосигурања ризика неживотних осигурања у 2011. години приписали су реосигуравачи из Европе (58%), затим реосигуравачи из САД (преко 13%), реосигуравачи са Бермудских острва (15%) и реосигуравачи из Азије и приобаља Пацифика (14%).¹⁵

При анализи стања и трендова који могу бити од утицаја на осигуравајућа друштва у њиховом пословању, као и на уговораче осигурања, кључно је разматрање профитабилности и последичних цикличних кретања. У протеклој деценији сектор реосигурања у просеку годишње је остваривао преко 190 милијарди долара бруто приписане премије а годишње варијације кретале су се у распону између 125 и 220 милијарди долара (види табелу 2). У истом периоду сектор реосигурања био је умерено профитабилан у пословима инвестирања са просечном стопом приноса на капитал у висини од 9% али са израженим варијацијама на годишњем нивоу у распонима између -9% и 20%.

Профитабилност у основној делатности мерена комбинованим рациом (мером профитабилности реосигуравача која показује у којој мери је меродавна премија у самопридржају довољна за покриће меродавних штета у самопридржају и трошкова спровођења реосигурања) у истом периоду била је позитивна и износила 8%. Једине године са негативном профитабилношћу у пословима реосигурања биле су 2001, 2005. и 2011. година.

Међутим, упркос сличностима у вези са остварењем негативне профитабилности у пословима реосигурања ризика 2005. и 2011. у односу на 2001. годину се разликују с обзиром да је у овим годинама остварена позитивна укупна профитабилност и принос на капитал, док је у 2001. години сектор реосигурања остварио губитак, односно и укупна профитабилност и принос на капитал били су негативни. У периоду између 2007. и 2011. године у пословима неживотних реосигурања остварен је негативан резултат само у 2011. Години, када је комбиновани рацио износио 107.2%; дакле, збир штета и трошкова био је већи од наплаћених премија за 7.2%.¹⁶

15) *Reinsurers Show Resilience Under Weight of Catastrophes, Economic Woes*, Best's Special Report: Global Reinsurance, Market Review, A.M. Best, Oldwick, NJ, September 3, 2012.

16) *Reinsurers Resilient Against Waves Of Catastrophes, Economic Uncertainty*, Best's Special Report, Global Reinsurance Financial Review, A.M. Best, April, 2012.

Табела бр. 2 - Кретања премија и профитабилности сектора реосигурања у периоду 2001-2011. год. (у милионима долара)

Година	Бруто приписана премија	Комбиновани рацио	Принос на капитал
2001.	125.655	117,9%	-9,2%
2002.	156.393	95,1%	5,6%
2003.	203.412	91,8%	14,1%
2004.	203.781	93,1%	11,2%
2005.	185.906	104,7%	1,6%
2006.	196.633	83,8%	20,2%
2007.	207.110	83,5%	16,8%
2008.	194.399	89,4%	2,7%
2009.	213.307	86,1%	15,7%
2010.	215.157	88,3%	10,7%
2011.	215.000-220.000	105% - 110%	1%-3%
Просек	190175	92,0%	9,1%

Извор: *The 2012 Reinsurance Market: Changing Tides*, Holborn Corporation, New York, NY, 2012, p. 15. (Напомена: подаци о бруто премијама укључују и ретроцесије а за 2011. годину изражене су процене).

У претходним излагањима указано је на то да је управо остварење катастрофалних штета основни разлог закључивања реосигурања. Међутим, њихово остварење нарушава основне премисе осигурљивости ризика и последично негативно утиче и на сектор реосигурања. Наиме, изложеност реосигуравајућих друштава последицама остварења катастрофалних штета нарочито је наглашена с обзиром да реосигуравачи у својим портфељима управо и прихватају највише нивое ризика. Премије реосигурања али и расположиви капацитети за прихватање ризика, који су у директној међузависности са степеном ризичности и расположивим капиталом реосигуравача, морају одражавати повећане захтеве за капиталом потребним да би се подржала већа изложеност реосигуравача катастрофалним догађајима. Услед остварења све чешћих штетних догађаја са све интензивнијим штетним последицама дошло је до ограничавања могућности диверзификације ризика, што је последично утицало на значајно повећавање премија реоси-

гурања, као и на повлачење неких реосигуравача са тржишта. У фазама опоравка тржишта, у годинама које обележава одсуство значајнијих катастрофа, јавља се супротан тренд и долази до оснивања нових реосигуравача и опадања премија реосигурања. Ова циклична кретања инхерентна су карактеристика тржишта реосигурања. У уводном излагању указано је на изузетно значајне катастрофалне штете остварене током 2011. године. Упркос таквим дешавањима у 2012. години, међутим, стабилност сектора реосигурања остала је сачувана. На стабилност сектора реосигурања није утицала ни чињеница да је, према анализама брокерске куће у пословима реосигурања Холборн¹⁷, која је разматрала утицај водећих 28 штетних догађаја са укупним штетама за сектор осигурања у висини од преко 110 милијарди долара, укупан утицај катастрофалних догађаја у 2011. години на сектор реосигурања превазишао 50 милијарди долара, при чему је више од 40 миљарди долара узроковано земљотресима и поплавама у Јапану, Тајланду, Новом Зеланду и Аустралији. Укупан капитал сектора реосигурања у свету процењен је на око 480 милијарди долара крајем прве половине 2012. године.¹⁸ На закључак о оствареној стабилности сектора реосигурања указују и рејтинг агенције.¹⁹

Либерализација, уклањање баријера уласку страних осигуравајућих и реосигуравајућих друштава, усаглашено законодавство са законодавством Европске уније, релативно софистицирани системи супервизије, као и улазак ових земаља у пуноправно чланство Европске уније допринело је појави реосигуравајућих друштава са страним капиталом у земљама источне Европе. Међутим, консолидација и присуство страног власништва у сектору осигурања довели су до смањења потражње појединачних осигуравача за реосигуравајућим покрићем на отвореном тржишту, иако су укупне цесије ризика у реосигуравајуће покриће порасле. Наиме, искуства показују да страна осигуравајућа друштва цедирају ризике интерно, а њихове матичне компаније се реосигуравају на тржиштима реосигурања земаља у којима им је седиште, док домаћа осигуравајућа друштва, захваљујући консолидацији, постају финансијски снажнија са већим капацитетом за задржавање ризика. У циљу заштите националних тржишта реосигурања неке земље, у које спада и Србија, одржавају на снази или уводе протекционистичке мере. Наставља се и испоље-

17) *The 2012 Reinsurance Market: Changing Tides*, Holborn Perspectives, Holborn Corporation, January, 2012.

18) *Reinsurance Market Outlook: Record Reinsurance Performance and Capital*, Aon Benfield, London, September 2012.

19) *Reinsurers Resilient Against Waves Of Catastrophes, Economic Uncertainty*, Best's Special Report, Global Reinsurance Financial Review, A.M. Best, April, 2012.

ни тренд заинтересованости реосигуравајућих друштва за тржишта осигурања земаља у развоју, пре свега тржишта Кине, Индије, Бразила и Русије.

3. Реосигурање као замена за капитал - унапређење позиције солвентности применом реосигурања

Осигуравајућа друштва реосигурање примењују као механизам трансфера ризика иницијално прихваћених од осигураника по уговорима о осигурању. Путем реосигурања редукују се материјалне последице остварења осигураних случајева до управљивог нивоа²⁰, односно до нивоа прихватљивог у вези са одлуком о нивоу задржавања ризика, имајући у виду укупан однос приноса и трошкова по основу управљања ризицима. Снижавањем стандардне девијације као средње мере одступања појединачних штета од очекиване просечне величине штете, које се могу остварити по основу остварења ризика осигурања у портфељу осигуравача, реосигурање редукује вероватноћу несолвентности осигуравача, односно редукује величину капитала потребног за њено обезбеђење. Наиме, код осигуравајућих друштава у прихватању ризика од осигураника, односно у пословима пружања услуга осигуравајућег покрића постоје два ограничења: 1) трошкови прибављања и 2) обим расположивог капитала. Када осигуравајуће друштво достигне горњи лимит расположивог капитала, односно у ситуацијама када је однос укупног обима ризика према капиталу такав да додатно преузимање ризика може угрозити солвентност, осигуравачи на располагању имају две алтернативе – одустајање од даљег приписа ризика или трагање за начинима повећања расположивог капитала. Реосигурање представља један од облика ванбилансног повећања расположивог капитала, чиме остварује значајну улогу у управљању ризиком и капиталом осигуравајућих друштава.

Финансијска снага осигуравајућег друштва представља, између осталог, меру адекватности капитала осигуравајућег друштва која се у случају неживотних осигурања изражава односом премије у самопридржају према капиталу а у случају животних осигурања односом укупног капитала и техничких резерви.²¹ У оба случаја реч је о односу капитала према обавезама, при чему је пожељно да овај однос буде што већи јер то

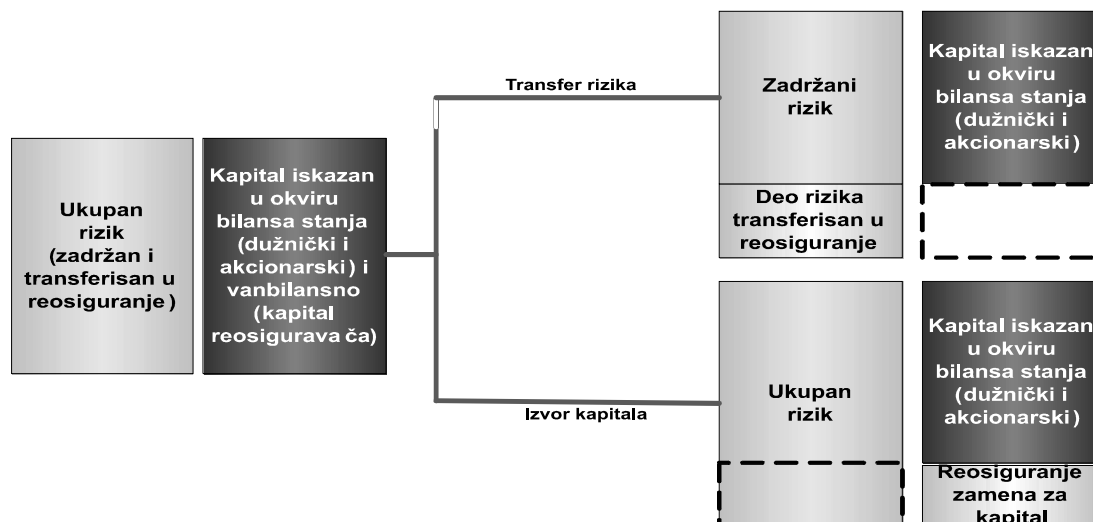
представља већу гаранцију солвентности. Наравно, уколико је овај однос сувише велики, може се поставити питање рационалности, имајући у виду да превелик вишак капитала сигнализује његово неадекватно ангажовање. Уколико осигуравајуће друштво при истом нивоу капитала остварује повећани припис ризика, однос капитала према обавезама према уговорима о осигурању, односно премијама осигурања или техничким резервама постепено ће се смањивати. На пример, уколико на сваке 3 н.ј. меродавне премије осигурања у самопридржају друштво за осигурање располаже са 1 н.ј. капитала, овај однос је у размери 3:1. Управо се овај однос сматра прихватљивим. На тржишту осигурања у Србији он је у 2011. години за неживотна осигурања износио 178,74% (1.79 динара премије на 1 динар капитала), што значи да је целокупан сектор био изузетно добро капитализован. Смањивањем овог односа смањује се и финансијска снага, односно позиција солвентности осигуравајућег друштва. Применом реосигурања смањује се укупан обим премије и повећава наведени однос. Такође, неопходно је нагласити да се при израчунавању наведеног параметра користи показатељ премије у самопридржају која суштински представља разлику између укупне премије осигурања и премије трансферисане у реосигурање.

Ризици, односно дистрибуција вероватноћа одређује обим потребног капитала који осигуравајуће друштво мора поседовати како би обезбедило солвентност. Уколико дође до редукције вероватноће остварења екстремних штета, односно значајнијег одступања стварних од израчунатих средњих вредности штета, обим неопходног капитала који осигуравајуће друштво мора да поседује у оквиру биланса стања ће се смањити. С друге стране, ако се примени аналогја управљања ризиком и капиталом у осигуравајућим друштвима на реосигуравајућа друштва, евидентно је да је реосигуравајућим друштвима за прихватање ризика осигурања, односно ризика од осигуравајућих друштава као целената, неопходан капитал. Карактеристике дистрибуције и вероватноћа ризика који се трансферишу у реосигуравајуће покриће непосредно одређују и величину потребног капитала реосигуравача. Предност реосигуравача у односу на осигураваче је у чињеници да је захваљујући глобалној диверзификацији ризика за исту изложеност ризику неопходан мањи ниво по-

20) Stettler, H., Eugster, F. and Kuhn, M.: *Reinsurance matters: A manual of the non-life branches*, Swiss Re, Zurich, 2005, стр. 23

21) CARMEL показатељи пословања друштава за осигурање са оквирним упутствима за њихово тумачење, Народна банка Србије, http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/20/osg/carmel_pokazatelj_poslovanja.pdf

Слика бр. 2 - Реосигурање као извор капитала



Извор: Модификовано према Његомир, В.: *Осигурање и реосигурање: традиционални и алтернативни приступи*, Tectus, Загреб, 2011, стр. 145

требног капитала. Дакле, применом реосигурања осигуравајућа друштва суштински замењују сопствени билансно расположиви капитал за капитал билансно расположив капитал у друштву или друштвима за реосигурање на која преносе ризике осигурања. На тај начин реосигурање *de facto* постаје, посматрано из перспективе осигуравајућег друштва, ванбилансна замена за билансно расположиви капитал (видети Сliku 2).

Одлука о прибављању или неприбављању реосигуравајућег покрића суштински је одлука која представља резултат управљања ризиком и капиталом. Наиме, реосигурање представља и трансфер ризика али и извор капитала, односно има улогу замене за капитал, што потврђују и бројна емпиријска истраживања.²² У случају остварења штета већих у односу на израчунате, односно предвиђене, долази до умањења капитала осигураваача, а у екстремној ситуацији може доћи и до потпуног губитка капитала, при чему излаз из такве ситуације може бити банкрот или повећање капитала путем тзв. „уплаћеног капитала“ као што је прикупљање капитала емисијом акција или обвезница или путем условног капитала, што подразумева примену различитих механизма у које спада и реосигурање. Имајући у виду наведено, једно од кључних питања приликом одлучивања о прибављању реосигуравајућег покрића је цена „рентирања“ капитала реосигураваача и њено поређење са могућностима прикупљања и ценом капитала расположивог за

покриће ризика из других извора. Цена реосигуравајућег покрића као ванбилансне замене за капитал може се представити односом трошка реосигурања и обима редукције потребног капитала.

Боља диверзификација ризика, која се остварује путем трансфера ризика у реосигурање, омогућава смањење изложености катастрофалним штетама, односно изложености ризицима уопште, али омогућава и ниже капиталне захтеве. Смањење нивоа потребног капитала узрокује смањење укупног трошка капитала и унапређење ефикасности употребе капитала. Реосигурање, дакле, доприноси унапређењу ефикасности употребе капитала уз исти ниво ризика које је осигуравајуће друштво иницијално прихватило. Реосигурање се, дакле, може посматрати као извор капитала јер смањује ниво потребног капитала који осигураваач има обавезу да поседује у оквиру пасиве биланса стања за покриће ризика које је по основу уговора о осигурању преузео од осигураника. Осим што постоји економска логика за третирање реосигурања као извора капитала, постоји и правно оправдање, с обзиром да је регулаторним прописима у већини земаља, укључујући и Србију, предвиђено снижавање капиталних захтева у вези са регулацијом солвентности осигураваача који имају закључено реосигурање. Редуковани ниво потребног капитала, као и снижени трошкови капитала неминовно доприносе вишем нивоу заштите од не-

22) Видети на пример: Hoerger, T. J., Sloan, F. A. and Hassan, M.: „Loss Volatility, Bankruptcy, and the Demand for Reinsurance“, *Journal of Risk and Uncertainty*, Vol. 3, No. 3, 1990, p. 221-245. i Garven, J.R., and Lamm-Tennant, J.: „The Demand for Reinsurance: Theory and Empirical Tests“, *Insurance and Risk Management*, Vol. 71, No. 2, 2003, p. 217-238.

солвентности, као и нижој премији осигурања, што доприноси конкурентној способности конкретног осигуравајућег друштва које користи услуге реосигуравајућег покрића, а у крајњој инстанци има позитиван утицај на развој послова осигурања.

Захваљујући остварењу катастрофалних штета у новије време се развијају алтернативни механизми трансфера ризика осигурања²³ који укључују обвезнице за катастрофалне штете, примену финансијских деривата у управљању ризиком осигурања²⁴, реосигуравајуће приколице²⁵, инструменте условног капитала²⁶ и сл. Реч је о механизмима који омогућавају трансфер ризика осигурања на тржиште капитала, односно учешће инвеститора на тржишту капитала у директном финансирању последица остварења ризика осигурања. Ови механизми првенствено се користе за највише нивое ризика, односно за ризике чије последице остварења могу бити највећег интензитета. Они се уобичајено базирају на пуној колатерализацији, односно покриће за потенцијално остварење ризика је у потпуности обезбеђено издвојеним средствима због чега је кредитни ризик присутан у случају примене реосигурања и ретроцесија, сведен на минимум. Иако у периоду пре 1996. године ови механизми фактички нису ни постојали, раст њиховог учешћа остварен у првој декади новог миленијума био је изузетан. Највећи раст учешћа остварен је током 2007. године, када је због утицаја кумулативног остварења највећих катастрофалних догађаја из 2004. и 2005. године дошло до ограничења расположивог капитала традиционалног тржишта реосигурања и ретроцесија. Укупан капитал који је тада обезбеђен за покриће ризика осигурања само путем обвезница за катастрофалне штете достигао је 7,6 милијарди долара. Иако је услед остварења светске економске кризе дошло и до делимичног поремећаја у овом сегменту, подаци указују на то да долази до оживљавања њихове примене јер је само у првој половини 2012. године обезбеђено више од 4 милијарде долара.²⁷ Укупан капитал који се за по-

криће ризика осигурања обезбеђује применом алтернативних механизма трансфера достигао је учешће од око 17% укупног капитала светског сектора реосигурања а према проценама брокера у пословима реосигурања Guy Carpenter очекивања су да ће њихово учешће достићи 43 милијарде долара до 2015. године.²⁸ Међутим, упркос снажном расту учешћа ових механизма традиционално реосигурање задржаће примат имајући у виду да је укупан капитал овог сектора, на светском нивоу, током другог квартала 2012. године достигао 480 милијарди долара.²⁹

Трансфером ризика осигураваачи смањују износ капитала који је потребан, односно који морају да поседују у оквиру биланса стања као противтежу преузетом агрегатном нивоу изложености ризицима осигурања. Тражња за реосигуравајућим покрићем у највећој мери условљена је остварењем катастрофалних штета. Обезбеђујући допунску дисперзију ризика, реосигурање обезбеђује већу сигурност за осигуранике, али и могућност пружања услуга осигуравајућег покрића по цени нижој него у случају непостојања реосигурања. Имајући у виду све наведено, сматрамо да је крајњи циљ примене реосигурања заштита капиталне позиције осигуравајућих друштава, а тиме и заштита осигураника и акционара.

4. Солвентност II и реосигурање

У претходним излагањима указано је на економски значај солвентности и улогу реосигурања као једног од кључних механизма обезбеђења основног начела пословања осигураваача. Међутим, иако представља кључно економско начело у пословању осигуравајућих друштава, кога се она придржавају зарад сопственог интереса, због значаја који очување солвентности има држава се путем својих институција стара о адекватном регулисању и надзору солвентности. Сам појам „солвентног“ осигуравајућег друштва детерминишу регулаторна тела, због чега су могуће разлике између различитих правних сис-

23) Његомир, В. анд Максимовић, Р.: "The overview of some basic issues in insurance market – the case of Serbian insurance risk transfer market", *Transformations in Business & Economics*, Vol. 11, Br. 2, 2012, p. 51-69.

24) Његомир, В.: "Улога финансијских деривата у управљању ризиком осигурања", *Рачуноводство*, Vol. 55, Бр. 3-4, Београд, 2011, стр. 73-85.

25) Његомир, В.: „Реосигуравајуће приколице као иновативни облик управљања ризиком осигурања“, *Рачуноводство*, Вол. 54, Бр. 1-2, Београд, 2010, стр. 72-83.

26) Његомир, В.: „Условни капитал као механизам управљања ризицима у осигурању“, *Рачуноводство*, Вол. 55, Бр. 5-6, Београд, 2011, стр. 86-100.

27) *Insider Quarterly*, Informed Publishing Ltd, London, Autumn 2012, p. 103.

28) *Insider Quarterly*, Informed Publishing Ltd, London, Autumn 2012, p. 11-12.

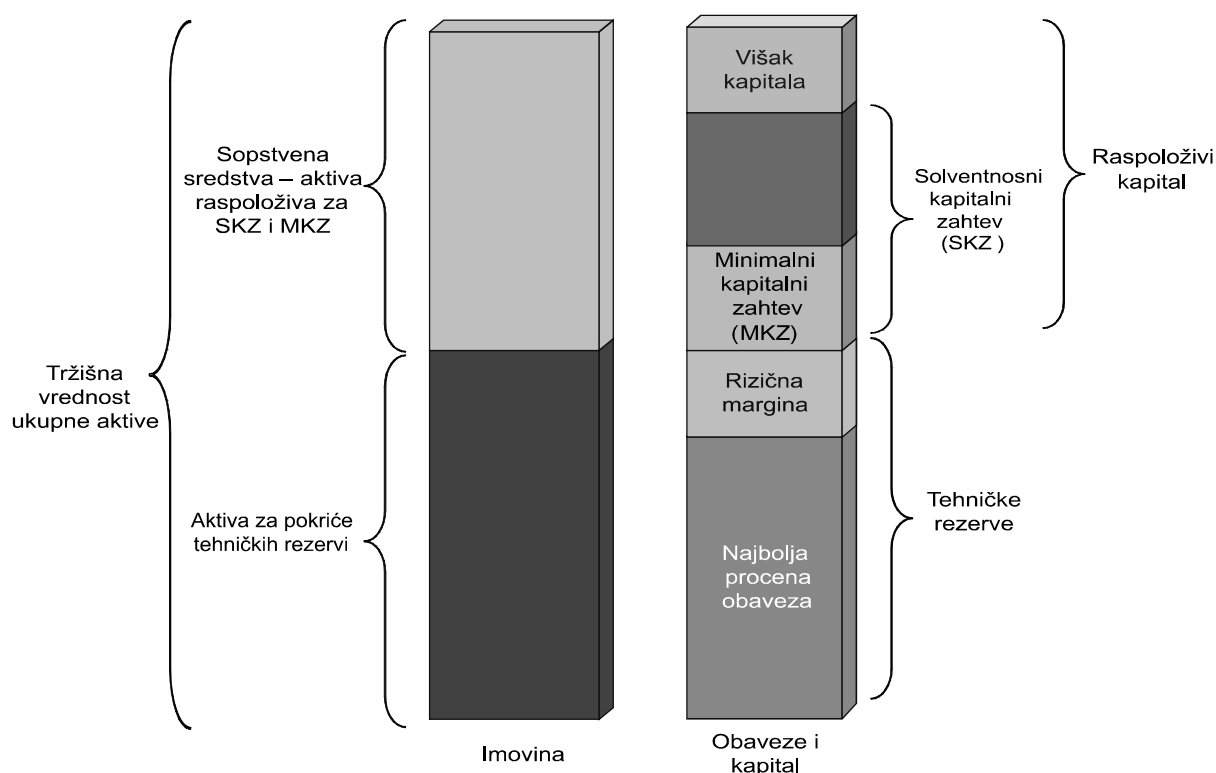
29) *Reinsurance Market Outlook: Record Reinsurance Performance and Capital*, Aon Benfield, London, September 2012, p. 5

тема, односно различитих држава, у нивоу капитала који је неопходно обезбедити како би се обезбедила солвентност. Из перспективе регулатора, осигуравајуће друштво се сматра солвентним уколико је укупна имовина већа од укупних обавеза друштва за износ регулаторно утврђене минималне маргине.³⁰ Реч је о маргини солвентности која је у великом броју земаља, укључујући и Србију, кључна детерминанта солвентности осигуравајућих друштава.

Прве регулације солвентности осигуравајућих друштава настају у периоду после Другог светског рата. Послератни период условно се може поделити на две етапе: једну која је трајала до осамдесетих година двадесетог века, када је преовладавао арбитрарни приступ регулисању нивоа потребног капитала за обезбеђење солвентности, и другу коју карактерише више економски приступ, односно истовремено разматрање позиција и активе и пасиве, као и њихових међузависности, што је посебно наглашено у оквиру директиве Солвентност II.

Регулација делатности осигурања на нивоу Европске уније регулише се директивама. Свака земља чланица ЕУ има обавезу да имплементира важеће директиве којима се регулише солвентност на нивоу свеукупне заједнице. Директиве представљају оквирне прописе, односно регулаторне оквире који не описују детаљно све комплексности регулисања спровођења делатности осигурања у свакој земљи чланици. Први облици регулације солвентности у Европи постављени су двома директивама, за неживотне осигураваоче то је била Директива 73/239/ЕЕЦ из 1973. године, а за животне осигураваоче то је била Директива 79/267/ЕЕЦ. Након још две генерације директива на основу идентификованих недостатака, а са циљем остварења већег унификавања услова осигурања на нивоу јединственог тржишта, заснованог на економским принципима, усваја се директива *Солвентност II* 2009. године³¹ са планираном имплементацијом од јануара 2014. године.³² *Солвентност II* представља нови регулаторни оквир солвентности осигуравајућих и реосигуравајућих друштава на нивоу

Слика бр. 3 - Минимални и капитални захтев за солвентношћу



30) Bennet, C.: *Dictionary of Insurance*, FT Prentice Hall, Pearson Education Ltd, Harlow, UK, 2004.

31) *Directive 2009/138/EC of The European Parliament and of the Council of 25 November 2009 on the taking-up and pursuit of the business of Insurance and Reinsurance (Solvency II)*, Official Journal of the European Union L 335, Brussels, 17.12.2009.

32) Рок за имплементацију неколико пута је померан. Неусаглашеност постоји и око тренутно одређеног крајњег рока са могућношћу пролонгирања за 2016. годину.

Европске уније. Нови регулаторни оквир представља јединствени оквир за регулацију солвентности који ће унети фундаменталне промене у управљање ризиком и капиталом, како у квантитативном, тако и у квалитативном смислу. Овај регулаторни оквир заснован је на примени принципа, а не арбитрарно утврђених правила управљања ризиком и капиталом и одређења величине капитала потребне за обезбеђење солвентности. Структуриран је на бази примене три стуба: први стуб односи се на квантитативне захтеве, други стуб на квалитативне, а трећи на транспарентност. Имајући у виду да су у ранијим истраживањима³³ представљене основне карактеристике нове директиве, у наставку указујемо само на кључне аспекте новог регулаторног оквира *Солвентност II* који се односе на примену механизма управљања ризиком осигурања.

Солвентност II базира се на постојању два капитална захтева, при чему један представља виши или циљани ниво капитала, а други апсолутни минимум. Уколико се претпостави постојање двају капиталних захтева, једног теоријског или циљаног који се у директиви *Солвентност II* назива солвентносним капиталним захтевом (СКЗ) и другог капиталног захтева који представља апсолутни минимум и који се у директиви *Солвентност II* назива минималним капиталним захтевом (МКЗ), тада би у идеалној ситуацији важила релација $МКЗ < СКЗ \leq РК$ (расположиви капитал). Наведена релација имплицира да је друштво за осигурање или реосигурање несолвентно, са регулаторног становишта, уколико располаже имовином мањом од нивоа минималног капиталног захтева. Реосигурање али и алтернативни облици управљања ризиком, утичући ванбилансно на повећање укупног обима расположивог капитала, има потенцијал да унапреди позицију солвентности и у условима примене директиве *Солвентност II*.

Не залазећи у детаљнију елаборацију минималног и капиталног захтева за солвентношћу, указујемо на резултате пете квантитативне студије

утицаја нове регулативе на ниво захтеваног капитала.³⁴ Резултати ове студије недвосмислено показују значајан пораст потребног износа капитала. То је и очекивано, имајући у виду да се детерминисање квантитативних захтева базира на потреби за обезбеђењем капитала за покриће свих ризика, а не искључивог фокусирања на ризик осигурања. Иако резултати ове студије³⁵ указују да се у односу на садашње стање по имплементацији *Солвентности II* може очекивати за укупни сектор осигурања смањење вишка капитала за око 121 милијарду евра и повећање захтеваног капитала за обезбеђење испуњености солвентносног капиталног захтева за око 320 милијарди долара, може се очекивати пад рачица солвентности са 310% оствареног у оквиру режима *Солвентност I* на 165%. Дакле, извесно је да ће *Солвентност II* када се сектор осигурања посматра у целини, узроковати повећање потребног капитала. Такође, очекивања су да ће потребу за повећањем капитала посебно исказати мања и специјализована осигуравајућа друштва. Потреба за свим механизмима редукације регулаторно захтеваног капитала ће се повећати. Посебан значај имаће механизми трансфера ризика, пре свега реосигурање, али и алтернативни механизми. Подједнаким признавањем и третирањем свих механизма трансфера ризика – реосигурања, хедџинга и секјуритизације, захтевајући од осигуравача само доказ о њиховом стварном доприносу редукацији ризика, *Солвентност II* оквир ће, за разлику од постојећег *Солвентност I* који приликом смањивања капиталних захтева признаје само реосигурање као облик редукације ризика, дати подстицај осигуравачима за оптимизацију средстава редукације ризика и врло вероватно подстицај за развој алтернативних механизма трансфера ризика, као што је секјуритизација.³⁶

Алтернативни облици трансфера ризика осигурања, у поређењу са реосигурањем, али и међусобно, имају бројне предности и недостатке.³⁷ Док већина алтернативних инструмената трансфера ризика осигурања, изузев деривата изведених на основу ризика осигурања којима

33) Види: Његомир, В.: „Специфичности управљања капиталом у осигуравајућим друштвима“, Рачуноводство, Вол. 50, Бр. 7-8, Београд, 2006, стр. 59-68., Његомир, В.: „Економски капитал у осигуравајућим друштвима“, Рачуноводство, Вол. 51, Бр. 11-12, Београд, 2007, стр. 115-131. и Његомир, В.: „Solvency II директива и њен утицај на управљање ризиком у осигуравајућим друштвима“, *Финансије*, Вол. 64, Бр. 1-6, Београд, 2009, стр. 272-306.

34) Европски комитет супервизора осигурања и професионалних пензија – CEIOPS (Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors) је почев од 2005. године од Европске комисије добио ингеренције за спровођење квантитативних студија утицаја нове регулативе на пословање осигуравача и реосигуравача. Почев од јануара 2011. године рад наведеног Комитета наследила је Европска агенција за надзор осигурања и професионалних пензија – EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority).

35) *Report on the fifth Quantitative Impact Study (QIS5) for Solvency II*, European Insurance and Occupational Pensions Authority, Frankfurt, 2011.

36) Његомир, В. „Секјуритизација у функцији финансирања и управљања ризиком осигуравајућих друштава“, *Финансије*, Vol. 63, Бр. 1-6, Београд, 2008, стр. 245-276.

37) Његомир, В.: *Осигурање и реосигурање: традиционални и алтернативни приступи*, Tectus, Загреб, 2011, стр. 221-224

се тргује на берзама али и ванберзански, елиминише постојање кредитног ризика, традиционално инхерентно повезаног са пословима реосигурања, они углавном узрокују опасност од испољавања базног ризика, односно ризика да осигуравачи у случају остварења ризика који су предмет трансфера неће бити адекватно обештећени. Кључна предност алтернативних облика трансфера ризика у односу на традиционално реосигурање јесте, поред минимизације кредитног ризика, у минимизовању моралног хазарда присутног у традиционалном осигурању и реосигурању. Алтернативним облицима трансфера ризика осигурања могу бити умањени трошкови осигуравача и реосигуравача повезани са доказивањем настанка штете јер је код облика који су засновани на индексу довољно остварење индекса, односно довољно је да индекс постигне одређену вредност. Обезбеђењем вишегодишњег покрића, могућег у већем броју случајева, алтернативни облици трансфера ризика осигурања отклањају негативне утицаје цикличних кретања премија и капацитета на тржишту реосигурања.

Солвентност II ће подједнако признавати све механизме редукације ризика, с тим што ће бити неопходно да осигуравајућа и реосигуравајућа друштва која одређене механизме примењују квантитативно докажу њихов утицај на редукацију ризика. Конкретно, у члану 101 Директиве³⁸ наведено је изузетно широко тумачење механизма трансфера ризика који се признају приликом израчунавања капиталних захтева, на следећи начин: „Приликом израчунавања капиталног захтева за солвентношћу, осигуравајућа и реосигуравајућа друштва треба да узму у обзир ефекат техника умањења ризика, водећи рачуна о томе да кредитни ризик и остали ризици који произилазе из коришћења таквих техника буду адекватно рефлектовани у капиталном захтеву за солвентношћу“. При томе, чланом 13 Директиве³⁹ се прецизира да се под техникама умањења ризика подразумевају „све технике које омогућавају осигуравајућим и реосигуравајућим друштвима да трансферишу део или све ризике на друге субјекте“ Да би неки инструмент трансфера ризика могао да се користи као инструмент за унапређење позиције капитала осигурава-

јућег или реосигуравајућег друштва, неопходно је да 1) доприноси повећању расположивог капитала, односно повећању вредности активе без утицаја на повећање вредности обавеза, или да 2) доприноси смањењу потребног капитала, односно да доприноси смањењу обавеза без утицаја на смањење активе. Упркос чињеници постојања различитих механизма редукације како ризика осигурања тако и агрегатног ризика, применом методологије базиране на споменутој петој квантитативној студији утицаја нове регулативе на ниво захтеваног капитала, односно приликом коришћења стандардне формуле и делимичног интерног модела, реосигурање представља најједноставнији и најфлексибилнији начин управљања пословањем осигуравача на економским основама.⁴⁰

Највећи утицај директиве *Солвентност II* на послове реосигурања подразумеваће повећање тражње за свим облицима управљања ризицима, укључујући и реосигурање. Имајући у виду чињеницу да реосигурање представља својеврсту замену за недостајући капитал осигуравајућих друштава, у оквиру њихових билансних позиција; осигуравајућа друштва ће интензивније користити трансфер ризика у реосигурање. Закључак о интензивирању тражње за реосигурањем посебно се односи на мања и осигуравајућа друштва која тренутно не примењују интерне моделе управљања ризиком и капиталом. Примена реосигурања омогућиће непосредан позитиван утицај на капиталну позицију осигуравача. Међутим, осим утицаја на солвентност осигуравајућих друштава и тражњу за реосигурањем, нова регулатива ће утицати и на солвентност реосигуравајућих друштава. С обзиром на то да се тржиште реосигурања сматра специјализованим тржиштем у оквиру кога се трансакције остварују између професионалаца, послови реосигурања традиционално нису били предмет надзора. Стање на нивоу Европске уније промењено је увођењем *Директиве о реосигурању*⁴¹ 2005. године. Усвајање ове директиве представља корак у настојању да се регулише и ова област, односно да се обезбеди хармонизовани оквир за супервизију и дефинисање капиталних захтева и за реосигураваче. Основне одредбе Директиве о реосигурању односе се на успоставља-

38) "Directive 2009/138/EC of The European Parliament and of the Council of 25 November 2009 on the taking-up and pursuit of the business of Insurance and Reinsurance (Solvency II)", *Official Journal of the European Union* L 335, Brussels, 17.12.2009.

39) Исто.

40) Kuschel, N., Mamykina, E. and Pavlis, R.: „Impact of reinsurance on risk capital: A practical example based on QIS5“, Solvency Consulting Knowledge Series, Munich Re, Munich, February 2011.

41) *Directive 2009/138/EC of The European Parliament and of the Council of 25 November 2009 on the taking-up and pursuit of the business of Insurance and Reinsurance (Solvency II)*, *Official Journal of the European Union* L 335, Brussels, 17.12.2009.

ње могућности да реосигуравачи могу да послују у оквиру Европске уније без ограничења у погледу потребе поседовања засебних компанија или представништава у земљама које нису њихове матичне, успостављање јединственог надзора по основу колатералних (заложних) захтева, без обзира на противљење неких земаља успостављање јединствених правила за оснивање реосигуравајућих друштава, надзор солвентности реосигуравајућих друштава, као и друге одредбе које се пре свега односе на признавање алтернативних облика трансфера ризика осигурања. *Солвентност II* ће фундаментално променити начин регулације делатности реосигуравајућих друштава. Њеним увођењем постојећа директива која се односи на реосигурање престаће да важи. Нова регулатива условиће већу предност великих реосигуравајућих друштава. Наиме, услед повећања капиталних захтева биће угрожена конкурентност мањих реосигуравача који ће морати да реагују повећањима премија реосигурања. Велики реосигуравачи имаће и унапређену конкурентност, с обзиром да ће висок ниво стабилности и широка диверзификација већих реосигуравача омогућити директан позитиван утицај на билансе стања, односно умањење капиталних захтева осигуравача. *Солвентност II* ће условити и фаворизовање осигуравача који послују у оквиру ЕУ. Наиме, трансфер ризика на реосигураваче који седишта имају изван ЕУ биће доведен у питање у погледу признавања на еквивалентним основама.

У Србији је пракса регулације и супервизије солвентности осигуравајућих друштава слична тренутно важећем оквиру на нивоу Европске уније. На снази је арбитрарно одређивање и последично надзирање солвентности које се базира на прецизирању величине маргине солвентности, односно минималног капиталног захтева. Наиме, чланом 120. Закона о осигурању регулисано је да маргина солвентности друштава за осигурање одговара укупној активи умањеној за нематеријална улагања, активна временска разграничења, губитак, обавезе (укључујући математичку резерву осигурања живота) и за преносне позиције (преносне премије и резервисане штете). Предвиђено је посебно израчунавање маргине солвентности за животна и посебно за неживотна осигурања а у складу са Одлуком Народне банке Србије о начину утврђивања маргине солвентности.⁴² Као кључни механизам за-

штите од ризика и обезбеђења маргине солвентности предвиђено је формирање резерви осигурања и трансфер ризика у саосигурање или реосигурање. Чланом 15 Закона о осигурању⁴³ детерминисано је да је друштво за осигурање дужно да реосигура обавезе из уговора о осигурању изнад самопридржаја. Овим чланом је *de facto* утврђена обавезност закључивања реосигурања као кључног облика трансфера ризика осигурања, али је одређена и обавезност осигуравајућих друштава да део ризика увек задрже у самопридржају, чиме се избегавају негативне праксе трансфера ризика уочене у другим земљама у развоју, где осигуравајућа друштва суштински обављају само услуге посредовања у управљању ризиком, с обзиром да целокупне износе обавеза трансферишу на реосигуравајућа друштва. Такође, истим чланом Закона утврђена је и обавеза домаћих друштава за реосигурања да делове ризика које не могу покрити својим средствима или реосигурањем у земљи реосигурају у иностранству. Ова одредба Закона о осигурању има протекционистичке елементе јер се осигуравајућим друштвима у земљи намеће обавезност реосигурања прво у земљи, а такође и реосигуравајућим друштвима, а тек у околностима у којима није могуће обезбедити реосигурање у земљи само реосигуравајућа, а не и осигуравајућа друштва имају право трансфера ризика осигурања у иностранство. Иако постојање овакве одредбе има за циљ заштиту домаће реосигуравајуће активности, спречавање неоправданог одлива финансијских средстава у иностранство и друге позитивне ефекте, она има контрапродуктивни карактер и у супротности је са основним постулатима тржишног привређивања. У тексту Закона предвиђено је укидање одредбе према којој се друштва за осигурање морају реосигурати у земљи, а тек део ризика који се не може реосигурати у земљи може реосигурати у иностранству по истеку пет година од дана приступања Србије чланству Светске трговинске организације.

Закључак

Солвентност је кључно начело пословања осигуравајућих друштава. Без континуираног поштовања овог начела, осигуравајућа друштва могу доспети у проблеме не само развоја већ и самог опстанка, пошто је поверење осигураника од

42) Одлука о начину утврђивања висине маргине солвентности, „Сл. гласник РС”, бр. 31/05 и 21/10.

43) Закон о осигурању, пречишћени текст Закона сачињен је на основу основног текста Закона објављеног у “Службеном гласнику РС”, бр. 55/04 и 70/04 – испр. и измена и допуна објављених у “Службеном гласнику РС”, бр. 61/05, 61/05 - др.закон, 85/05 – др. закон, 101/07, 63/09 - одлука УС, 107/09 и 99/11.

кључног значаја за успешност пословања осигуравача, а поверење је у непосредној зависности од могућности осигуравача да обезбеди солвентност. Реосигурање је механизам управљања ризицима осигурања осигуравајућих друштава. У циљу обезбеђења стабилности годишњих прихода, обезбеђења капитала а тиме и рејтинга и удовољења регулаторним захтевима, осигуравајућа друштва примењују трансфер ризика прихваћених од осигураника у реосигуравајуће покриће, односно у портфеље реосигуравајућих друштава. Путем реосигурања обезбеђена је међународна подела ризика и смањен негативан утицај значајнијих одступања стварних од очекиваних, односно израчунатих вредности штетних догађаја. Значај реосигурања у обезбеђењу солвентности осигуравајућих друштава посебно је наглашен у случају остварења катастрофалних догађаја. Иако реосигурање има и ограничења, укључујући првенствено циклични карактер и последичну неизвесност у вези са расположивим капацитетима и висином премије реосигурања, оно остаје кључни облик управљања осигурљивим ризицима осигуравајућих друштава.

Традиционалан приступ одређењу појма реосигурања подразумева виђење реосигурања искључиво као механизма трансфера ризика које су осигуравајућа друштва првобитно прихватила од осигураника. Међутим, реосигурање се може посматрати и као ванбилансна замена за билансно расположиви капитал, с обзиром да је укупан ризик умањен, а тиме и потребан ниво капитала за покриће последица остварења ризика. Трансфером ризика у реосигуравајуће покриће осигуравајућа друштва суштински користе билансно расположиви капитал осигуравача, који постаје замена за недостатак капитала у њиховим билансима. Дакле, имајући у виду све наведено, реосигурање представља изузетно значајан, суштински незаменљив, механизам у арсеналу расположивих приступа управљању ризиком и капиталом осигуравајућих друштава.

У раду је указано и да се у новије време јављају алтернативни механизми управљања ризицима осигурања, који омогућавају њихов трансфер на тржиште капитала. Међутим, упркос снажном расту, њихова улога је још увек занемарљива, а имајући у виду све карактеристике реосигурања, као и чињеницу да су нови, алтернативни механизми нашли примену готово искључиво у домену врхова ризика, закључујемо да ће и поред равноправног признавања које ће обезбедити имплементација нове директиве *Солвентност II*, примена алтернативних механизма представљати допуну, али не и замену за традиционалну улогу реосигурања у управљању ризиком и капиталом.

Литература

1. *1969-2010 P/C Impairment Review*, Best's Special Report, A.M. Best, May 2, 2011.
2. Baur, P. and Breutel-O'Donoghue, A.: *Understanding reinsurance: How reinsurers create value and manage risk*, Swiss Re, Zurich, 2004.
3. Bennet, C.: *Dictionary of Insurance*, FT Prentice Hall, Pearson Education Ltd, Harlow, UK, 2004.
4. Bevere, L., Enz, R., Mehlhorn, J., Tamura, T.: *Natural catastrophes and man-made disasters in 2011: historic losses surface from record earthquakes and floods*, Sigma No 2/2012, Swiss Re, Zurich, 2012.
5. CARMEL показатељи пословања друштва за осигурање са оквирним упутствима за њихово тумачење, Народна банка Србије, http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/20/osg/carmel_pokazatelji_poslovanja.pdf
6. De Weert, F.: *Bank and Insurance Capital Management*, John Wiley & Sons Ltd, West Sussex, UK, 2011.
7. *Directive 2009/138/EC of The European Parliament and of the Council of 25 November 2009 on the taking-up and pursuit of the business of Insurance and Reinsurance (Solvency II)*, Official Journal of the European Union L 335, Brussels, 17.12.2009.
8. Garven, J.R., and Lamm-Tennant, J.: „The Demand for Reinsurance: Theory and Empirical Tests“, *Insurance and Risk Management*, Vol. 71, No. 2, 2003, p. 217-238.
9. Hoerger, T. J., Sloan, F. A. and Hassan, M.: „Loss Volatility, Bankruptcy, and the Demand for Reinsurance“, *Journal of Risk and Uncertainty*, Vol. 3, No. 3, 1990, p. 221-245.
10. *Insider Quarterly*, Informed Publishing Ltd, London, Autumn 2012.
11. Kuschel, N., Mamykina, E. and Pavlis, R.: „Impact of reinsurance on risk capital: A practical example based on QIS5“, *Solvency Consulting Knowledge Series*, Munich Re, Munich, February 2011.
12. Маровић, Б.: *Осигурање и шпедиција*, Stylos, Нови Сад, 2001.
13. Његомир, В. „Секјуритизација у функцији финансирања и управљања ризиком осигуравајућих друштава“, *Финансије*, Vol. 63, Бр. 1-6, Београд, 2008, стр. 245-276.

14. Његомир, В. анд Максимовић, Р.: "The overview of some basic issues in insurance market – the case of Serbian insurance risk transfer market", *Transformations in Business & Economics*, Vol. 11, Br. 2, 2012, p. 51-69.
15. Његомир, В. анд Стојић, Д.: "Liberalisation and market concentration impact on performance of the non-life insurance industry: the evidence from Eastern Europe", *The Geneva Papers on Risk and Insurance - Issues and Practice*, Vol. 36, Br. 1, 2011, p. 94-106.
16. Његомир, В.: "Улога финансијских деривата у управљању ризиком осигурања", *Рачуноводство*, Вол. 55, Бр. 3-4, Београд, 2011, стр. 73-85.
17. Његомир, В.: „Економски капитал у осигуравајућим друштвима“, *Рачуноводство*, Вол. 51, Бр. 11-12, Београд, 2007, стр. 115-131.
18. Његомир, В.: „Оперативни ризик осигуравајућих друштава“, *Рачуноводство*, Вол. 51, Бр. 1-2, Београд, 2007, стр. 85-96.
19. Његомир, В.: „Реосигуравајуће приколице као иновативни облик управљања ризиком осигурања“, *Рачуноводство*, Вол. 54, Бр. 1-2, Београд, 2010, стр. 72-83.
20. Његомир, В.: „Солвенцу II директива и њен утицај на управљање ризиком у осигуравајућим друштвима“, *Финансије*, Вол. 64, Бр. 1-6, Београд, 2009, стр. 272-306.
21. Његомир, В.: „Специфичности управљања капиталом у осигуравајућим друштвима“, *Рачуноводство*, Вол. 50, Бр. 7-8, Београд, 2006, стр. 59-68.
22. Његомир, В.: „Условни капитал као механизам управљања ризицима у осигурању“, *Рачуноводство*, Вол. 55, Бр. 5-6, Београд, 2011, стр. 86-100.
23. Његомир, В.: *Осигурање и реосигурање: традиционални и алтернативни приступи*, Теџтус, Загреб, 2011.
24. Његомир, В.: *Осигурање*, Ортомедиц боок, Нови Сад, 2011.
25. Одлука о начину утврђивања висине маргине солвентности, „Сл. гласник РС“, бр. 31/05 и 21/10.
26. *Principles on Capital Adequacy and Solvency*, International Association of Insurance Supervisors, Basel, Switzerland, January 2002.
27. *Reinsurance Market Outlook: Record Reinsurance Performance and Capital*, Aon Benfield, London, September 2012.
28. *Reinsurers Resilient Against Waves Of Catastrophes, Economic Uncertainty*, Best's Special Report, Global Reinsurance Financial Review, A.M. Best, April, 2012.
29. *Reinsurers Show Resilience Under Weight of Catastrophes, Economic Woes*, Best's Special Report: Global Reinsurance, Market Review, A.M. Best, Oldwick, NJ, September 3, 2012.
30. *Report on the fifth Quantitative Impact Study (QIS5) for Solvency II*, European Insurance and Occupational Pensions Authority, Frankfurt, 2011.
31. Sandstrom, A.: *Handbook of solvency for actuaries and risk managers : theory and practice*, Chapman & Hall/CRC finance series, Boca Raton, FL, 2011.
32. Schwepcke, A.: *Reinsurance. Principles and State of the Art - A guidebook for home learners*, Verlag Versicherungswirtschaft GmbH, Karlsruhe, Germany, 2004.
33. Stettler, H., Eugster, F. and Kuhn, M.: *Reinsurance matters: A manual of the non-life branches*, Swiss Re, Zurich, 2005.
34. *The 2012 Reinsurance Market: Changing Tides*, Holborn Corporation, New York, NY, 2012.
35. Закон о осигурању, пречишћен текст Закона сачињен је на основу основног текста Закона објављеног у "Службеном гласнику РС", бр. 55/04 и 70/04 – испр. и измена и допуна објављених у "Службеном гласнику РС", бр. 61/05, 61/05 - др.закон, 85/05 – др. закон , 101/07, 63/09 - одлука УС, 107/09 и 99/11.

др Бранко
ЖИВАНОВИЋ^{*}
Слађана
ДЈУКОВИЋ^{**}

Аспекти имплементације *crawling peg* девизно-курсног режима у Републици Србији^{***}

Резиме

У овом раду представљено је тестирање адекватности актуелног режима девизног курса националне валуте у облику контролисаног пливања – *managed floating*, кроз његов утицај на кључне макроекономске варијабле. Тешко контролисана волатилност RSD, њени трошкови, као и негативан утицај на тестирани панел макроекономских показатеља указују на потребу за променом постојећег модела девизног курса националне валуте.

Ефекти одређених модела *crawling peg* девизно курсног режима у појединим транзиторним националним економијама афирмишу га као алтернативно решење постојећем девизно-курсном моделу RSD.

Кључне речи: девизни курс, RSD, *crawling peg*, *managed floating*.

Увод

Истраживање у фокус ставља тестирање адекватности актуелног режима девизног курса домицилне валуте (RSD) с једне, као и идентификовање алтернативног решења, с друге стране.

Макроекономске прилике у свету временом се мењају и стварају нове девизно-курсне режиме, чинећи их адекватним за решавање проблема са којима се националне економије суочавају. Данас, поред два екстрема – конзервативни модели фиксног и флексибилног девизно-курсног режима, постоје и хибридни модели у облицима

managed floating и *crawling peg*, изведени из основних.

Предмет анализе рада је хибридни модел, *crawling peg*, изведен из основног модела – фиксни девизни курс, препознат у домицилној литератури као умерено фиксни девизни курс. Предности и утицај на перформансе националне економије биће тестирани на примерима националних економија транзиторних земаља у којима је коришћен.

У првом делу рада биће представљена компарација следећих група девизно-курских модела: ригидни режими, средишњи (интермедијал-

^{*}) Ванредни професор, Београдска банкарска академија.

^{**}) Слађана Ђуковић, Citadel Investment Services, Београд

^{***}) Садржај овог рада усмерен је на сферу монетарних финансија, али због непостојања такве рубрике у овом часопису дат је у овој рубрици.

ни) режими и флексибилни режими девизног курса, као и неодрживост режима контролисаног пливања RSD. Фокус је стављен на интермедијалне моделе с обзиром на чињеницу да је тзв. „пузавац“ или *crawling peg* укључен у ову категорију. Другим делом рада презентују се ефекти имплементације *crawling peg* модела девизног курса у групи транзиторних економија код којих је најчешће коришћен овај модел.

У домицилној економији је децембра 2000. године уведен хибридни режим девизног курса – *managed floating*, препознат у академској и професионалној пракси као режим контролисаног пливања RSD. Тешко контролисана волатилност националне валуте наметнула је питање адекватности актуелног режима девизног курса RSD. Последице, трошкови и начин његовог одржавања доводе у питање одрживост актуелног модела.

Финално, у раду је дат предлог имплементације модела *crawling peg* режима, за који сматрамо да, у случају домицилне економије, представља адекватно девизно-курсно решење за националну валуту.

1. Најчешћа решења девизно-курсног модела

Избор оптималног режима девизног курса, једно је од основних нерешених макроекономских питања. Савремене дискусије о позитивним и негативним странама режима девизног курса поткрепљене су бројним студијама о разликама у привредном расту, развоју трговине, као и у ни-

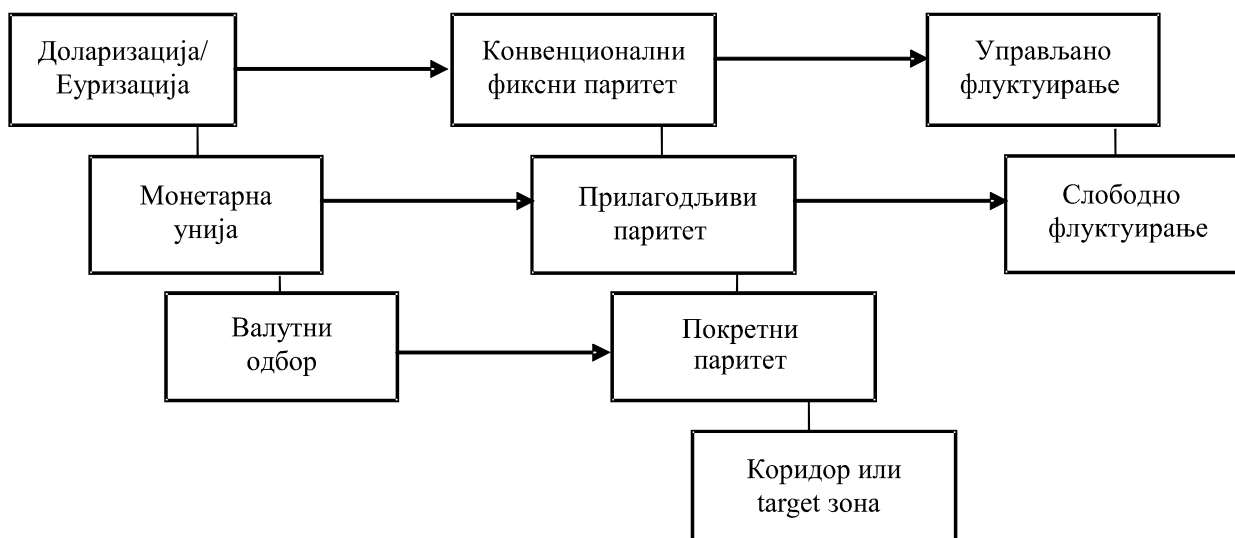
воу инфлације, у зависности од тога који режим девизног курса се примењује у конкретној земљи. Иако се студије углавном заснивају на проналажењу значајних разлика у утицајима које на дате привреде остварују различити режими, сматра се да је ипак тешко успоставити такву паралелу, осим евентуално у случају инфлације и одређеног аранжмана девизног курса.

Модели девизног курса могу да имају ригидну, средишњу и флексибилну форму.

Ригидни режими обезбеђују чврсто номинално сидро монетарним властима, али их и ограничавају елиминишући дискреционо деловање услед подређености одржавању паритета. У ригидне режиге спадају: монетарна унија, доларизација/еуроизација и валутни одбор.

Средишњи режими настају услед потребе за пружањем веће слободе и дискреционог простора монетарним властима, уз покушај задржавања паритета, односно номиналног сидра као средства дисциплиновања монетарне политике. Али, са растом флексибилности и фреквентности промене паритета, номинално сидро се губи, што средишње режиге чини веома рањивим на спекулативне нападе, па и валутне кризе, у тежим случајевима. Имајући у виду да средишњи режими нису неопозиво и ригидно фиксни (те не обезбеђују чврсто сидрење инфлаторних очекивања), нити су довољно флексибилни (како би пружили довољно слободе монетарним властима), често нису одрживи без наметања капиталних баријера које спречавају спекулативне нападе. Теорија која указује на немогућност да се си-

Слика бр. 1 - Режиими девизног курса: од ригидних ка флексибилним аранжманима



Ригидни режими → Средишњи режими → Флексибилни режими

мултано отвори капитални рачун, постигне довољна флексибилност монетарне политике и курс учини стабилним, позната је као "немогуће тројство". Стабилност девизног курса отклања могућност остваривања циља аутономног деловања монетарне политике у складу са циљевима унутрашње равнотеже – инфлације и незапослености (економски раст, аутпут). Једина опција комбиновања стабилности девизног курса и одређеног (мада лимитираног) степена флексибилности монетарне политике управо је примена средишњих (хибридних) девизно-курсних режима. У средишњу форму режима, према растућем степену флексибилности, спадају: класични (конвенционални) фиксни паритет, прилагодљиви паритет, покретни паритет (*crawling peg* или умерено фиксни девизни курс), као и режими коридора (таргет зоне, покретни и мониторинг коридори).

Флексибилни режим девизног курса пружа довољно слободе монетарним властима како би се усмериле на друге економске циљеве, с обзиром на ослобођеност од потребе за одбраном паритета. Ипак, имајући у виду да је девизни курс битан канал монетарног трансмисионог механизма, те да се брзо одражава на ниво цена као кључни, примарни циљ сваке монетарне власти, јасно је да је кретање курса изузетно важно. Флексибилни режим девизног курса обухвата

две подваријанте: управљано (контролисано) флукутирање и слободно (чисто) флукутирање.

Следећа шема приказује режиме девизног курса, груписане у категорије ригидних, средишњих и флексибилних аранжмана. Вертикалним линијама повезани су режими распоређени у смеру веће флексибилности унутар исте категорије (ригидни/ средишњи / флексибилни аранжмани), док су стрелицама повезане саме категорије.

Према истраживању ММФ-а, спроведеном 2010. године, најзаступљенији режим девизног курса је конвенционални фиксни паритет са 37% заступљености или заступљености у 68 земаља. Следе управљано флукутирање 23% (44 земље), слободно флукутирање 21% (40 земаља), валутни одбор 7% (13 земаља), доларизација/еуроизација 5% (10 земаља), покретни паритет 4% (8 земаља), паритет унутар хоризонталног коридора 2% заступљености и покретни коридор 1% заступљености, односно присутност у 3 и 2 земље, респективно. Овим истраживањем обухваћене су 192 земље.

Увођење интервентних (ригидних) модела у домицилну девизно-курсну политику представљало би контрапродуктиван поступак, с обзиром на то да су у последњој деценији инфлација и девизни курс динара под контролом. Поред чињенице да ограничава раст и развој, јер не по-

Слика бр. 2 - Заступљеност девизно-курсних режима



Извор: Међународни монетарни фонд

крива монетарне агрегате из којих се врши дуго-рочно инвестирање, имплементацијом валутног одбора изгубило би се и дискреционо право Народне банке Србије у спровођењу независне монетарне политике. Са друге стране, дискусија на тему увођења доларизације (евроизације) није примерена, с обзиром на то да је основни услов за имплементацију исте пристанак Европске уније, за шта тренутно не постоје индиције.

Увођење конвенционалног фиксног паритета као домицилно девизно-курсног режима је у потпуности непрепоручљива опција због тога што би у домену домаће привреде имплицирало значајно прецењен курс, формирање сивог, а потом и црног девизног тржишта, галомирајући раст инфлације, дестимулацију извоза и низ других негативних ефеката на привреду Србије.

Husted и Melvin (1995; 346), истичу активну улогу владе која уводи спектар рестрикција у девизним трансакцијама, у случају вођења овога режима девизног курса. Девизне дозволе и приоритетне увозне листе, девизни континенти, цесија девиза, ограничено власништво над стеченим девизама како код привредних тако и код приватних лица су модалитети рестрикција владе у датим околностим.

Са друге стране, као потпуна супротност конвенционално-фиксном паритету, слободно флукутирање не представља реално решење, с обзиром да искључује интервенције централне банке на девизном тржишту, због чега би изложеност домицилне привреде егзогеним шоковима била знатно повећана.

Blandel, Wignal и Masson; (1985:132) расправљају о негативним последицама већих флукутација и њиховим ефектима на привреду. Закључују да еретичне флукутације реалног девизног курса могу проузроковати негативне ефекте на економску активност. У фокус доводе питање усклађености нивоа курса са одабраним еквилибријумом у националној економији.

Williamson (1983;14) наглашава да су и код најразвијенијих индустријских земаља девизни курсеви знатно и перманентно ван фундаменталног еквилибријума. Водеће индустријске земље често флукутирање реализују користећи валутни дампинг (Samuellson – *Политика осиромашења суседа*), што указује на то да ове земље, политиком „подастирања“ националне валуте у трговачке сврхе, одржавају врсту циљаног фиксираниог девизног курса у сенци.

2. Примена и перформансе примене *crawling peg* режима девизног курса у транзиционим економијама

С обзиром на чињеницу да сматрамо да је, у случају девизно курсне политике, најприхватљивије алтернативно решење у актуелном режиму девизног курса, умерено фиксирани модел (*crawling peg*), у наставку текста ћемо анализирати и дати приказ импликација истог на привреду земаља у којима је коришћен.

2.1 Чиле

Чиле је у периоду између априла 1965. и јула 1970. имплементирао *crawling peg* режим девизног курса, што га чини првом економијом која је применила дату политику. Овај девизно-курсни модел је од '80-тих година, па надаље, постепено евалуирао у *crawling band* (режим покретног коридора).¹

Циљеви имплементације: Циљеви имплементације *crawling peg* режима девизног курса били су сузбијање инфлације, рационална супституција увоза, ширење и диверзификовање извоза, као и избегавање спекулативних кретања и платно-билансних шокова.

Модел имплементације: Нова политика подразумевала је три курса²: *crawling peg* у основи, и диференциране курсеве изведене из основног:

1. основни курс за највећи део трговине (*the forward bank rate*),
2. један за велика предузећа (руднике) бакра, која су тада била у страном власништву (све до 1971. када су национализована) (*the spot bank rate*), и
3. један курс за туризам, финансијске токове капитала, и разне услуге (*the brokers rate*).

Кључни налаз и перформансе имплементације: Реална девалвација допринела је решавању платнобилансних неравнотежа и избегавању озбиљних потреса чилеанске економије. Постепено се, у складу са променама очекивања тржишних трансактора, ниво инфлације на месечном нивоу смањивао.

Првобитно (мисли се на период пре примене *crawling peg* режима), Чиле је карактерисала висок ниво инфлације (до 50%), низак ниво резерви, значајна ограничења по различитим основама, и сл. Јавни сектор био је изузетно снажан, на-

1) Agosin, Manuel „*Evolucion Macroeconomica y Financiera de Chile en la Ultima Decada*“

2) Извор: *Banco Central de Chile*

рочито после 1971. године када су главни рудници бабра национализовани (бабра је у том периоду генерисао преко 60% укупних прихода од извоза)³.

Коначно, чилеанско тржиште капитала било је сведок дубоких трансформационих процеса тог периода. У почетку је било интензивније регулисано и било је бескаматних рационасања кредита, иако су каматне стопе банака реално биле позитивне и кретале се у дефинисаним износима од 6 до 10% на годишњем нивоу. Тржиште капитала је касније у великој мери либерализовано, контроле каматне стопе у потпуности су уклоњене, реална каматна стопа значајно је флукуирала, просечно 38% на годишњем нивоу у периоду 1975.-1982. година⁴. С обзиром да је Чиле нето увозник нафте, у периоду од три године од 1973. до 1980. године увоз нафте и нафтних деривата је порастао са 6 на 13%.⁵ Чиле је искористио повећање расположивости средстава на међународном тржишту капитала и у оба случаја (примена *crawling peg* и *crawling band* режима), имало је за последицу већи прилив него што је било потребно да се „испегла“ дефицит и билансну неравнотежу.

Crawling peg режим пружа флексибилност у прилагођавању одступања од предвиђања, док се код режима фиксног курса напуштање паритета сматра „трагичним“. Сходно томе, фиксирање курса намеће теже процесе прилагођавања. Понашање, односно кретање девизног курса има значајне ефекте на извоз. Чилеанци су успели да применом *crawling peg* режима допринесу већој стабилности која је и увећала и диверзификовала извоз. Такође, многе неравнотеже које су биле резултат лоших предвиђања успешно су кориговане. Генерално узевши, имплементација *crawling peg* девизно курсног модела допринела је просперитету земље.

Опште посматрано, латиноамеричке земље имају богату економску историју, због чега су предмет проучавања многих макроекономиста. На основу њихове историје могуће је значајно проучавати инфлацију, незапосленост, финансијске и платнобиланске кризе, али и периоде брзог раста. Режији девизног курса имали су значајну улогу у доношењу закључака код ис-

траживања наведених макроекономских варијабла, из разлога што су управо они доминантно утицали на то каква ће економска историја Латинске Америке бити. Поред Чилеа, као земље предводнице, и друге латиноамеричке земље користиле су *crawling peg* режим.

Када је у питању Латинска Америка, на избор режима девизног курса у великој мери утицао је историјски степен слободе или ургентности. Избор режима био је готово искључиво вођен циљем стабилизације цена. Овај избор може да угрози друге циљеве економске политике и потенцијално доведе, као што се догодило у многим случајевима, до контраефеката као што су одлив девизних резерви, ерозија куповне моћи националног новца, стагфлационе секвенце и сл.

2.2 Бразил, Колумбија, Аргентина

Осим Чилеа, примарно ради веће стабилности, Бразил, Колумбија и Аргентина у одређеним периодима су такође примењивале *crawling peg* режим девизног курса (Колумбија 1967. године, Бразил 1968. године)⁶.

Модел имплементације. Периоди прилагођавања курса разликовали су се од земље до земље. Док су Чиле, Аргентина и Бразил курс прилагођавали обично једном месечно, Колумбија је то чинила готово сваке недеље. Централне банке у Латинској Америци усвојиле су различита правила прилагођавања *crawling peg* режима. У неким случајевима вршено је индексирање курса за претходни период (нпр. месец дана) по основу кориговања нивоа инфлације у земљи и процењеног нивоа инфлације у иностранству, што подразумева коришћење систематских правила прилагођавања (нпр. Чиле 1984. год.)⁷. Са друге стране, дешавало се да прилагођавање курса не буде праћено одређеним систематским правилима већ да буде дискреционо одређено од стране монетарне власти (пример Аргентине 1964, Чиле 1965, Бразил 1968. године)⁸. У Williamson-овој класификацији (1981)⁹ назначено је да варијанта у којој прилагођавање курса није поткрепљено унапред дефинисаним правилима има велике сличности са режимом управљаног флукуирања (*managed floating regime*).

3) Извор: *Banco Central de Chile*

4) Agosin, Manuel „*Evolucion Macroeconomica y Financiera de Chile en la Ultima Decada*“

5) Извор: *Banco Central de Chile*

6) Frenkel, R., Rapetti, M., „*A Concise History of Exchange Rate Regimes in Latin America*“, страна 7

7) Agosin, Manuel „*Evolucion Macroeconomica y Financiera de Chile en la Ultima Decada*“, 2009.

8) Agosin, Manuel „*Evolucion Macroeconomica y Financiera de Chile en la Ultima Decada*“, 2009.

9) Williamson John, „*The Crawling Peg in Historical Perspective*“, страна 3-30

Циљеви имплементације. Сама сврха имплементирања *crawling peg* режима у претходно наведеним земљама била је иста као и за Чиле, дакле, стабилност девизног курса, а самим тим и подстицај на ширење и диверзификовање извоза. Економисти и креатори политике отворено су признавали да се до циљева (општег раста и више динамичног извоза) долази отклањањем девизно-курсних баријера.

Перформансе имплементације. Резултати, као што је повећан чилеански извоз бакра, значајно повећање раста и диверзификовани извоз, за свега неколико година, у Аргентини и Бразилу били су више него очигледни. Међутим, примена *crawling peg* режима у неким земљама се негативно одразила на ниво инфлације, који је нпр. у Аргентини износио 30% на годишњем нивоу¹⁰, у Колумбији је са 5-10% инфлација порасла на чак 25% крајем '70-тих и почетком '80-тих година¹¹. У Бразилу увођење *crawling peg* режима није значајно променило инфлацију, она је углавном на годишњем нивоу била 20%¹², осим 1973. године, када је била нешто већа (због нафтног шока). Чиле је заправо била једина земља у којој је ниво инфлације с увођењем *crawling peg* режима снижен.

Кључни налаз. Кључни налаз који се може извести је да је девизни курс имао значајан утицај на макроекономске перформансе у земљама Латинске Америке. Конкретно, искуства показују да прецењен девизни курс може довести до катастрофалних резултата који погађају краткорочни и средњорочни раст, због чега је било неопходно вршити постепено прилагођавање курса навише како би он у једном тренутку достигао свој реални ниво.

2.3 Костарика

Костарика је земља која успешно одржава *crawling peg* режим већ дуже од петнаест година.

Циљеви имплементације: Поред инфлације, улога покретног паритета или *crawling peg* режима је и у детерминисању каматних стопа, с обзиром да Централна банка има простора да коришћењем каматних стопа оствари своје циљеве у кратком року. Костарика представља интере-

сантан случај студије који омогућава емпиријско испитивање кретања каматних стопа у односу на различите шокове, укључујући и „Текила кризу“ 1995, као и значајан прилив капитала током 1999. године.¹³

У првој половини деценије до отприлике краја 1995. године Централна Банка Костарике је била регулисана Законом 1552.¹⁴ У питању је регулатива код које су циљеви као што је одржавање пуне запослености, при избегавању инфлаторних и дефлаторних притисака на привреду, као и одржавање унутрашње али и спољашње стабилности валуте поверени Централној банци, чиме су инфлација и девизни курс постали теме којима су се монетарне власти ове земље највише бавиле у другој половини деценије.

Перформансе имплементације. У случају Костарике постојала су два периода где је ниво инфлације био значајно изнад циљног нивоа. Први се десио с почетка 1990. и трајао је до 1992. године због повећања цене нафте (узрокованог Заливским ратом, 1991). У овом периоду политика девизног курса је коришћена да подржи дезинфлаторни процес. Други озбиљнији пораст општег нивоа цена десио се средином деведесетих (1994.-1996.).¹⁵ Сматра се да је инфлација била узрокована шоковима на страни агрегатне понуде и падом економске активности. У овом другом случају, дезинфлаторни процес подржан је коришћењем инструмената монетарне политике, те се с тога повећањем каматних стопа значајно утицало на смањење стопе монетарних агрегата и кредита у приватном сектору.

Када се говорио о Костарики, као о малој отвореној економији, чији девизни курс прати *crawling peg* режим важно је споменути и једноставна правила везана за кретање каматних стопа, где се каматне стопе користе за одбрану девизног курса. Иако је одређени степен независности могућ у кратком року, све док је мобилност капитала мања од перфектне, кретање домицилних каматних стопа под утицајем је екстерних услова.

Hoffmaister, Madrigal, Villalobos и Flores истичу да режими девизног курса, апстрахујући перфектну мобилност капитала, смањују степен независности монетарне политике, али да, упркос

10) Извор: Banco Central de la Republica Argentina

11) Извор: Banco Central de Colombia

12) Извор: Banco Central do Brasil

13) Corbo, Vittorio, "Monetary Policy in Latin America in the 90's"

14) Ball, Laurence, "Policy Rules for Open Economies", страна 127-56

15) Flores, M., Hoffmaister, W., A., Madrigal, J., Villalobos, L., „Policy Reaction Function in a Crawling Peg Regime, Evidence from Costa Rica“, страна 4

томе, централно монетарне власти краткорочно могу одржавати каматне стопе на ниском нивоу у периодима повећања светских каматних стопа. У тој ситуацији девизни курс се брани девизним резервама. Истичу и да оваква стратегија није дугорочно одржива, али да доказује постојање степена независности централне банке у вођењу монетарне политике.

Што се тиче циљева Централне Банке Костарике, наглашено је, да чак и ако инфлација није главни циљ, њен значај битно расте са усвајањем Закона из 1995. године.

Кључни налаз. Каснија истраживања су показала да су промене каматних стопа заправо одговор на кретање девизног курса, резерви, а не само одговор на кретање инфлације, што је конзистентно *crawling peg* режиму који условљава кретање каматних стопа. Коначно, повећање каматних стопа је у вези са повећањем инфлације кроз кретање девизног курса.

Као и у другим земљама, централни банкарски Костарике на *crawling peg* гледају као на систем „контролисана девалвација“ јер се вредност цолона, националне валуте Костарике, мења наниже на једнообразан начин. Земља и злато, тј. добра која је тешко увећати, узимају се као детерминанта мере вредности у односу на реперну валуту (у случају Костарике, то је долар).

Од средине осамдесетих костарикански цолон је девалвирао са нешто мање од 10 на нешто више од 500 цолона по долару.¹⁶

2.4 Никарагва

Још једна у низу, на списку земаља, у чијој привреди је примена *crawling peg* режима одиграла значајну улогу такође је једна од латиноамеричких земаља, Никарагва.

Модел имплементације: Као и у другим земљама Латинске Америке, постоји веза између инфлације и прилагођавања девизног курса у односу на амерички долар. Тако је, током последње деценије Централна банка Никарагве имплементирала *crawling peg* режим девизног курса, тј. модел кроз који су мале корекције девизног курса планиране у националној валути (cordoba) у односу на амерички долар. У 2011. години стопа „пузања“ у односу на долар износила је 5%.¹⁷ Ово обезбеђује висок ниво стабилности валуте, док у исто време одржава извозну конкурентност земље.

Наиме, инвеститори виде Никарагву као земљу са слободним, динамичким тржиштем и макроекономском стабилношћу која је постигнута опрезним управљањем фискалном, монетарном и политиком девизног курса.

Перформансе имплементације: Као резултат спровођења политике са циљем стимулације домаћих и страних инвестиција, економске перформансе ове земље показале су значајне резултате, уз одржив економски раст и значајно повећање приватних инвестиција и извоза.

У табели у наставку приказани су основни макроекономски показатељи за 2011. годину.

Табела бр. 1 - Основни макроекономски показатељи (2011. година)

Основне макроекономске варијабле	
БДП	US\$ 7.421 милиона
Реални раст БДП-а	0,047
Извоз	US\$ 2,3 млрд
Стопа пузања	5% „crawling peg“ девалвација vs USD
СДИ	US\$ 1.039 милиона
Инфлација	0,081

Извор: Central Bank of Nicaragua

Утицај примене *crawling peg* режима девизног курса одразио се на прилив страних директних инвестиција тако да су оне достигле 1.039 милиона US долара у 2011. години, што представља 14% бруто домаћег производа и Никарагву ставља на друго место у оквиру латиноамеричких земаља, када се ради о приливу по основу овог облика инвестиција (иза Костарике).

Историјски приказ страних директних инвестиција дат је у наставку на Слици бр. 3.

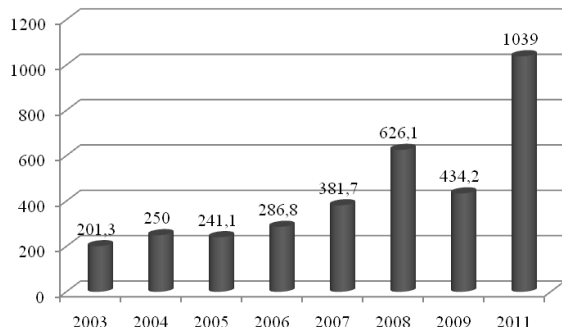
Са друге стране, извоз Никарагве у 2011. години износио је 2,3 милијарде US долара. Иако је у 2011. години, поред извоза традиционалних производа (кафе, шећера и сл.), забележен значајан раст нетрадиционалног извоза, вредност укупног извоза нижа је за 13% у односу на 2009. годину. Графички приказ историјског прегледа извоза дат је на Слици бр. 4.

Многи посматрачи латиноамеричке привреде се питају зашто ови извозници добара, укључујући и мање привреде јужне Америке, показују већу отпорност на тренутну кризу него економије у другим деловима света: да ли због тога што их

¹⁶⁾ Banco Central de Costa Rica

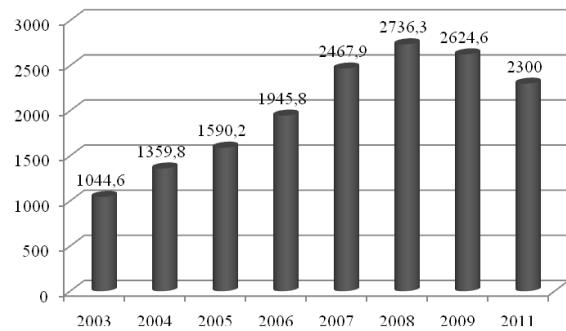
¹⁷⁾ www.pronicaraqua.org

Слика бр. 3 - Кретање страних директних инвестиција у милионима USD



Извор: Central Bank of Nicaragua

Слика бр. 4 - Кретање извоза у милионима USD



Извор: Central Bank of Nicaragua

актуелна светска економска криза још није најснажније „погодила“ или може бити да латиноамеричке економије уживају веће користи него што се мисли, од адекватне политике девизног курса и довољног нивоа финансијских резерви.

2.5 Боливија

Централна Банка Боливије је, такође, у дужем периоду, почев од 1985. године, користила *crawling peg* режим девизног курса¹⁸.

Модел имплементације. Систем Боливије може се описати као “непотпун *crawling peg*”, што значи курс који је фиксиран, али који пролази кроз високе фреквенције реприлагођавања које нису унапред објављене у јавности.

Перформансе имплементације. *Crawling peg* је био главни стуб макроекономске политике који је, праћен хиперинфлацијом средином осамдесетих, успео да дугорочно смањи ниво двоцифрене инфлације, на просечно 4% годишње.¹⁹ Упркос бројним екстерним шоковима и политичким кризама, *crawling peg* је био успешан у одржавању конкурентног девизног курса.

На растући тренд цена Централна банка Боливије је одговарала појачавајући своје операције на отвореном тржишту као и ап्रेसирањем боливијана у односу на амерички долар под режимом *crawling peg*-а. Осим тога, постојао је споразум према коме, да би се одржао ниво инфлације, фискалне позиције би требало да остану у суфициту, темпо ап्रेसијације под *crawling peg* режи-

мом требало би да се убрза и операције на отвореном тржишту је требало повећати. То значи да је на одржавање жељеног нивоа инфлације *crawling peg* као режим девизног курса имао значајан утицај.

Кључни налаз. У протеклих неколико година, благе, номиналне ап्रेसијације боливијана под *crawling peg* режимом девизног курса биле су недовољне да стимулишу брз развој Боливијског извоза енергената.

Од средине 2005. године Боливија је прешла на режим фиксног девизног курса.²⁰

2.6 Русија

Већина земаља у транзицији је забележила оштре почетне падове у производњи, периоде брзог раста инфлације, периоде хиперинфлације, и огромне политичко-правне баријере општем расту и развоју привреде. Иако је у овом раду пажња првенствено била усмерена на латиноамеричке земље, које су се, као земље у развоју, суочавале са високом инфлацијом, и које су махом примењивале *crawling peg* режим девизног курса, неопходно је рећи да је почетком деведесетих више од пола земаља у транзицији, из целог света, забележило инфлацију која је на годишњем нивоу износила око, и преко 1.000%²¹.

Уколико бисмо упоредили економску историју латиноамеричких држава и Русије, увидели бисмо сличности искустава са којима су се

18) Banco Central de Bolivia

19) www.economonitor.com

20) Banco Central de Bolivia

21) Wachtel, P. „Observation on Disinflation in Transition Economies”, 2003.

ове земље суочавале деведесетих. Висок и трајан фискални дефицит, финансијска нестабилност, висок ниво инфлације су све оно што нас наводи да помислимо да је Русија кроз своја искуства заправо пратила земље Латинске Америке.

Циљеви имплементације. Почетком 1995. године руске власти су, с обзиром да првобитни програм стабилизације није успео, биле спремне на нови стабилизациони покушај, са циљем да кроз смањење расхода утичу на значајно висок буџетски дефицит. Стабилизациони програм руске државе подразумевао је, између осталог, и усвајање *crawling peg* режима девизног курса, при чему је било предвиђено да стопа депрецијације руске рубље буде нижа од преовлађујуће стопе инфлације. У Русији је *crawling peg* био коришћен од 1996. до 1998. године²².

Перформансе имплементације. Перформансе примене овога модела девизног курса показале су се убрзо кроз позитиван привредни раст, 1,4% на годишњем нивоу (1997. године је по први пут од краја осамдесетих забележена позитивна стопа привредног раста), кроз пад инфлације са вртоглавих 1992% на испод 15% годишње и генерално кроз обезбеђење номиналног сидра монетарним властима, чиме је транзиционо прилагођавање успешно спроведено.²³

Кључни налаз. Иако је, према руским историјским стандардима, инфлација сада ниска и прилично стабилна, Русија је једна од земаља у транзицији код које успешан програм стабилизације (који, између осталог укључује и *crawling peg* режим) није оборио инфлацију на ниво развијених земаља. Без обзира на то што су високе цене нафте допринеле значајном трговинском суфициту, Централна банка Русије нема интерес да рубља буде претерано јака у односу на реперну валуту (долар), с обзиром да то чини руске произвођаче мање конкурентним.

Ефекат имплементације *crawling peg* девизно курсног режима, представљен у наведеним економијама, оцењујемо позитивним, што потврђује тестирање његовог утицаја на макроекономске варијабле приказане у следећој табели.

Табела бр. 2 - Утицај *crawling peg* режима на макроекономију транзиторних економија

Економије	Макроекономске варијабле			
	Инфлација	Извоз	СДИ	Платни биланс
Чиле	+	+	+	+
Бразил	+	+	+	+
Колумбија	+	+	+	+
Аргентина	+	+	+	+
Костарика	+	н/а	+	н/а
Никарагва	+	+	+	+
Боливија	+	н/а	+	н/а
Русија	+	+	+	+

Напомена: СДИ (Стране директне инвестиције)

Анализа показује да је утицај умерено фиксног девизно курсног режима био позитиван на инфлацију код свих земаља, осим у случају Колумбије и Аргентине, што код тестирања хипотезе о утицају тестираног режима на кључне макроекономске варијабле и перформансе економије можемо оценити као несигнификантно.

3. Неодрживост актуелног девизно-курсног режима RSD

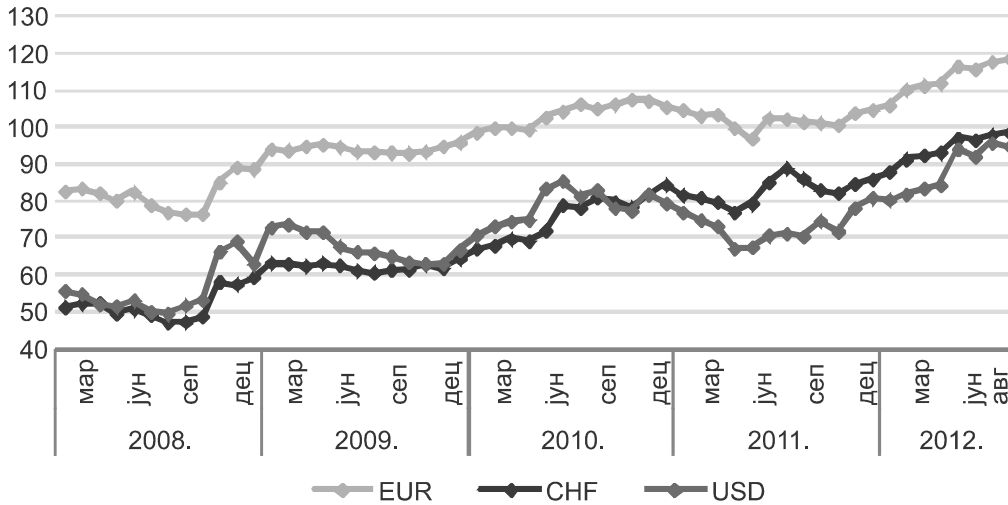
У Србији је од 2000. године у примени режим контролисаног пливања (*managed floating*) који припада групи изведених модела. Међутим, овај режим у домицилној економији не показује резултате, у складу са којима бисмо могли да кажемо да је адекватан. Константна нестабилност домицилне валуте, пречесте интервенције Народне банке Србије (НБС) на међународном тржишту девиза, могућност интересних група да спекулативним интервенцијама дестабилизују курс на врло плитком девизном тржишту и слично, наводе на закључак да *managed floating*, иако спада у групу хибридних модела, није адекватан и да у складу са тим треба пронаћи одговарајуће алтернативно решење како би се волатилност динара стабилизувала.

Генерално узевши, режим контролисаног пливања спроводи се са циљем спречавања дневних прекомерних осцилација девизног курса, а не таргетирања одређених нивоа. Иако централно-монетарне власти формално „спровode“ контролисано пливање као изабрани режим,

22) Central Bank of Russia

23) Souza L.V., „A Different County – Russia’s Economic Resurgence“, 2007

Слика бр. 5 - Кретање средњег курса динара у односу на EUR, CHF и USD



Извор: Министарство финансија

сведоци смо повременим фиксирања девизног курса, односно дефинисања психолошких нивоа које централне власти бране по цену значајног трошења девизних резерви са циљем заштите легитимитета актуелног режима, који се са пробијањем дефинисаних граница угрожава.

Циљани нивои апроксимативно су износили 80 RSD/EUR у 2007. години, 90 RSD/EUR 2008, 100 RSD/EUR у 2010. и 2011. години, док је линија одбране у првој половини 2012. године износила 115 RSD/EUR. Ова граница је више пута пробијена (у мају, јуну, јулу и августу, када су просечни месечни курсеви RSD/EUR износили 116,6; 115,8; 117,7 и 118,4 респективно²⁴) због чега можемо пројектовати да ће до краја године психолошка граница курса домицилне валуте бити и до 120 динара за евро.

Неадекватност актуелног режима потврђује и чињеница да девизни курс домицилне валуте умногоме зависи од нивоа девизних резерви, да је одржив захваљујући интервенцијама централно-монетарних власти, а не расту извоза и производње као и да је, с обзиром на могућност стабилизације само у кратком временском периоду, нереалан.

Домицилну валуту од 2000-тих карактерише константна депресијација у односу на евро. Уколико изузмемо 2006. годину, у којој је динар апресирао, долазимо до закључка да је у периоду од 2000-тих до данас, просечна годишња стопа депресијације износила 8,97%, док је укупна деп-

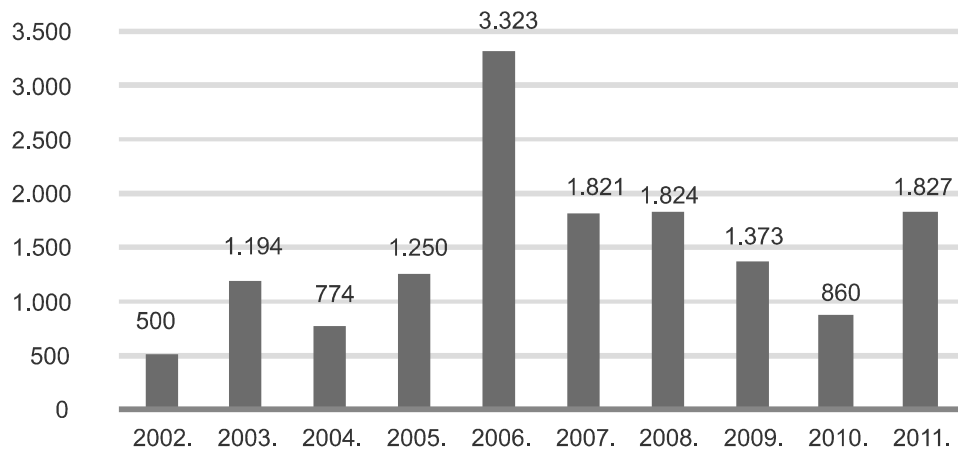
ресијација домицилне валуте у односу на EUR, од увођења EUR па до данас, близу 68%.

Динар је током 2011. године номинално ојачао према еврџу (за 0,8%), међутим депресијацијски притисци, започети крајем 2011, настављени су и током највећег дела прве половине 2012, када је динар номинално депресијирао у односу на евро за 9,7%. Слабљење домаће валуте било је нарочито изражено у првих пет месеци (укупно 10,3%), а последица је повећања спољнотрговинског дефицита, повећаног увоза енергената и смањеног прилива страних инвестиција у условима повећане неизвесности, како у земљи – у вези са нестабилним валутним амбијентом, тако и у иностранству – у вези са разрешењем кризе јавног дуга у зони евра.

Стабилизација курса у одређеним периодима (посебно 2006. година) није била резултат пораста конкурентности домаћег извоза, или раста домицилне производње, већ прилива девиза по основу страних директних инвестиција. Са друге стране, подстицај страним директним инвестицијама није представљао стабилан и предвидљив валутни амбијент. Највећи проценат ових инвестиција потиче од приватизације или презимања друштва у приватном власништву и у мањој мери од greenfield инвестиција. Наглашавамо ову чињеницу с обзиром да је предвидљив валутни амбијент предуслов подстицању прилива greenfield инвестиција.

24) Извор: Народна банка Србије

Слика бр. 6 - Стране директне инвестиције (у милионима EUR)



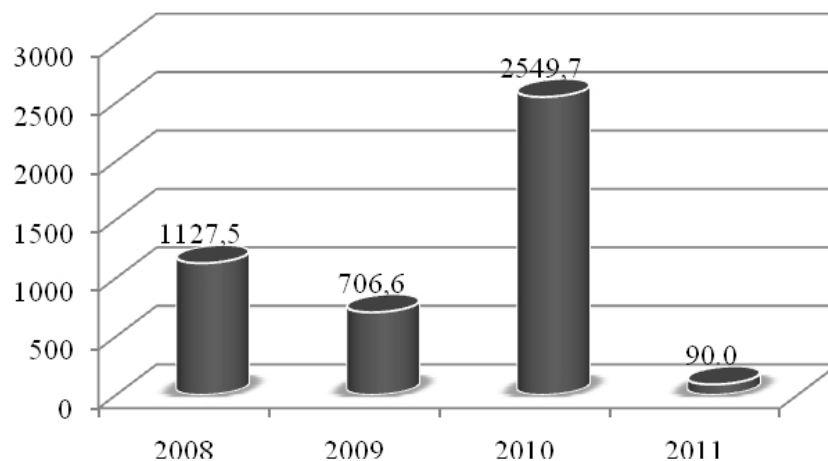
Извор: Министарство финансија

Кумулативно, стране директне инвестиције су у Србији од 2002. године достигле ниво од скоро 14,7 милијарди евра, од којих је највиши појединачни годишњи прилив остварен 2006. године, у износу од 3,3 милијарди евра, што је утицало да динар једино у тој години апресира у односу на евро (ап्रेसијација од 6,9%). Прошлу годину је обележио покушај приватизације Телекома Србија и преузимање малопродајног ланца Delta Мах1, Ц маркет и Пекабета.

Неадекватност актуелног девизно-курсног режима потврђују и импликације које је овај режим имао на ниво девизних резерви и интервенције НБС.

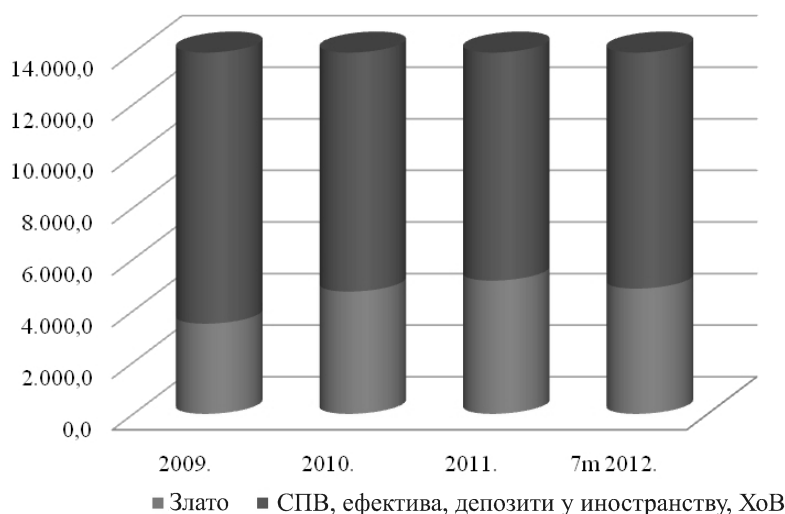
Интервенције НБС. Депресијацијски притисци на домицилну валуту, отпочети крајем 2009. године и даље трају. Они су праћени честим интервенцијама НБС и то у значајним износивима (у 2009. години просечне месечне интервенције износиле су 50 милиона EUR) са циљем одржавања психолошког нивоа девизног курса динара. Упркос интервенцијама на МТД, дневно и до 100 милиона EUR, НБС није могла да одржи циљане нивое девизног курса, чиме је потврђено погрешно вођење монетарне политике. У првој половини 2012. године НБС је на МДТ-у банкама укупно продала 1.288,8 милиона евра. Наставак тренда значајног интервенисања НБС са циљем одржавања стабилности RSD угрожава ниво де-

Слика бр. 7 - Годишње интервенције НБС, 2008-2011.



Извор: Народна банка Србије

Слика бр. 8 - Девизне резерве НБС, 2008-2011.



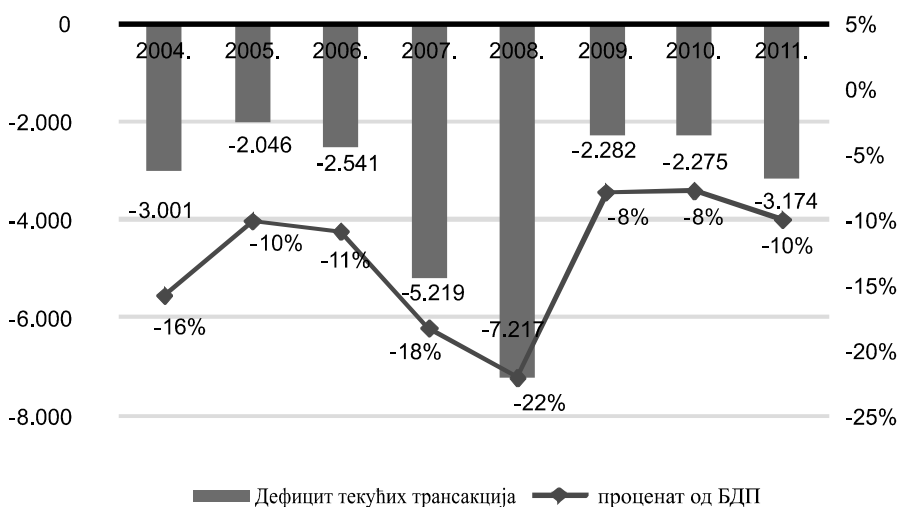
Извор: Народна банка Србије

визних резерви и прети њиховом неминовном отапању.

Девизне резерве. Упркос бројним интервенцијама у 2010. години, није дошло до значајног пада девизних резерви. У неким периодима ниво девизних резерви се чак и повећава по основу задуживања државе код ММФ-а (повлачење дела кредита од 180 мил EUR, у 2010. години), или по основу емисије државних обвезница, а не по основу привредног раста и прилива од извоза. Како су покривале новчану масу (M1) повремено и преко 400 процената, у 2010. години, националне девизне резерве изгледају довољно високе. У 2011. години оне су износиле 12.057,7

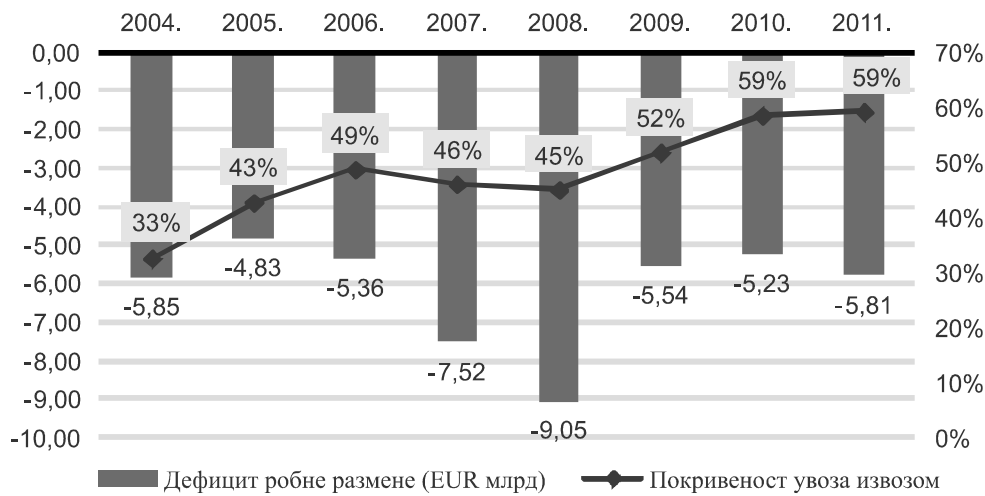
милиона евра и биле су веће за 2.055,7 милиона евра у односу на крај 2010. године. Покривале су новчану масу M1 у износу од 429,6%, краткорочни дуг у износу од 1.860,8% и 8,6 месеци увоза робе и услуга. У току 2011. године највећи утицај на ниво девизних резерви имао је прилив од продаје хартија од вредности Републике Србије деноминованих у еврима, у износу од 1.257,8 милиона евра, од чега је 533,5 милиона евра реализовано на домаћем, а 724,3 милиона евра на међународном финансијском тржишту. По основу коришћења кредита за Републику Србију, преко девизних резерви НБС остварен је прилив у износу 586,7 милиона евра.

Слика бр. 9 - Дефицит текућих трансакција (EUR м)



Извор: Народна банка Србије

Слика бр. 10 - Дефицит робне размене (EUR млрд)



Извор: Републички завод за статистику

Суштина проблема девизних резерви не састоји се у њиховом нивоу, већ у структури и каналима кроз које се врши њихова перманентна допуна. На најквалитетнији део девизних резерви, нето страну активу (*net foreign assets*) односи се око 6 млрд EUR-а (5,07 млрд EUR, крај 2010. године; 6,66 млрд EUR-а, крај 2011). Преостали део, како је претходно наведено, вучен је из кредита од ММФ-а, додатног задуживања државе кроз емисију хартија од вредности и последица је издвајања резерви пословних банака (328,8 милиона EUR-а у 2010. години, 236,9 милиона EUR у 2011. години).

Углавном константна, депресијација динара није успела да значајније повећа извозну конкурентност земље и побољша стање текућег рачуна платног биланса, с обзиром на сигнификанту домаћу тражњу и ограничену конкурентност домаће понуде.

Текући рачун платног биланса од 2004. године, карактерише константан дефицит, при чему је највећи забележен 2008. године (7,2 милијарде EUR). Приметно смањење дефицита текућих трансакција, од 2009. године, резултат је опште деклинације, пада тражње и увоза, узрокованих актуелном економском кризом.

Грубишић, Ђукић, Реџепагић (2010) указују на следеће: „Волатилност девизног курса је била цена коју је Србија, током глобалне финансијске кризе, морала да плати по питању односа размена, с обзиром на чињеницу да је српско финансиј-

ско тржиште интегрисан део међународног тржишта капитала.“²⁵

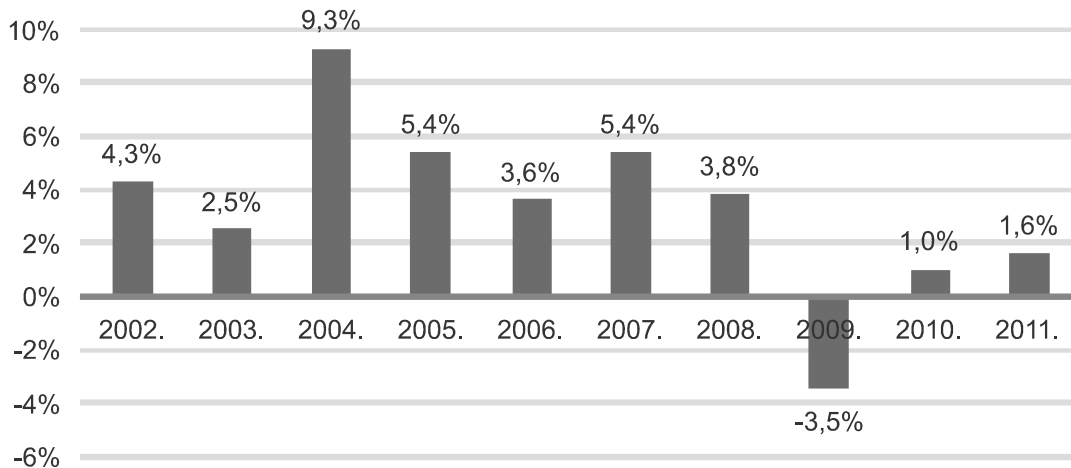
Дефицит робне размене је достигао највиши ниво 2008. године, када је износио 9,049 милијарди евра (или 28,0% БДП-а). Упркос бројним монетарним и фискалним мерама Србија и даље има високе увозне потребе које узрокују трговински дефицит. Иако је покривеност увоза извозом повећана са 33% у 2004. години на 59% у 2011. години, висок дефицит текућег рачуна и даље представља једну од кључних макроекономских неравнотежа у Србији, која се финансира кроз стране фондове (донације, нове кредите) и одлагање исплате иностраног дуга.

Као алтернативу постојећем девизно-курсном моделу предлажемо *crawling peg* за који сматрамо да стабилизацијом динара у средњем, а потом и у дугом року, може да реши одређене проблеме домаће привреде. Имплементацијом новог валутног режима створио би се стабилан и предвидљив валутни амбијент који би прве импликације имао на привлачење страних директних инвестиција, с обзиром да инвеститори могу реално да пројектују будућу вредност својих инвестиција и раст домицилне производње.

БДП у Србији је бележио стопе релативног раста од почетка процеса реформи до почетка светске економске кризе. Успоравање и пад БДП-а од 3,5% десили су се у 2009. години. Након скромног раста од 1% у току 2010. године, процењена реална стопа раста БДП у 2011. години из-

25) Грубишић, З., Ђукић, М., Реџепагић, С. 2010. "The Principle of Impossible Trinity: Does it Count for Serbia during the Pre-crisis and Post-crisis Period?", *Influence of Global Economic Crisis on CEE Region: Possible Way Out*.

Слика бр. 11 - Раст БДП-а (реална стопа)



Извор: Министарство финансија

носи 1,6%, а према пројекцијама Народне банке Србије за 2012. годину очекује се пад од око 0,5% највише због глобалне кризе, која утиче на извоз робе из Србије, слабији прилив инвестиција због нестабилне домицилне валуте, као и сушне сезоне која је условила пад пољопривредне активности.

Свеукупан економски раст углавном покреће раст домаће тражње, која се до сада одржавала експанзијом потрошачких кредита и стабилним приливом дознака из иностранства.

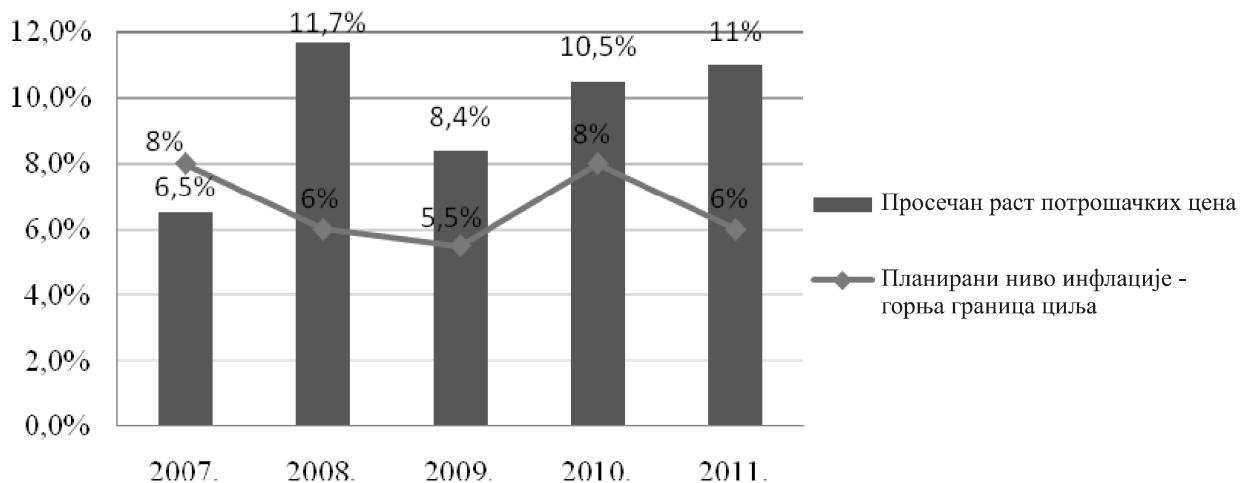
Потенцијални ризик имплементације *crawling peg* режима девизног курса огледа се у порасту нивоа инфлације, с обзиром да би се виши нивои девизног курса, узроковани мини девалвацијама, што представља основно обележје овог девизно-курсног модела, укалкулисали у цене. Аутори

ову могућност доводе у везу само са кратким роком и става су да би раст реалног сектора, подстакнут стабилним валутним амбијентом, убрзо смањио инфлаторне притиске.

Иако је обуздавање инфлације један од главних циљева економске политике током последњих година, не можемо рећи да се у потпуности испуњава, имајући у виду да је у 2011. години инфлација била на нивоу двоцифреног броја, да је далеко од просека инфлације у Еврозони, као и да у актуелном режиму девизног курса није успело њено одржавање у планираним износима. Традиционално, у земљама у којима је имплементиран *crawling peg* режим девизног курса инфлацију је лакше држати под контролом.

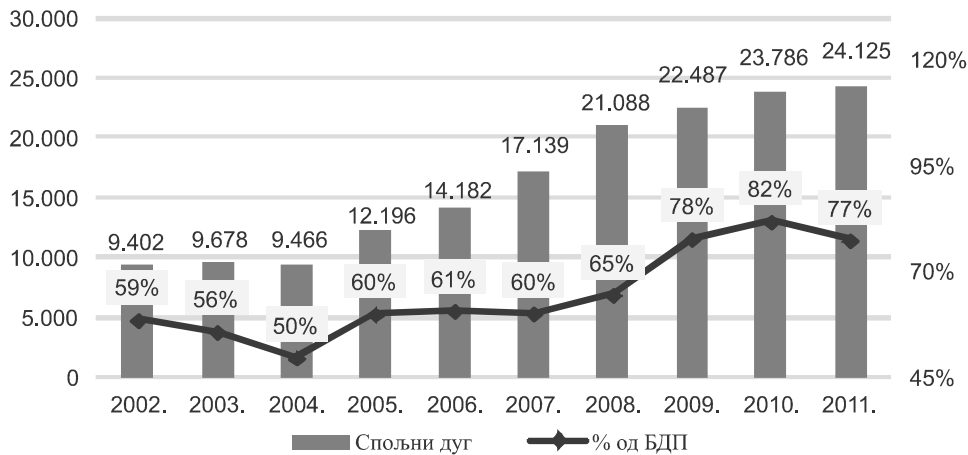
Поред наведених, акутни проблеми домаће економије су константан раст спољног дуга и бу-

Слика бр. 12 - Просечан годишњи раст потрошачких цена



Извор: Министарство финансија, Народна банка Србије

Слика бр. 13 - Спољни дуг (EUR)



Извор: Министарство финансија

џетског дефицита у последњих неколико година. Стабилан валутни амбијент и његове импликације на прилив страних директних инвестиција, а потом и на раст реалног сектора постепено би смањили потребу, како државе, тако и приватног сектора за задуживањем, допринели би бржој отплати постојећих дугова, а имајући у виду већу активност домаће економије, сматрамо да би се ниво буџетског дефицита у таквом амбијенту смањивао.

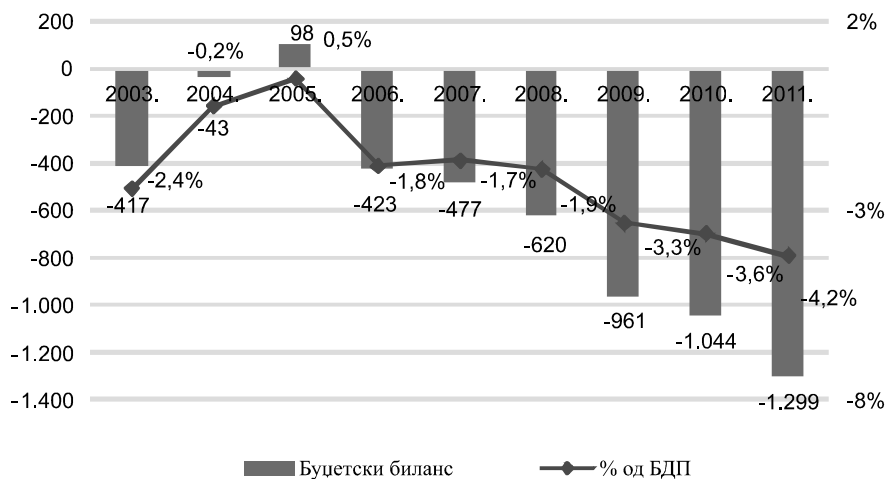
Спољни дуг Србије је крајем новембра 2011. године износио EUR 24,1 милијарди, што је за EUR 339 милиона више у односу на крај претходне године. Учешће приватног сектора у укупном спољном дугу је на крају 2011. године износило

55%. Учешће јавног сектора било је на нивоу земаља у региону и износило је 45% укупног спољног дуга. Процењује се да ће ово учешће до краја 2012. године достићи преко 50%.

Буџетски дефицит у протеклим годинама је био на веома високом нивоу, достижући преко EUR 1 милијарду у 2010. и 2011. години, односно око 4% БДП. Овакво стање буџета финансирано је кроз нова задуживања у земљи и иностранству.

Конечно, стабилизација курса у средњем, а онда и у дугом року, утицала би на побољшање кредитног рејтинга Србије, који је манифест већег броја ризика који тангирају привреду при чему се међу кључним факторима детерминиса-

Слика бр. 14 - Буџетски биланс (EUR м)



Извор: Министарство финансија

ња нивоа кредитног рејтинга посматра стабилност домицилне валуте. Почетком августа 2012. године кредитни рејтинг Србије је снижен на ББ-са негативним изгледима.

4. Увођење *crawling peg* режима девизног курса у циљу стабилизације волатилности RSD

Crawling peg, умерено фиксни курс или “пузавац” је модел који припада групи хибридних режима девизног курса. Изведен је из конвенционално-фиксног режима и на вишем је нивоу флексибилности од прилагодљивог паритета. Његово основно обележје је релативно често покретање паритета, тј. у имплицирање серија мини девалвација/ревалвација у складу са изабраним индикатором и дефинисаним временским интервалима. Изабрани индикатор одређен је, углавном, инфлационим диференцијалом (диференцијал текуће инфлације у односу на сидро валуту), тј. у складу је са променом паритета куповних снага. Одређивање интензитета мини девалвација/ревалвација врши се коришћењем следеће формуле:

$$\frac{dy_i}{dx_i}, (i+1, 2, \dots, n);$$

која је заснована на квантитативно дефинисаним променама одређених макроекономских варијабли.

Институционална могућност кориговања номиналних курсева у чешћим временским интервалима јавља се са циљем задржавања ценовне конкурентности, као и “пеглања” разлике у нивоу инфлације, у ситуацијама када се оцени да не постоје услови за прелазак на режим флексибилног девизног курса.

Овај модел се углавном користи у земљама са стопом инфлације изнад светске просечне стопе, с тим што се дезинфлација врши путем градуалистичке политике односно политике “ситног хода”. Градуалистичка стратегија користи рестриктивну монетарну и фискалну политику у циљу постепеног смањења стопе монетарног раста, у комбинацији са смањењем дефицита у државним буџетима. Истовремено се предузимају потези на плану јачања финансијских ограничења код предузећа и процеса дерегулације привреде, унутар земље и према иностранству, што доводи до јачања тржишних критеријума у привређивању и стварању конкурентније привреде.

Crawling peg режим девизног курса може се спровести у форми следећих модалитета:

1. будућу вредност девизног курса, за период до годину дана, при чему се усклађива-

ње врши у интервалима од недељу дана, месец дана или квартално, најављују централно-монетарне власти. Мини девалвације пројектују се на бази опсервирања и компарације макроекономских варијабли домицилне и економије сидро валуте;

2. инфлациони диференцијал, односно усклађивање индекса потрошачких цена домицилне економије и економије сидро валуте;
3. дефинисање маргина у оквиру којих курс може да осцилира у односу на реперну (сидро) валуту.

Умерено фиксирани девизни курс најбоље резултате постиже у економијама које су увозно оријентисане и значајно зависе од страних директних инвестиција. Ино-инвеститори могу пројектовати реалну вредност својих инвестиција, с обзиром да се кроз овај модел ствара предвидљив и стабилан валутни амбијент. Како се и економија Србије може препознати у наведеном опису, земље у којој модел *crawling peg* -а постиже најбоље резултате аутори су става да је *crawling peg* препоручљиво решење домицилне девизно-курсне политике.

Предложени модел би требало да изгледа тако да курс RSD буде квалитативно везан за реперну валуту, што је у случају Србије EUR. Централна банка би детерминисала интервал и опсег девалвације, који би били унапред објављивани. Разлика нивоа домицилне инфлације и инфлације евро зоне одређивала би фактор конверзије (стопу “пузања” или опсег девалвације). Стабилан валутни амбијент подстакао би тржишне трансакторе и ино-инвеститоре да више улажу у динар, што би допринело његовој атрактивности, улаз страних директних инвестиција би био извеснији, гушење инфлаторних секвенци довело би до „хлађења“ прегрејане привредне конјунктуре, коначно девизни курс динара био би стабилизован на средњи рок.

Закључна разматрања

Ефекти контролисаног пливања RSD. Тестирање утицаја актуелног девизно-курсног режима RSD показало је негативан утицај на: стабилност националне валуте, ниво и структуру националних девизних резерви, инфлаторна кретања, платни биланс, раст националног производа, прилив страних директних инвестиција, салдо буџетског биланса, спољни дуг, као и кредитни рејтинг земље.

Кључни налаз. За националну валуту утврђена је изражена волатилност која је тешко контролисана интервенцијама НБС из националних девизних резерви. Домицилна валута у просеку је депресирала респективно 10% годишње.

Предлог и перспективе. Позитивни ефекти *crawling peg* девизно-курсног режима у групи посматраних транзиторних економија квалификују га као адекватну алтернативу постојећем режиму RSD. Сматрамо да би његово увођење имало изразито позитиван утицај на: инфлаторна кретања, волатилност RSD, прилив страних инвестиција и платно-билансне токове. Може се предвидети нешто шири и конфорнији интервал девалвације RSD приликом имплементације „пузајућег“ девизног курса, као и честе и веће интервенције НБС из националних девизних резерви. Симултан утицај мини девалвација RSD и инфлаторних секвенци као резултата негативне антиципације микротржишних трансактора уводи стабилност на национално интербанкарско тржиште смањујући девалвациони интервал и волумен интервенција НБС.

Литература

- Savastano, M.A., „Collapse of a Crawling peg Regime in the Presence of a Government Budget Constraint“, IMF Staff Papers, March, 1992.
- Black, J., „A proposal for the reform of Exchange Rates“, *The Economic Journal*, Vol. 76, No. 302, 1966., pp. 288-295.
- Frenkel, R., Rapetti, M., „A Concise History of Exchange Rate Regimes in Latin America“, Center for Economic and Policy Research, April, 2010.
- Flores, M., Hoffmaister, W., A., Madrigal, J., Villalobos, L., „Policy Reaction Function in a Crawling peg Regime, Evidence from Costa Rica“, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, February, 2011.
- Williamson, J., „After the Washington consensus: restarting growth and reform in Latin America“, Institute for International Economics, 2003.
- Gudmundsson, M., „The Choice and Design of Exchange Rate Regimes“, Part 8 of „Central banks and the challenge of development“, May, 2006.
- Darne, O., Ripoll-Bresson, L., „Exchange Rate Regime Classification and Real Performances, new empirical evidence“, University of Montpellier, September, 2004.
- Canterbery, E.R., Boorman, J.T., „The Crawling peg and Exchange Stability“, Florida State University, University of Maryland, May, 1970.
- Wachtel, P., Korhonen, I., „Observations on Disinflation in Transition Economies“, Central Bank Institute conference, Working Paper, November, 2003.
- Williamson, John. 1981. “The Crawling peg in Historical Perspective”, in Exchange Rate Rules, ed. John Williamson, St. Martin’s Press, New York, pp. 3-30.
- Corbo, Vittorio, “Monetary Policy in Latin America in the 90’s”, 1999.
- Ball, Laurence, “Policy Rules for Open Economies”, Chicago University Press
- Agosin, Manuel „Evolucion Macroeconomica y Financiera de Chile en la Ultima Decada“, 2009.
- Lucio Vinhas de Souza “A Different Country-Russia’s Economic Resurgence”, Centre for European Policy Studies, Brussels 2007
- Грубишић, З., Ђукић, М., Реџепагић, С. 2010. “*The Principle of Impossible Trinity: Does it Count for Serbia during the Pre-crisis and Post-crisis Period?*”, *Influence of Global Economic Crisis on CEE Region: Possible Way Out*. Kosice: Technical University of Kosice, Faculty of Economics, p.161-170.
- www.imf.org
- www.mfin.gov.rs
- www.nbs.rs
- www.stat.gov.rs
- www.bcentral.cl
- www.bcb.gov.br
- www.banrep.gov.co
- www.bcra.gov.ar
- www.bccr.fi.cr
- www.bcn.gob.ni
- www.bcb.gob.bo
- www.cbr.ru

др Јелена
МАТИЈАШЕВИЋ*
др Вук
РАИЧЕВИЋ**

Прање новца и правна регулатива у Републици Србији

Резиме

Инвентивност лица која се баве прањем новца је без граница. Развој технологије и глобализација континуирано унапређују постојеће начине и стварају нове могућности за прикривање порекла нелегално стеченог новца. Финансијски систем је централна тачка борбе против прања новца, јер финансијске институције, посебно банке, уобичајено представљају канал преко кога овај новац улази у економске токове. Међутим, финансијски сектор није основни и једини ослонац у борби против прања новца. Адекватна законска решења државе и доследна примена законских одредби су најбитнији у планирању и остварењу активности везаних за супротстављање овом појавном облику организованог криминала. Прање новца никада не представља проблем само једне државе. Због тога је неопходна размена информација и међудржавна сарадња. Организована борба против свих облика криминала, укључујући и прање новца, представља дужност са којом се суочава и наша земља. Република Србија, земља високог ризика, на свом путу ка европској заједници, мора да испуни строге критеријуме у домену борбе против прљавог новца.

Кључне речи: прање новца, организовани криминал, Закон о спречавању прања новца, Законик о кривичном поступку

1. Уводна разматрања

Новац који потиче од нелегалних радњи је "мртав капитал", све док се поново не убаци у финансијски систем, и управо чин прања новца то омогућава, јер је порекло новца прикривено.

Инвентивност учесника у прању новца је без граница. Због тога је свима који су обавезни да

предузимају радње и мере за откривање и спречавање прања новца, некада изузетно тешко да препознају ову криминалну радњу.

Развој технологије и глобализација континуирано унапређују постојеће начине и стварају нове могућности за прикривање порекла прљавог новца, FATF (Financial Action Task Force on Money Laundering). Међународна организација

* Доцент; Правни факултет за привреду и правосуђе у Новом Саду, Универзитет „Привредна академија“ у Новом Саду
Доцент на Економском факултету Универзитета у Крагујевцу

** Доцент; Факултет за економију и инжењерски менаџмент, Универзитет „Привредна академија“ у Новом Саду

за борбу против прања новца процењује да прање новца данас износи око 2 % до 5 % укупне светске производње. С обзиром на тајност и природу прања новца, тешко је проценити његов стварни обим, али ови подаци су индикатор величине проблема.¹

Банкарски сектор. Финансијски систем је средишња тачка борбе против прања новца, јер финансијске институције, нарочито банке, уобичајено представљају канал преко кога овај новац улази у економске токове. Из наведених разлога не чуди чињеница да је Закон о спречавању прања новца и финансирања тероризма, на листи обвезника који су дужни да предузимају законом одређене радње и мере за откривање и спречавање прања новца, на прво место ставио банке.

Битно је да се одговарајућим мерама онемогући да се финансијски систем користи за прање "прљавог" новца. Централна банка треба да утврди регулативу и врши супервизију банака да би открила и спречила прање новца. Овом регулативом потребно је прописати мере за банке и финансијске институције, које укључују:

- 1) обавезу извештавања надзорних органа, уколико постоје сумње у вези са пореклом новца,
- 2) примену одговарајућих санкција,
- 3) строга правила код издавања лиценци банкама и финансијским институцијама.

Заједно са удружењем банака, централна банка треба да одреди:

- правила банкарске праксе против прања новца;
- мере за процену, прањење и контролу клијената;
- лимите за износе трансакција и конверзија у инострану валуту за појединце;
- обавезе банака да одреде одговорне за надзор у вези са прањем новца;
- обавеза банака да обезбеде обуку запослених о техникама против прања новца.

За банкарски сектор је важно да систем управљања ризиком и структура корпоративног управљања буду добро организовани и прилагођени како би омогућили превенцију, односно

борбу против уласка прљавог новца у финансијски систем.²

Одговорна лица из Управе за спречавање прања новца наглашавају да су банке спровођењем Закона о спречавању прања новца и финансирања тероризма и развијањем својих аналитичких процедура оспособљене за рано откривање необичних шема трансакција обављених без оправдане економске и јасне правне сврхе. У смислу наведеног, сматра се да су банкарске евиденције приступачне и да омогућавају брзу реконструкцију индивидуалних трансакција и да могу да пруже доказе за кривично гоњење.

Законска решења Иако се налази у окружењу у коме борба против криминала траје већ дужи низ година, у нашој земљи је тек 2001. године донет Закон о спречавању прања новца.³ Почео је да се примењује тек од јула 2002. године.

Актуелни Закон о спречавању прања новца и финансирања тероризма⁴ донет је и ступио је на снагу 2009. године. Законом о спречавању прања новца и финансирања тероризма дефинисани су појам прања новца, обвезници предузимања радњи и мера за спречавање прања новца, радње које су обвезници дужни да предузимају, радње и мере које предузимају адвокати, затим, уређена је надлежност Управе за спречавање прања новца, контрола преноса физички преносивих средстава плаћања преко државне границе, обавезе државних органа и других правних лица, заштита и чување података за одређене субјекте и вођење евиденције, као и њихова садржина, субјекти вршења надзора над применом одредби закона и на крају казнене одредбе, односно радње које представљају привредни преступ и прекршај, санкције и одговорни субјекти.

Материја прања новца делом је обухваћена и Кривичним закоником и Закоником о кривичном поступку.

У посебном делу Кривичног законика⁵, у поглављу о кривичним делима против привреде, чланом 231. прописано је кривично дело прања новца, његов основни, лакши и тежи облик.

Новим Закоником о кривичном поступку⁶ прецизно је обухваћена материја организованог криминала и очекује се да ће процесне одредбе

1) Прање новца, www.24x7.co.yu (03.03.2007)

2) Ibid.

3) Закон о спречавању прања новца Републике Србије („Службени лист СРЈ“, бр. 53/2001. и „Службени гласник РС“, бр. 62/2006).

4) Закон о спречавању прања новца и финансирања тероризма („Службени гласник РС“, број 20/09)

5) Кривични законик („Службени гласник РС“, број 85/05, 88/05, 107/05, 72/09).

6) Законик о кривичном поступку („Сл. лист СРЈ“, бр. 70/01 и 68/02 и „Сл. гласник РС“, бр. 58/04, 85/05, 115/05, 85/05 – др. закон, 49/07, 20/09 – др. закон и 72/09)

допринети ефикаснијем сузбијању организованог криминала у целини, па самим тим и прања новца.

На основу наведеног може се закључити да су три актуелна законска решења, сваки са свог аспекта, обухватила и регулисала област прања новца. Наравно, искуства у примени њихових одредби биће подлога за доношење нових ефикаснијих решења у борби против вршења криминалних делатности.

2. Управа за спречавање прања новца

Управа за спречавање прања новца представља орган у саставу министарства надлежног за послове финансија. Управа прикупља, обрађује, анализира и надлежним органима прослеђује информације, податке и документацију коју прибавља у складу са Законом о спречавању прања новца и финансирања тероризма и врши друге послове који се односе на спречавање и откривање прања новца и финансирања тероризма, у складу са законом.

У члану 65. Закона о спречавању прања новца и финансирања тероризма одређено је да „Управа обавља послове спречавања прања новца или финансирања тероризма, и то:

- прати извршавање одредаба овог закона и предузима радње и мере из своје надлежности, ради отклањања уочених неправилности;
- предлаже министру измене и допуне овог закона и друге прописе којима се уређују спречавање и откривање прања новца или финансирање тероризма;
- учествује у изради листе индикатора за препознавање трансакција или лица за које постоје основи сумње да се ради о прању новца или финансирању тероризма;
- припрема и даје мишљења о примени овог закона и прописа донетих на основу овог закона;
- припрема и даје препоруке у циљу јединствене примене овог закона и прописа донетих на основу овог закона код обвезника и адвоката;
- иницира закључивање споразума о сарадњи са надлежним државним органима, надлежним органима страних држава и међународним организацијама;
- учествује у међународној сарадњи у области откривања и спречавања прања новца или финансирања тероризма;
- објављује статистичке податке у вези са прањем новца или финансирањем тероризма;
- обавештава јавност о појавним облицима прања новца или финансирања тероризма;

- планира и спроводи обуку запослених у Управи и сарађује приликом стручног образовања, оспособљавања и усавршавања запослених код обвезника и адвоката у вези са применом прописа из области спречавања прања новца или финансирања тероризма“.

2.1. Обвезници примене Закона

Обвезници примене Закона су: банке и овлашћени мењачи; друштва за управљање у инвестиционим и добровољним пензионим фондовима; даваоци финансијског лизинга; сви облици друштава за осигурање; лица која се баве поштанским саобраћајем; брокерско-дилерска друштва, предузећа за ревизију; овлашћени ревизори.

Обвезницима се, такође, сматрају предузетници и правна лица која врше следеће делатности: посредовање у промету непокретности; пружање рачуноводствених услуга; пореско саветовање; посредовање у склапању кредитних послова и давању зајмова; факторинг и форфетинг, пружање услуга преноса новца.

Наведени обвезници, осим обвезника Закона изузетих из спровођења мера и радњи прописаних Законом, морају да имају:

- овлашћена лица са лиценцом за спречавање прања новца и финансирање тероризма, при чему лиценцу стичу полагањем испита код Управе за спречавање прања новца,
- два запослена овлашћена лица за спречавање прања новца са поменутом лиценцом стеченом полагањем испита (једно овлашћено а друго заменик овлашћеног лица), уз обавезу поновног полагања испита након истека пет година, када престаје важење лиценце.

Накнада за полагање испита, односно стицање права за полагање и издавање лиценце износи од 10.000 до 50.000 динара по индивидуалној лиценци.

Мало је необичан захтев из одредби овог закона да правна лица и предузетници који се баве пружањем рачуноводствених услуга морају да имају запослена лиценцирана лица за спречавање прања новца, а да та иста лица по тумачењу Министарства финансија не морају да поседују лиценцу за квалитетно и стручно пружање рачуноводствених услуга и састављање финансијских извештаја.

Међународна федерација рачуновођа Етичким кодексом за професионалне рачуновође прописује обавезе професионалних рачуновођа, чланова њених чланица у смислу начина на који треба да поступају када се сусретну са криминал-

ним радњама у поступку пружања рачуноводствених услуга.

Необичан је захтев да професионалне рачуновође, поред обавеза назначених у Етичком кодексу, факултетске дипломе и положених девет професионалних испита код професионалне асоцијације, члана Међународне федерације рачуновођа, треба да полажу и испит код Управе за спречавање прања новца на сваких пет година, без обзира на то што код своје асоцијације имају континуирану едукацију и сваке године обнављају лиценцу за пружање професионалних рачуноводствених услуга. Није познато да у свету, почев од земаља у окружењу, па надаље, професионалне рачуновође имају обавезу полагања испита за лиценцу за обављање послова Управе за спречавање прања новца; по свој прилици то је специфичност Србије.

Обвезници примене закона дужни су и да саставе програм годишњег стручног образовања, оспособљавања и усавршавања запослених за спречавање и откривање прања новца и финансирање тероризма, најкасније до краја марта за текућу годину (чл. 43 Закона), као и да обезбеде редовну унутрашњу контролу обављања послова спречавања и откривања прања новца и финансирање тероризма.

Међународна регулатива из области спречавања прања новца и финансирања тероризма упућује на обавезу доношења и примене националне регулативе, како би држава функционисала и имала правну сигурност. Влада Републике Србије је, у циљу испуњавања назначених обавеза, усвојила стратегију и акциони план за реализацију препорука Савета Европе. У Србији је у току до сада највећи и најопсежнији пројекат за борбу против прања и финансирања тероризма, који се финансира из средстава Европске уније и чији буџет је 2.265.000 евра.

У циљу сузбијања прања новца и финансирања тероризма на ширем плану у оквиру Савета Европе формирана је "Манивал", као комитет Савета Европе који окупља експерте који процењују усклађеност држава чланица са свим релевантним међународним стандардима за борбу против прања новца и финансирања тероризма у области правне праксе, финансијског система и унутрашњих послова, кроз процес узајамне евалуације равноправних чланова. Циљ "Манивала" је да све државе чланице имају делотворне системе за борбу против прања новца и финансирања тероризма и да буду усклађене са релевантним стандардима у тој области.

Поменути стандарди садржани су у Препорукама FATF, укључујући и Специјалне препоруке

за борбу против финансирања тероризма; Конвенцији УН против незаконитог промета опојних дрога и психотропних супстанци (1988. година); Конвенцији УН против транснационалног организованог криминала; Међународној конвенцији УН за спречавање финансирања тероризма (1999); Директиви 2005/60/ЕЦ Европског парламента и Савета од 26. октобра 2005. године о спречавању коришћења финансијског система у сврхе прања новца и финансирања тероризма и релевантним мерама за имплементацију ове директиве, као и у Конвенцији о прању, тражењу, заплени и одузимању прихода од криминала, закљученој на нивоу савета Европе.

Извештаји Манивала представљају веома детаљне препоруке за унапређење делотворности система мера и радњи у појединачним државама за борбу против прања новца и финансирања тероризма, као и капацитета за сарадњу на међународном нивоу у овим областима.

Уз уважавање чињенице да се у државама ЕУ, као и у државама у окружењу, примењују национални прописи о спречавању прања новца и финансирању тероризма, према којима је обвезник њихове примене дужан да усвоји одређена правила и одреди лице одговорно за спровођење тих националних прописа, уз обавезу да тим лицима обезбеди едукацију без плаћања надокнаде, мишљења смо да би то могао да буде добар пример растерећења обвезника примене регулативе из ове области у нашој земљи у вези са стицањем лиценце.

2.2. Надлежности Управе за спречавање прања новца

Ако Управа оцени да у вези са одређеним трансакцијама или лицима постоје основи сумње да се ради о прању новца или финансирању тероризма, може да захтева од обвезника, адвоката, затим од државних органа, организација и правних лица којима су поверена јавна овлашћења, податке, информације и документацију неопходну за откривање и доказивање прања новца или финансирања тероризма. Из истих разлога Управа може да изда писмени налог обвезнику да прати све трансакције или послове одређених лица који се врше код обвезника.

Управа је дужна да обвезника, адвоката и државни орган обавештава о резултатима до којих су њихова обавештења довела.

Управа може да изда писмени налог обвезнику којим се привремено обуставља извршење трансакције, ако процени да у вези са трансакцијом или лицем које обавља трансакцију по-

стоји основана сумња да се ради о прању новца или финансирању тероризма, о чему обавештава надлежне органе, ради предузимања мера из њихове надлежности. Директор Управе може, у хитним случајевима, усмено да изда налог којим се привремено обуставља извршење трансакције који мора, у писменој форми, потврдити најкасније следећег радног дана.

У случају сумње да се ради о прању новца или финансирању тероризма Управа може да започне поступак прикупљања података, информација и документације и на основу писмене и образложене иницијативе суда, јавног тужиоца, полиције, Безбедносно-информативне агенције, Војнообавештајне агенције, Војнобезбедносне агенције, Пореске управе, Управе царина, Народне банке Србије, Комисије за хартије од вредности, Агенције за приватизацију, надлежних инспекција и државних органа надлежних за државну ревизију и борбу против корупције.

Управа може да тражи информације, податке и документацију потребну за спречавање и откривање прања новца или финансирања тероризма од надлежних органа страних држава, као и да органима страних држава доставља информације, податке и документацију, под условом узајамности. Исто тако, у складу са законом и под условом узајамности, а на основу писменог и образложеног захтева државног органа стране државе надлежног за спречавање и откривање прања новца или финансирања тероризма, Управа може издати писмени налог којим се привремено обуставља извршење трансакције. Под истим условима Управа може од органа стране државе надлежног за спречавање и откривање прања новца или финансирања тероризма тражити примену исте такве мере.

Надлежни царински орган, организатор тржишта хартија од вредности и Централни регистар, депо и клиринг хартија од вредности, судови, јавна тужилаштва и други државни органи надлежни за подношење пријава, дужни су да Управи редовно достављају податке и информације из свог делокруга и да обавесте Управу ако у вршењу послова из свог делокруга открију чињенице које су или би могле да буду у вези са прањем новца или финансирањем тероризма.

Подаци, информације и документација које Управа прикупи представљају службену тајну. О свим прикупљеним подацима, информацијама и документацији Управа води евиденцију. Управа је дужна да податке из евиденције чува најмање 10 година од дана њиховог добијања.

Прање новца је процес који превазилази националне границе, те и механизми борбе против овог облика криминала морају имати међународни карактер.

На међународном плану, Управа за спречавање прања новца активно учествује у раду "Манивала" (Money Wall), једног од комитета Савета Европе који окупља стручњаке за проблематику спречавања прања новца и који функционише на принципу узајамних евалуација држава чланица. Управа је члан и Међународног удружења финансијских обавештајних служби – EGMONT групе, од јула 2003. године, што јој пружа могућност да размењује финансијске обавештајне податке са сродним институцијама широм света. Сви размењени подаци имају карактер службене тајне и могу се користити само у сврхе и на начин прописан законом.

Управа за спречавање прања новца тежи да у сарадњи са другим државним органима допринесе јачању система за откривање и спречавање прања новца у Србији и очувању интегритета финансијског система државе.

3. Методи сузбијања прања новца са освртом на стање у Републици Србији

Прање новца представља општу појаву која је присутна свуда и за коју је мала вероватноћа да ће да нестане. Криминалне групе имају континуирану потребу да своја нелегално стечена – "прљава" средства прикажу као легална и да их уведу у легалне привредне токове.

Банке су важан чинилац у спречавању прања новца, али не могу бити једини ослонац за примену законске регулативе. "Перачи" новца користе високософистициране методе за своје операције, али те методе из године у годину мењају. При том временом стичу углед, моћ и увећавају свој профит, тежећи крајњем циљу – предузимању и контроли целокупног финансијског и привредног система. У таквој ситуацији криминалне организације контролишу државу.

Велика финансијска добит која се остварује легализацијом незаконито стечених средстава, поред енормног богаћења, утиче и на стицање наглашене моћи, што је свакако велики изазов за стабилност финансијског националног система, али и међународних финансијских институција, чиме се слаби правни систем државе, односно способност сигурносних и заштитних механизма, чиме се отвара пут нарастајућим економским и социјалним последицама.⁷

7) Маслеша, Р.: „Теорије и системи сигурности“, Магистрат, Сарајево, 2001.

Најзначајнији корак у борби против криминала је улажење у траг, као и конфискација прихода стечених криминалним активностима. Постало је више него јасно да се починиоци облика криминалитета који доводе до економске добити не могу спутати традиционалним методама спровођења закона кроз гоњење, проглашавање кривим и доношење пресуде. Све док криминалци могу да располажу профитом стеченим вршењем криминалних радњи традиционални систем санкционисања остаје без неопходног ефекта.

У оквиру борбе против спречавања прања новца и финансирања криминала могу се издвојити три начина борбе, који се примењују у различитим државама.

Први је увођење појма прања новца у већину правних система.

Други је увођење одредби на основу којих се врши одузимање средстава, после проглашења кривим лица које код себе држи, или је створило та средства. Одузимање треба да се односи не само на средства која се налазе код починиоца кривичног дела, већ и на средства која држе трећа лица, на основу чега судови имају могућност да издају налоге у вези са висином имовинске користи стечене криминалном активношћу, користећи правне претпоставке и померајући терет доказа са тужиоца на окривљеног.

Трећи начин је увођење одређених облика грађанско-правног одузимања, којима се средства стечена криминалним активностима могу тражити, пратити, замрзавати и на крају одузети у циљу општег добра, и када није било осуде, па чак ни гоњења за почињена кривична дела.

Основне компоненте ефикасног система за борбу против прања новца су:

- усвајање и примена адекватне националне законске регулативе;
- улога финансијске обавештајне службе;
- улога регулаторних институција;
- међународна сарадња, и
- истрага и процесуирање кривичног дела прања новца.

Актуелне законске одредбе морају да обезбеде криминализацију прања новца, могућност одузимања прихода стечених кривичним делом, као и обавезу финансијских институција да при-

јављују трансакције и лица за која постоји сумња да су у вези са прањем новца.

Финансијска обавештајна служба је централна агенција, надлежна за прикупљање и анализу података добијених од финансијских институција и прослеђивање другим надлежним органима података до којих је дошла. Управа за спречавање прања новца је финансијска обавештајна служба.

Улога регулаторних институција састоји се у утврђивању идентитета странке и прикупљању других података о њој и трансакцији, од стране финансијских институција приликом отварања рачуна, успостављања пословне сарадње и обављања појединих трансакција, као и при надзору над извршењем прописаних мера спречавања прања новца.

Међународна сарадња је од великог значаја приликом прикупљања обавештајних података, као и међународна правна помоћ у току поступка.

Веома је битно процесуирање кривичног дела прања новца. Није једноставно утврдити порекло имовине која је предмет прања новца, па посредни докази могу бити кључни, а врло често су то и једини могући докази за утврђивање везе између имовине и њеног порекла.

Потребно је с тим у вези истаћи да се за прање новца може водити посебан поступак, а може се поступак за прање новца укључити у оптужницу за кривично дело којим је стечена незаконита добит. У другом случају активности прања новца су сасвим очекивана завршница након стицања добити вршењем криминалних активности, па се кривично дело којим је стечена незаконита добит доказује уобичајеним путем у поступку. У случају вођења посебног поступка за прање новца, неопходно је утврдити да су стечена средства незаконита, односно да је добит остварена вршењем кривичног дела, и да је иста предмет прања новца. Осуђујућа пресуда за кривично дело чијим вршењем се стичу средства, није неопходан услов за осуђујућу пресуду за кривично дело прања новца.⁸ Међутим, у пракси судова већине земаља, а нарочито оних које припадају континенталном правном систему, услов за изрицање осуђујуће пресуде за прање новца је осуда за кривично дело чијим вршењем се стиче незаконита добит. Ово је свакако један од разлога малог броја осуда за прање новца.

8) Одредба која обавезује државе потписнице да обезбеде да пресуда за кривично дело којим се стиче добит не буде услов за пресуду за кривично дело прања новца, садржана је у Конвенцији о прању, тражењу, заплени и конфискацији прихода стечених криминалом и о финансирању тероризма, коју је Комитет министара Савета Европе усвојио 16. маја 2005. године у Варшави. Извор: Council of Europe Convention on Laundering, Search, Seizure and Confiscation of the Proceeds from Crime and on the Financing of Terrorism, Warsaw, 16.05.2005.

Исто тако, од тужиоца се не захтева да докаже да је имовина стечена одређеним криминалним активностима. Тужиоци у оваквим случајевима морају да изнесу посредне доказе да је имовина стечена криминалом, што ретко и нерадо чине, као што нерадо подижу оптужнице за прање новца.⁹

Посредан доказ је директан доказ о чињеницама на основу којег се са разлогом може закључити о постојању или непостојању других чињеница, док су непосредни докази о чињеницама засновани на личном знању или запажању сведока.

Неки од посредних доказа који се могу користити у поступцима за прање новца су:

- информације добијене од саучесника (лице које највише зна о кривичном делу је лице које је у њему и учествовало, и због тога је сведок сарадник веома значајан извор информација);
- вештачење (вештаци у области рачуноводства, порески, царински и полицијски инспектори са већим искуством у истрагама прања новца, као и приватни консултанти, појављују се у поступцима и дају своје мишљење о економској логици одређених трансакција, начину рада неких криминалних група, методологијама које користе перачи новца и другим питањима);
- трагови у књиговодственој документацији (овакви трагови се често користе када су приходи стечени пореском утајом или преварама, односно, када је могуће пронаћи неки траг у документацији);
- мала или никаква вероватноћа да су приходи стечени законитим путем (криминалци ће за прање новца користити послове са великим обртом готовине и високим профитом, што може изазвати сумњу у легалност тих средстава);
- други посредни докази.

Наведено јасно указује на то да се без шире употребе посредних доказа неће постићи значајнији резултати на пољу санкционисања прања новца.

Један од основних мотива вршења тешких кривичних дела, као и кривичних дела организованог криминала, јесте финансијска корист. Због тога се одузимање незаконито стечене имовине сматра ефикасним средством у борби против организованог криминала, јер члана криминалне организације који је у затвору обично замени

неко други, па одузимањем његове слободе активности криминалне организације не престају.

Одузимање незаконито стечене имовине има бројне ефекте:

- превенција, јер је имовинска корист разлог и мотив код већине извршилаца криминалних дела;
- спречавање инфилтрирања незаконитог прихода и корупције у легалну економију;
- укидање средстава за будуће чињење кривичних дела;
- подржавање принципа да нико не може имати користи од кривичног дела.

Одузимање незаконито стечене имовине није кривична санкција у нашем законодавству. То је посебна кривично-правна мера у кривичном поступку, чији основ се налази у општем правном принципу да нико не може да задржи имовинску корист коју је прибавио извршењем неког противправног акта. Одузимање имовинске користи може се извршити само у судском поступку, и само судском одлуком којом је окривљени проглашен кривим за извршење кривичног дела. Ако одузимање имовинске користи није могуће, починилац кривичног дела ће се обавезати да плати новчани износ који одговара прибављеној имовинској користи.

Јавни тужилац може захтевати да надлежни државни орган, банкарска или друга финансијска организација обави контролу пословања лица за које постоје основи сумње да је починило кривично дело за које је законом прописана казна затвора од најмање четири године и да му достави документацију и податке који могу послужити као докази о кривичном делу или имовини прибављеној кривичним делом, као и обавештења о сумњивим новчаним трансакцијама у смислу Конвенције о прању, тражењу, заплени и одузимању прихода стечених криминалом и о финансирању тероризма.

На писани и образложени захтев јавног тужиоца истражни судија може одлучити да надлежни орган или организација привремено обустави одређену финансијску трансакцију, исплату, односно издавање сумњивог новца, вредносних папира или предмета за које постоје основи сумње да потичу од кривичног дела или од добити стечене кривичним делом, или су намењени извршењу, односно прикривању кривичног дела.

9) Према подацима Управе за спречавање прања новца, у 2002. и 2003. години у Србији, у Окружном суду у Новом Саду је за кривично дело прања новца подигнуто укупно пет оптужница, на основу 17 кривичних пријава од којих ни једна није завршила правоснажном осуђујућом пресудом. Све кривичне пријаве односиле су се на прање новца у стицају са злоупотребом службеног положаја и фалсификовањем докумената, а ниједна на самостално кривично дело прања новца.

За примену законских прописа и изрицање кривично правне мере одузимање имовинске користи прибављене извршењем кривичног дела, од значаја је спровођење финансијских истрага, као претходног поступка. Финансијска истрага није предвиђена као посебан кривично-правни институт, али је прописан низ инструмената којима се постиже циљ истраге, односно одузимање незаконито стечене добити. Стога је неопходно да се, упоредо са кривичном истрагом, предузму све радње ради провере и утврђивања имовинског стања починилаца, као и откривање финансијских трансакција, ради утврђивања и проналажења незаконито стечене имовине. Спровођење финансијских истрага захтева вршење провера кроз евиденције пореске управе, царине, катастра, судова, агенције за привредне регистре, банака, осигуравајућих друштава и других организација, како би се дошло до података којом имовином је извршилац кривичног дела располагао пре извршења дела, а којом имовином након што је дело извршено. Значајно је истаћи да је ради прикупљања података неопходна међународна сарадња.

При спровођењу финансијских истрага неопходно је извршити следеће:

- трагати за доказима о осумњиченом и кривичном делу;
- утврдити имовину стечену кривичним делом;
- идентификовати имовину стечену кривичним делом треба одузети;
- издати налог за замрзавање те имовине.

Институције за спровођење финансијске истраге, у зависности од фаза кривичног поступка, су: полиција; пореска полиција; јавни тужилац; истражни судија; Управа за спречавање прања новца и царине.

Закоником о кривичном поступку у глави ХХИХа – „Посебне одредбе о поступку за кривична дела организованог криминала, корупције и друга изузетно тешка кривична дела“, дефинисани су организовани криминал и појам организоване криминалне групе, одређено је која кривична дела спадају у кривична дела корупције и друга изузетно тешка кривична дела и прописан је низ института и посебних доказних радњи које се у поступку спроводе, а које су обухваћене појмом финансијске истраге.

Организовани криминал представља вршење кривичних дела од стране организоване криминалне групе односно њених припадника. Под организованом криминалном групом подразумева се група од три или више лица, која постоји одређено време и делује споразумно у циљу

вршења једног или више кривичних дела за која је прописана казна затвора од четири године или тежа казна, ради стицања, посредно или непосредно, финансијске или друге користи.

У поступку за кривична дела организованог криминала, корупције и друга изузетно тешка кривична дела подаци о преткривичном и истражном поступку представљају службену тајну. Искazi и обавештења које је јавни тужилац прикупио у преткривичном поступку могу се користити као доказ у кривичном поступку, али се одлука не може заснивати само на њима.

Законским одредбама одређено је неколико мера органа гоњења за откривање и доказивање кривичних дела организованог криминала, корупције и других изузетно тешких кривичних дела. Мере се могу предузети ако се не могу на други начин прикупити докази за кривично гоњење или би њихово прикупљање било знатно отежано. Ако јавни тужилац не покрене кривични поступак року од шест месеци од дана када је био упознат са прикупљеним материјалом или ако изјави да га неће користити у поступку, истражни судија ће донети решење о уништењу прикупљеног материјала. Мере су следеће:

- на писмени и образложени предлог јавног тужиоца истражни судија може захтевати надзор и снимање телефонских и других разговора или комуникација другим техничким средствима и оптичка снимања лица. Мере могу трајати најдуже шест месеци, а због важних разлога могу бити продужене још највише два пута у трајању од по три месеца. Наредбу истражног извршавају органи унутрашњих послова, Безбедносно-информативне агенције или Војно-безбедносне агенције;
- истражни судија може, на захтев јавног тужиоца, одобрити пружање симулованих пословних услуга и склапање симулованих правних послова. Мера може трајати шест месеци, а може се продужити највише за три месеца. Мери извршавају овлашћена службена лица органа унутрашњих послова, Безбедносно-информативне агенције или Војно-безбедносне агенције. Лице које извршавајући наредбу истражног судије пружа симуловане пословне услуге и склапа симуловане правне послове не чини кривично дело;
- републички јавни тужилац може одобрити контролисану испоруку којом се дозвољава да незаконите или сумњиве пошиљке изађу, пређу или уђу на територију једне државе или више држава, уз знање и под надзором надлежних органа, у циљу прикупљања доказа и идентификовања лица умешаних у извршење кривичног дела. Мери спроводе органи унут-

рашњих послова или други државни органи које одреди републички јавни тужилац. Контролисана испорука се спроводи уз сагласност надлежних органа заинтересованих држава и на основу узајамности, у складу са потврђеним међународним уговорима;

- аутоматско рачунарско претраживање личних и других са њима повезаних података, њихова електронска обрада и аутоматско поређење са подацима који се односе на кривично дело и на осумњиченог, да би се као могући осумњичени искључила лица у вези са којима не постоји вероватноћа да су повезана са кривичним делом. Мера наређује истражни судија, на предлог јавног тужиоца. Мера може трајати шест месеци, а може се продужити највише за три месеца. Мера спроводе органи унутрашњих послова, Безбедносно-информативна агенција, Војно-безбедносна агенција, органи царинске службе или други државни органи;
- истражни судија може, на захтев јавног тужиоца, одредити да се ангажује прикривени иследник. Прикривеног иследника под псеудонимом или шифром одређује министар надлежан за унутрашње послове, директор Безбедносно-информативне агенције или директор Војно-безбедносне агенције, односно лице које они овласте и то је, по правилу, овлашћено службено лице наведених органа, а ако то захтевају посебне околности случаја и друго обучено лице које, под условом узајамности, може бити и страни држављанин. Прикривени иследник не може бити лице против кога је у току кривични поступак или је правоснажно осуђивано за кривично дело за које се гони по службеној дужности, као ни лице за које постоје основи сумње да је припадник организоване криминалне групе. Мера траје годину дана, а из оправданих разлога се може продужити највише за шест месеци. Ради заштите идентитета прикривеног иследника, надлежни органи могу изменити податке у бази података, као и издати личне исправе са измењеним подацима. Ови подаци представљају службену тајну. Прикривени иследник може на основу наредбе истражног судије употребити техничка средства за снимање разговора, односно средства за фотографисање или звучно и видео-снимање. Прикривени иследник се под шифром или псеудонимом може изузетно испитати у кривичном поступку као сведок. Судска одлука се не може заснивати само на исказу прикривеног иследника;
- јавни тужилац може суду предложити да се уз одређене погодности као сведок испита припадник организоване криминалне групе, који

је признао да јој припада, против кога се води кривични поступак за кривично дело из главе XXIXa Законика о кривичном поступку, под условом да је у потпуности признао извршење кривичног дела, и ако је значај његовог исказа за откривање, доказивање или спречавање других кривичних дела организоване криминалне групе претежнији од последица кривичног дела које је учинио. То лице се назива сведоком сарадником. Сведок сарадник не може бити лице за које постоји основана сумња да је организатор групе. Приликом испитивања сведока сарадника јавност је искључена. Сведоку сараднику који је суду дао исказ у складу са законом одређеним обавезама, утврђује се минимална казна прописана Кривичним закоником за кривично дело које је признао и за које је у поступку доказано да га је починио, а затим се тако утврђена казна изриче умањена за једну половину, с тим што не може бити мања од 30 дана затвора. Ако сведок сарадник не поступи у складу са обавезама, јавни тужилац наставља кривично гоњење, а суд укида решење о давању статуса сведока сарадника.

Законик о кривичном поступку садржи и одредбе о заштићеном сведоку. Наиме, у току редовног кривичног поступка, приликом испитивања сведока, могу се појавити околности које указују на то да би сведоку или њему блиским лицима јавним сведочењем могли да буду угрожени живот, тело, здравље, слобода или имовина већег обима, а нарочито када се ради о кривичним делима организованог криминала, корупције и другим изузетно тешким кривичним делима. Суд може решењем одобрити да се сведоку обезбеде мере посебне заштите које обухватају испитивање сведока, под условима и на начин који обезбеђују да се не открије његова истовестност и мере физичког обезбеђења сведока у току поступка. Испитивање заштићеног сведока може се обавити на један или више следећих начина: искључењем јавности са главног претреса, прикривањем изгледа сведока и сведочењем из посебне просторије, уз промену гласа и лика сведока посредством техничких уређаја за пренос звука и слике. Податке о истовестности сведока и њему блиских лица истражни судија, односно веће затвориће у посебан омот, запечатити и предати на чување јединици за заштиту сведока. Пресуда се не може заснивати само на изјави заштићеног сведока.

Ефикасна борба против организованог криминала, поред усвајања адекватних законских прописа, подразумева и доношење подзаконских аката којима се на свој начин уређује ова материја.

Влада Републике Србије усвојила је 2008. године Уредбу о изменама и допунама Уредбе о продаји капитала и имовине јавном аукцијом¹⁰, којом се забрањује да на аукцијама учествују:

- физичка лица која су осуђивана за кривична дела или против којих је ступила на правну снагу оптужница за кривична дела,
- привредна друштва у којем су наведена лица, контролни чланови или контролни акционари.

Реч је о кривичним делима против живота и тела, кривичним делима против имовине, кривичним делима против привреде и кривичним делима против службене дужности, кривичним делима против здравља људи и кривичним делима против јавног реда и мира, за која је запређена казна затвора од пет година или тежа казна. Имајући у виду тему којом се овај рад бави, акценат се ставља на кривична дела против имовине, кривична дела против привреде и кривична дела против службене дужности.

Веома озбиљне критике упућене су забрани ретроактивне примене Уредбе, али и времену њеног усвајања, јер је сасвим јасно да је много раније требало спречити легализовање незаконито стеченог новца. Може се закључити да су десетине милиона евра пре доношења Уредбе успешна опране кроз процес приватизације.

Уредбом је одређено да је куповина друштвених фирми забрањена не само особама осуђиваним за кривична дела, него и онима против којих се води кривични поступак због сумње да су починила кривична дела. У другом случају, кривични поступак још је у току и самим тим још нема правоснажне пресуде о кривичној одговорности одређене особе, па је сасвим јасно да јој се забрањује учешће у процесу приватизације само на основу претпоставке да је кривично дело учињено. Чланом 3. Законика о кривичном поступку одређено је да се свако сматра невиним, док се његова кривица не утврди правоснажном одлуком надлежног суда. Имајући у виду да се одређеној особи забрањује учешће у процесу приватизације на основу сумње да је починила одређено кривично дело и да самим тим претпоставка о невиности није узета у обзир, поставља се питање оправданости примене ин-

ститута законске претпоставке кривичне одговорности лица.

Такође, питање је колико је примена ове законске претпоставке у супротности са људским правима. Релевантне одредбе Европске конвенције о заштити људских права и основних слобода¹¹ (члан 6. став 1. и 2) и Додатних протокола уз Конвенцију, у овом смислу су: право на фер суђење, претпоставка невиности и заштита имовине.

Европски суд за људска права у Стразбуру донео је више пресуда које се односе на ове чланове Конвенције. Суд је применио законску претпоставку о незаконитом пореклу имовине у случају "Филипс против Велике Британије"¹². Међутим, законска претпоставка није примењена да би се омогућило да суд закључи да је Филипс крив за извршење кривичног дела¹³, већ да се омогући националном суду да процени износ који ће бити утврђен у налогу за одузимање.¹⁴

У складу са овим, могло би се закључити да би се могла применити и законска претпоставка о одговорности починиоца за кривично дело, али не у смислу окривљивања пре доношења правоснажне судске одлуке, већ и смислу одлучног спречавања да се незаконито стечени новац инфилтрира и легализује. Ово би се могло схватити као још једна мера у циљу ефикасног сузбијања организованог криминала и прања новца, као активности која кроз легализовање незаконите добити даје смисао криминалним делатностима.

Закључак

Прање новца никада не представља проблем само једне државе. То је најчешће мултинационални проблем. Размена информација, међудржавна сарадња, формирање државних црних листи фантомских фирми, перача новца, криминалаца, припадника организованог криминала, припадника терористичких организација и њихова размена са другим државама и релевантним организацијама представља почетни корак у тешкој и мукотрпној борби за спречавање прања новца. Држава мора бити спремна да се

10) Уредба о продаји капитала и имовине јавном аукцијом („Службени гласник РС“, број 52/05, 91/07 и 96/08)

11) European Convention on Human Rights – ECHR (formally - Convention for the Protection of Human Rights and Fundamental Freedoms), Council of Europe, Rome, Italy, 1950

12) Пресуда од 5. јула 2001. године. Оценио је да је Филипс стекао имовинску корист од трговине дрогом у износу од 91.400 фунти и наложио му да плати наведени износ. Извор: Case: ECHR Philips v. The United Kingdom, 2001-VII; Summary: <http://sim.law.uu.nl/sim/caselaw/Hof.nsf/233813e697620022c1256864005232b7/5cb78648ec792bdbc1256a810029379e?OpenDocument> (27.10.2012)

13) Он је у судском поступку осуђен на девет година затвора због кривичног дела трговине дрогом.

14) Прање новца, www.management.org.yu (27.10.2007)

ухвати у коштац са тим проблемом, јер је с постојањем “правог новца” скопчано његово “прање” као начин легализације.

Организована борба против свих облика криминала, укључујући и прање новца, представља дужност са којом се суочава и наша земља. Република Србија, као земља високог ризика, на свом путу ка Европској заједници, мора да испуни строге критеријуме у области борбе против правог новца, усаглашавајући своје законодавство са ЕУ.

Комитет Савета Европе за борбу против корупције GRECO, у последњем евалуационом извештају о Србији, препоручио је да се уз велику пажњу и у континуитету преиспитује дијапазон организација дужних да пријаве сумњиве трансакције, да се унапреди ниво обуке, како би се постигла боља обавештеност о обавези пријављивања сумњивих трансакција и пратио напредак у том смислу.

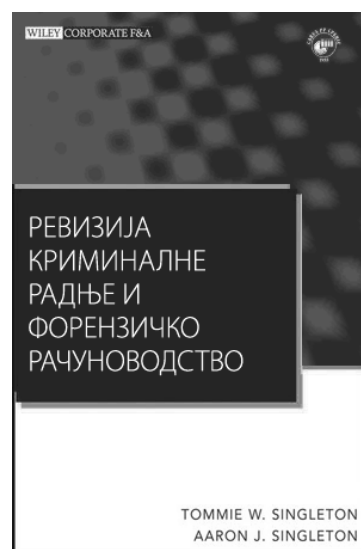
Литература:

1. European Convention on Human Rights – ECHR (formally - Convention for the Protection of Human Rights and Fundamental Freedoms), Council of Europe, Rome, Italy, 1950
2. Закон о спречавању прања новца Републике Србије („Службени лист СРЈ”, бр. 53/2001. и „Службени гласник РС”, бр. 62/2006)
3. Закон о спречавању прања новца и финансирања тероризма („Службени гласник РС”, број 20/09)
4. Законик о кривичном поступку („Сл. лист СРЈ”, бр. 70/01 и 68/02 и „Сл. гласник РС”, бр. 58/04, 85/05, 115/05, 85/05 – др. закон, 49/07, 20/09 – др. закон и 72/09)
5. Кривични законик („Службени гласник РС”, број 85/05, 88/05, 107/05, 72/09)
6. Маслеша, Р.: „Теорије и системи сигурности”, Магистрат, Сарајево, 2001.
7. Прање новца, www.24x7.co.yu (03.03.2007.)
8. Прање новца, www.management.org.yu (27.10.2007)
9. Уредба о продаји капитала и имовине јавном аукцијом („Службени гласник РС”, број 52/05, 91/07 и 96/08)
10. Case: ECHR Philips v. The United Kingdom, 2001-VII; Summary:
<http://sim.law.uu.nl/sim/caselaw/Hof.nsf/233813e697620022c1256864005232b7/5cb78648ec792bdbc1256a810029379e?OpenDocument> (27.10.2012)
11. *Convention on Laundering, Search, Seizure and Confiscation of the proceeds from Crime*, Council of Europe, Treaties and Reports, Strasbourg, 1991
12. *Council of Europe Convention on Laundering, Search, Seizure and Confiscation of the Proceeds from Crime and on the Financing of Terrorism*, Warsaw, 16.05.2005.

Ревизија криминалне радње и форензичко рачуноводство

Ово ауторитативно, ажурно издање помаже ревизорима, истражитељима, корпоративним адвокатима и рачуновођама да идентификују знаке финансијске преваре и успешно их истраже. Ово ново издање ће вам омогућити да:

- препознати карактеристике организација у којима постоји могућност настанка криминалне радње
- Применом најновијих техника благовремено откријете и спречите криминалну радњу
- спроведете ефикасно, систематско истраживање криминалне радње
- Користите најновије методе за документовање криминалних радњи и припрему доказа за судски процес, и још много тога



Гордана
ЈЕВЉОВИЋ,
мастер екон.*

Фискална консолидација – могућности, дилеме и изазови са освртом на Србију

Резиме

До пре само неколико година опсесивна тема научне и стручне јавности сводила се на питање да ли је снижавање пореза или повећање јавне потрошње бољи рецепт за стимулисање посрнуле економије. Данас, у контексту крхког опоравка, дебата је изврнута наглавачке. Питање над питањима сада се односи на начин на који фискални инструменти могу да се искористе за обуздавање забрињавајуће високих нивоа фискалних дефицита и јавног дуга. Да ли је у ту сврху боље повећати порезе или редуковати расходну страну буџета? Да ли фискална консолидација увек води рецесији? Да ли се фискално прилагођавање одлаже због тога што је политички непопуларно? Ово су само нека од питања која представљају предмет истраживања у првом делу овог рада. У наставку рада пажња аутора се преусмерава на ситуацију у домицилном фискалном систему. Анализирају се могућности, ограничења и изазови фискалне консолидације у Србији, указује се на парадокс актуелног решења и изводе смернице за будуће фискалне кораке.

Кључне речи: фискална консолидација, јавни дуг, порези, јавна потрошња, Србија.

Увод

Светска економска криза, догађај који заокупио пажњу свих људи на планети, успорила је економски раст, глобалне финансијске и трговинске токове; њом је доведено у питање слободно тржиште као основа савремене економије, она је пољуљала поверење у међународни финансијски систем и створила бројне изазове за будућност. У фискалном контексту највећи међу тим изазовима потичу од погоршања бонитета јавних финансија без преседана по размерама и географском домету.

Предмет овог рада је феномен фискалне консолидације као својеврсне терапије за ланац нагомиланих дугова који прети да постане нова бомба глобалне економије. Циљ је сагледавање свих димензија наведеног феномена, али и разумевање његове суштине са свим припадајућим специфичностима и модалитетима. Аналитичким приказом уважавају се есенцијалне карактеристике сваког појединачног аспекта, а закључци који проистичу су транспарентнији и имају већи практичан значај. Коначно, у последњој тачки овог рада пажња је усмерена на питање фискалне консолидације у Србији, на могућнос-

*) Докторант на Економском факултету Суботица

ти, ограничења и изазове који нас чекају на том средњорочном фискалном пројекту, али и на актуелне економско-политичке акције које су први корак на том путу.

1. Теоријске и емпиријске детерминанте фискалне консолидације и преглед емпиријске литературе

Током претходне четири године креатори економске политике деловали су одлучно на националном и интернационалном плану како би спречили сваки дубљи економски понор. Ипак, њихов посао је далеко од завршеног. Стабилизационе акције на фискалном фронту опустошиле су јавне финансије широм света. Јавни дуг представља веома емоционалну и бремениту тему широм света. Као и увек, држава је била и решење и проблем.

Данас, када буџетски дефицити и јавни дуг прете неодрживим нивоима, фискална консолидација је кључна реч. Најопштије дефинисано, фискална консолидација је политика усмерена на редукацију буџетских дефицита и јавног дуга. Нешто конкретније, може се рећи да је то заправо маневар фискалне политике оличен у познатим рестриктивним мерама - снижавању јавних расхода и расту пореза, симултано или алтернативно. За потребе емпиријских истраживања фискална консолидација се дефинише још прецизније. У том смислу, најчешће се периодом фискалног прилагођавања сматра онај у коме је напредак у погледу буџетског салда у одређеном временском периоду довољно велик (критеријум величине) или онај у коме је период континуираног побољшања буџетског салда довољно дуг (критеријум истрајности).

Међу ауторима који проучавају ову област не постоји сагласност у вези са тим који од наведене два критеријума је релевантнији, односно који боље одсликава природу феномена фискалне консолидације. Ипак, неоспорна је чињеница да број епизода фискалне консолидације који ће бити идентификован из одређене временске серије података у великој мери зависи од критеријума према коме се оне дефинишу. На пример, једна студија Европске комисије (Giudice et al., 2003) је користећи узорак од 14 земаља чланица ЕУ у периоду 1970-2002. године идентификовала 49 епизода фискалне консолидације према критеријуму величине, односно према критеријуму истрајности знатно више, чак 74. Студија иде и корак даље и израчунава индекс корелације између фискалних консолидација „по величини” и фискалних консолидација „по истрајнос-

ти” и закључује да је његова вредност позитивна, али веома ниска (0,33).

Прелазећи накратко са теоријских разматрања на терен економске историје, битно је истаћи да ово није први пут да се свет суочава са изазовима консолидације јавних финансија. Потребна за фискалном консолидацијом јављала се неколико пута током претходног века, а две нарочито драматичне епизоде биле су након Првог и Другог светског рата. Како наводи Алесина (Alesina, 2010) у првом случају висока инфлација (понегде чак и хиперинфлација) у великој мери је обезвредила дугове, водећи стабилизацији јавних финансија без непопуларног фискалног затезања. Разуме се, трошак оваквог прилагођавања огледао се у негативним последицама инфлације по благостање осталих субјеката тадашњег економског живота. Искуство након Другог светског рата било је много мање болно. Ниво дуга према БДП-у, у овом случају, вратио се у безбедну зону захваљујући брзом и стабилном економском расту.

Међутим, искуства и поуке које се могу извући из наведене две епизоде фискалне консолидације нису нам данас од велике помоћи. Пре свега, стратегија инфлаторног обезвређивања дуга ни у ком случају није опција, будући да сада сасвим поуздано знамо да би трошкови таквог прилагођавања у великој мери надмашили користи. Са друге стране, брз и одржив економски раст према највећем броју релевантних прогноза није ни на видуку. Дакле, јавни дуг неће престати да расте без предузимања конкретних, поузданих и обухватних мера дискреционе фискалне политике. Ипак, стиче се утисак да се оне, у великом броју земаља, међу које свакако спада и Србија, непотребно одлажу. Са сваким одлагањем јавни дуг као проблем поприма све веће размене, а последично расту и опсег и величина мера које ће у крајњој инстанци бити потребне за његово решавање. Што се дуже одлажу, процеси прилагођавања постају болнији и подразумевају далеко веће жртве, често и до саме границе социјалне издржљивости.

Феномен одлагања фискалног прилагођавања, међутим, није нов у економској теорији, а прецизно су идентификовани и његови узроци. Наиме, традиционална политичка економија фискалне консолидације базира се на неким дубоко укоревеним парадигмама које у великој мери блокирају њену примену, чак и када је преко потребна. Алесина (Alesina, 2010) је врло децидан у ставу да се у овом контексту пре свега ради о уверењу да фискалне мере за редукацију дефицита и јавног дуга воде у рецесију, чиме се

заједно са директним политичким трошковима подизања пореза или резова јавне потрошње стварају значајне негативне вибрације за политичку елиту на власти. Стога он фискалну консолидацију види као стратегију која за њега значи само једно - пораз на наредним изборима. Уверење да ће их свако фискално затезање коштати привилегија останка на власти наводи политичаре, који делују у правцу максимизовања сопствених интереса, да непопуларне мере што дуже одлажу. Штавише, они су понекад склони да чак и при веома критичним нивоима јавног дуга и даље повећавају његов главни генератор - буџетски дефицит, а све са циљем придобијања политичких поена. Нерационално, прекомерно задуживање води дужничкој кризи и банкроту државе. Интуитивно, то је свима јасно. Ипак, често се негира, запоставља и потцењује.¹

У духу традиционалног схватања могло би се рећи да нас чека црна будућност. Тај смртно опасан сценарио, са једне стране подразумевао би да фискално неодговорни креатори економске политике одлажу неопходна прилагођавања све до тренутка у којем постаје касно да се било шта и предузме, док би се, са друге стране, фискално одговорни политичари који би благовремено предузели непопуларне мере суочили са губитком власти. Из зачараног круга који би се на описани начин створио било би веома тешко изаћи. Срећом, бројне савремене студије не само да су наведене дубоко укорењене постулате традиционалне теорије довеле у питање, већ су бројним емпиријским истраживањима доказале њихову нетачност.

На питање да ли мере фискалне консолидације увек воде ка контракцији агрегатне тражње и реалног дохотка, односно у рецесију, одговор је - не². Ардања (Ardagna, 2004), на пример, наводи неколико међусобно неискључујућих објашњења за овакву тврдњу. Према првом, фискално прилагођавање може имати експанзиван ефекат, чак и у веома кратком року, уколико економски агенти очекују да фискално стезање води стабилизацији јавних финансија и решењу проблема високог јавног дуга, односно да фискална консолидација данас уклања потребу за већим, можда значајно рестриктивнијим прилагођава-

њем у будућности. На тај начин, уклањањем опасности од оштријих и скупљих фискалних мера у будућности, јавља се позитиван ефекат на благостање агената. Уколико је овај раст благостања довољно снажан, негативан ефекат нижег расположивог дохотка (услед виших пореза или нижих трансфера) може бити неутрализован, па чак и надјачан.

Додатни канал кроз који фискална политика може да утиче на унапређење економије, а у вези је са очекивањима њених агената, односи се на каматну стопу. Наиме, уколико агенти верују да мере фискалне стабилизације имају кредибилитет³ и да се њиховом имплементацијом избегава најгора могућност - банкрот државе, односно уколико процене да се ризици неликвидности и несолвентности након фискалне консолидације смањују, могу тражити ниже премије на државне обвезнице. Уколико ово снижавање каматне стопе на тржишту државних хартија од вредности доведе до редукције каматних стопа и за остале економске агенте, појединце и предузећа, њихова тражња и потрошња се повећава, што свакако води експанзији привреде.

Још један трансмисиони механизам путем којег фискална консолидација може имати експанзивни ефекат манифестује се на тржишту рада. Овај канал, за разлику од претходних, уводи у анализу тематику која ће бити предмет подробнијег разматрања у наставку овог рада, а односи се на структуру мера фискалне консолидације. Наиме, у контексту ефеката фискалних мера на тржишту рада, од суштинске је важности нагласити да су резони на расходној страни буџета супериорније средство за консолидацију јавних финансија од алтернативе оличене у повећавању пореза. Према Силвији Ардања (Ardagna, 2004) разлози се огледају у следећем. Раст пореза снижава расположиви доходак појединаца након пореза (нето зарада). Надаље, уколико је доходак пре пореза (брutto зарада) непромењен, ефекат на благостање је дефинитивно негативан. Ово може навести раднике да се удруже и путем синдиката, изврше притисак на раст бруто зараде. Уколико је преговарачка моћ синдиката на високом нивоу захтеви радника ће бити испуњени. Нова равнотежа на тржишту

- 1) Занимљива је аналогија са „одласком у скуп ресторан и наручивањем свега са јеловника у убеђењу да ћете, када рачун дође, ви бити мртви“ (Rosen, Gejer, 2009, стр. 510).
- 2) У литератури се наводи податак да су још пре више од две деценије Ђаваци и Пагано (*Giavazzi i Pagano*) били први који су доказали да фискална прилагођавања која редукују дефицит и дуг могу да имају експанзиони ефекат. Разматрани случајеви „експанзионих контракција“, како их називају, односе се на Данску и Ирску, оба из средине осамдесетих година прошлог века. Опширније у односном раду: *Giavazzi, Pagano* (1990).
- 3) Неки аутори наглашавају да се кредибилитет фискалних консолидација најчешће повезује са њиховом величином - за мале корекције у буџету се верује да су кратког даха док свако веће фискално прилагођавање (нпр. мерено у проценту од БДП-а) има и већи кредибилитет. Опширније о томе видети: *Giudice et al.* (2003), стр. 4.

рада ће се формирати на вишем нивоу зараде, што у даљем развоју догађаја, значи нижи ниво агрегатне запослености са свим негативним последицама по економски раст. Међутим, уколико се фискална консолидација остварује мерама на расходној страни буџета сценарио је битно различит. Снижавање зарада и броја запослених у јавном сектору, али и компензација за незапослене релаксира притиске на тржишту рада и слаби преговарачку моћ синдиката. Заправо, смањивање броја запослених у јавном сектору, са аспекта појединца, повећава вероватноћу да постане незапослен, док снижавање накнада за незапослене повећава његов трошак уколико се то и деси. На тај начин, смањује се притисак на раст равнотежне зараде, што је свакако једна од компоненти амбијента повољног за економски раст.

На крају приче о могућностима експанзивне фискалне консолидације, иако је теорија врло прецизна на папиру, од есенцијалне је важности нагласити да је приликом извођења коначне речи о ефектима фискалне политике у практичном економско-политичком смислу, потребно узети у обзир и шта се дешава са монетарном политиком. Заправо, чак и у класичном IS-LM моделу (којим се графички приказује Кејнзов модел макроекономије), фискална контракција може бити експанзивна, уколико је пропраћена довољно релаксираном монетарном политиком и *vice versa*, сваки експанзивни ефекат фискалне политике може бити неутрализован довољно чврстом монетарном политиком. Ово је још један од аргумената за непоколебљив став да само координација и синхронизација мера фискалне и монетарне политике представља исправан пут у правцу макроекономске стабилизације.

Када је реч о политичким последицама фискалне консолидације, истраживања (нпр. Alesina et al., 1998) нису потврдила дубоко укорењену парадигму да политичари који одлучно и благовремено спроведу мере фискалног прилагођавања касније губе популарност и консеквентно - изборе. Ипак, Брендер и Дразен (Brender, Drazen, 2005) наводе да је то у извесном смислу могуће у тзв. новим демократијама где су бирачи у економском смислу неискусни или једноставно немају потребне информације на основу којих би могли да примете фискалне манипулације. За разлику од тога, у стабилним демократским друштвима изборе губе управо политичари који покушавају да манипулишу фискалним алатима

како би били поново изабрани. Дакле, у односу на устаљену парадигму тачно је управо супротно - политичари који су спремни да прогутају горку пилулу и одлучно примене мере за редукацију дефицита и дуга могу да очекују да на изборима неће бити кажњени, већ награђени. Интересантно је ипак навести да највећи број фискалних консолидација често отпочиње након избора, убрзо након што Влада добије мандат, а када су нови избори далеко у будућности.

Фискална консолидација, као што је већ наведено на самом почетку ове тачке, подразумева мере на расходној страни буџета, али и мере пореске политике. Програми великих фискалних консолидација најчешће захтевају прилагођавања и једне и друге врсте. Ипак, у економској литератури постепено се издиференцирао став да су мере на расходној страни буџета (резови јавне потрошње) супериорније средство у односу на алтернативу - повећавање пореза. Један нарочито снажан аргумент у прилог ставу о супериорности резова јавне потрошње је у томе што су они најчешће пропраћени повећавањем ефикасности јавног сектора док се раст пореза најчешће тумачи као сигнал недовољне решености да се предузму било какве структурне реформе (Barrios et al., 2010). Овај став потврђен је бројним емпиријским истраживањима заснованим на епизодама фискалне консолидације током економске историје. Иако је неоспорно да је данашња ситуација по много чему специфична, искуства која се добијају пажљивим анализирањем историјских временских серија могу бити веома драгоцене.

Према резултатима до којих су дошли Алесина и Ардања (Alesina, Ardagna, 2009) у оквиру групе земаља чланица ОЕЦД-а, у периоду 1970-2007. може се идентификовати 107 епизода великих фискалних консолидација које су дефинисане као периоди у којима се циклично прилагођени примарни буџетски салдо⁴ побољшао за најмање 1,5% БДП-а. Ово је свакако веома захтеван критеријум који у принципу узима у обзир само периоде тзв. шок терапије, а елиминира периоде малих и постепених прилагођавања. Од идентификованих 107 епизода највећи број је трајао годину дана док је само једна (случај Данске 1983-1986) трајала четири узастопне године. Исти аутори користили су наведени узорак како би утврдили карактеристике успешних фискалних консолидација, као и оних које су имале експанзивни ефекат на привреду. Резултати су не-

4) Примарни буџетски салдо за разлику од укупног буџетског салда не узима у обзир трошкове камата на јавни дуг. Ослањање на овај индикатор у емпиријским истраживањима одраз је настојања да се из анализе елиминира утицај монетарног феномена - каматне стопе, односно да у највећој могућој мери фокус буде на фискалним варијаблима.

двосмислено указали да смањење јавне потрошње много ефикасније делује на редукцију јавног дуга од повећања пореза. Истовремено, фискална консолидација која се највећим делом базира на реформама расходне стране буџета, најчешће води експанзији а не рецесији привреде. Слика бр. 1 приказује конкретне резултате ове студије.

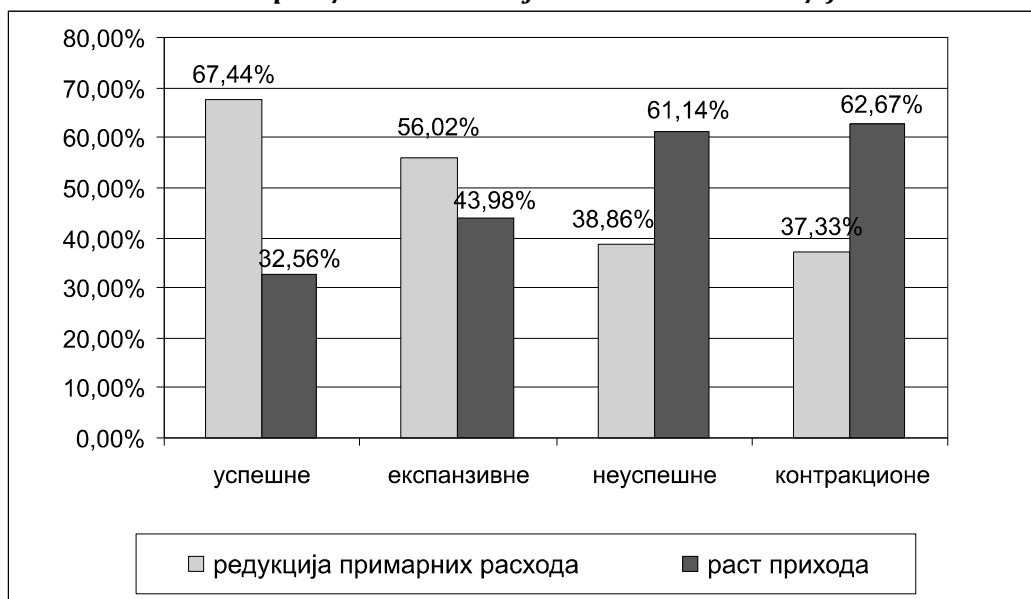
Сваки пар колона са Сlike бр. 1. представља структуру програма фискалне консолидације за сваку од четири групе (успешне, неуспешне, експанзивне и контракционе) односно показује који проценат прилагођавања је остварен са расходне стране, снижавањем примарних јавних расхода (дакле, без трошкова камата), а који проценат долази од раста пореза односно прилагођавања на приходној страни буџета. Према презентованим резултатима супериорност расходних мера је недвосмислена. Конкретно, у случају успешних епизода, просечно 67% прилагођавања било је на расходној страни, док је у случају епизода фискалних консолидација које су имале експанзивни ефекат на привреду, тај проценат 56%. Са друге стране, за неуспешне епизоде фискалне консолидације карактеристично је да су се у највећој мери (61%) базирале на расту пореза слично као и оне које за последицу имале контракцију привредне активности (62%).

Иста фискална логика важи и у оквиру ЕУ. Фискална консолидација може имати експанзивни ефекат на привреду. Штавише, таква је била чак половина епизода идентификованих у оквиру већ поменути студије Европске комисије

(Giudice et al., 2003). Такође, и у овом случају, епизоде фискалне консолидације које су се у већој мери заснивале на расходним мерама биле су чешће експанзивне али и успешне.

Ипак, иако су резони јавне потрошње ефикаснији инструмент за редукцију буџетских дефицита и јавног дуга, у случају веома великих фискалних консолидација једноставно није могуће цео терет прилагођавања пребацити на расходну страну буџета. Другим речима, то значи да ће програми фискалних консолидација који предстоји великом броју држава у блиској будућности, често садржати и мере које тангирају приходну страну буџета. Међутим, у овом смислу потребне су нарочито опрезне и промишљене акције. Наиме, опште је познато да порези изазивају различите дисторзије у понашању економских агената, које могу да буду штетне по дугорочни економски раст. Ипак, неки порески облици у дисторзивном учинку предњаче. Економска литература (нпр. Johansson et al., 2008; Prammer, 2011, etc) је недвосмислена у ставу да хијерархија пореза према њиховом утицају на економски раст почиње са порезима на имовину као најсупериорнијим пореским обликом, наставља се порезима на потрошњу, а завршава са порезима на доходак и порезима на добит као пореским облицима који изазивају највише дисторзија штетних по економски раст. У овом смислу, уколико желимо да мислимо изван актуелних оквира, да спроводимо реформе у садашњости али са погледом у будућност, неопходно по-

Слика бр. 1 - Успешне versus неуспешне и експанзивне versus контракционе епизоде фискалне консолидације



Извор: Alesina (2010), стр. 6.

већање пореза потребно је извести на начин да се истим потезом промени и њихова структура.

Дакле, уколико порези већ морају да расту, нека расту они облици који су најмања кочница дугорочном економском расту. Звучи заиста једноставно. Ипак, постоји читав низ проблема који се јављају приликом покушаја имплементације наведене идеје у пракси. Пре свега, порези на имовину, чије би повећање теоријски најмање штетило дугорочном економском расту, често се налазе у ингеренцији нижих нивоа власти, док је структурни фискални дефицит лоциран на централном нивоу, те би овај приступ захтевао измену система финансирања локалних самоуправа. Истовремено, порези на имовину веома скромно учествују у централним буџетима, те се њиховим повећањем не би много постигло. У овом смислу, порези на потрошњу су боља опција, међутим и њихово евентуално повећавање има својих недостатака, о којима ће више бити речено у оквиру следеће тачке.

2. Фискална консолидација у Србији

Драматичан пораст домицилног јавног дуга догодио се симултано са преливањем светске економске кризе не привреду Србије. Ипак, погрешно би било закључити да је све зло у овом погледу дошло екстерно, независно од домаће економске политике. Напротив, према проценама Фискалног савета Републике Србије (2012), чак и независно од текуће кризе, дакле чак и у случају нормалног привредног раста, Србија би и даље бележила фискални дефицит (тзв. структурни дефицит) као последицу неусклађености јавних прихода и јавних расхода у износу од 4% до 5% БДП, а који би свакако значао и високе нивое јавног дуга. Ово је заправо главни показатељ болести јавних финансија у Србији, које су бројни таласи преливања светске економске кризе на домицилну економију само продубили. Уједно, ово је добар индикатор неопходне величине „фискалног реза“. Међутим, у овом контексту нема лаких и пријатних решења. Прилагођавање ће бити болно, невезано за то одакле се крене. У коначном исходу, међутим, ниједна страна буџета не сме бити поштеђена, будући да су за трајно оздрављење јавних финансија у Србији потребне оштре мере на расходној страни буџета, али и озбиљна пореска реформа.

У годинама иза нас јавна потрошња у Србији необуздано је расла. Како наводи Маџар (2008), овакво наслеђе у великој мери резултат је све већег броја актера на домицилној економско-по-

литичкој сцени који се, свако са својим себичним, парцијалним интересом, укључују у буџетски процес и имају претензије на ограничену количину финансијских средстава. Међутим, од нездраве надутости јавне потрошње можда је опаснија једна друга њена карактеристика – крајње неугодно искривљена структура у смислу превеликог учешћа текућих издатака, а премало расхода за инфраструктуру. Будући да су размере наведеног проблема неоспорно попримиле опасне димензије, није тешко закључити да би било целисходно управо у овом сегменту јавних финансија тражити прве кандидате за рационализацију и реформе.

Редефинисање расходне стране буџета, дакле, недвосмислено би требало да буде окосница фискалне консолидације у Србији. Међутим, обуздавање текуће јавне потрошње веома је деликатан и нимало лаган задатак. Бројна су ограничења и још бројнији изазови који се могу јавити на овом путу.

Пре свега, ограничења проистичу из чињенице да су текући јавни расходи буџетска категорија која испољава веома високу нееластичност на снижавање. То се донекле и може разумети уколико се размотри њена структура у којој махом учествују расходи за зараде запослених у јавном сектору, затим пензије, субвенције за пољопривреду, државне интервенције у привреди, социјална помоћ за сиромашне, незапослене и др. По свој прилици, уколико се жели трајно оздрављење јавних финансија, све наведене категорије морале би да поднесу терет прилагођавања, што је посебно социјално непопуларно, те захтева ванредну политичку одважност још један ресурс који је у Србији значајно оскудан.

Наравно, пре самог отпочињања оштрих фискалних резова, од суштинске је важности поставити прецизне, конкретне и рационалне критеријуме за реформе, што само по себи захтева велики труд и посвећеност. Евентуално прибегавање рутинским решењима оличеним у неком виду линеарних мера свакако би имало за последицу контрапродуктиван исход.

Додатно, потребно је водити рачуна да се са фискалним резovima не оде предалеко, будући да свако прекомерно снижавање јавних расхода може донети више штете (пад нивоа и квалитета јавних услуга) него користи (финансијске уштеде настале реформом). У јавним, па чак и стручним, расправама ова реална опасност се готово у потпуности игнорише, иако су случајеви у којима би смањење јавних расхода могло да има за последицу веће друштвене штете од користи

бројни. Према Арсићу и сарадницима (Arsić et al., 2010, стр. 18), само неки од примера су:

- смањење броја запослених у Пореској управи или значајно смањење реалне вредности њихових плата може да доведе до њиховог мањег залагања и раста сиве економије;
- смањење броја запослених и реалног нивоа плата у јавном здравству може да доведе до одлива најспособнијих кадрова у приватни сектор, а тиме и до смањења квалитета услуга, као и до преваљивања дела трошкова на кориснике здравствених услуга;
- смањење квалитета услуга у јавном образовању које може да настане због недовољног броја наставника, недовољног улагања у њихово усавршавање и у модерну опрему, трајно би смањило конкурентску способност земље;
- смањење субвенција за пољопривреду може да има за последицу пад пољопривредне производње и смањење извоза;
- смањење броја полицајаца може да утиче на смањење безбедности, а у истом смеру може да делује и смањење реалних плата полицајаца или њихова лоша опремљеност;
- смањење броја чиновника или смањење реалне вредности њихових зарада може да утиче на пад квалитета регулативе коју доноси, продужење рока за добијање решења, чекања у редовима, раст корупције и сл.

Из наведеног недвосмислено проистиче закључак да мере у оквиру расходне стране буџета треба да буду окосница фискалне консолидације у Србији, али да се на њих не може и не сме пребацивати сав терет прилагођавања. Неоспорно, потребно је адекватно редефинисати и приходну страну државног буџета. Нема велике дилеме о типу пореза који је у економско-теоријском смислу оптималан кандидат за повећање. Наиме, чак и летимичан поглед на ефективне стопе појединих пореских облика, као и на дистрибуцију њиховог учешћа у буџету Србије, води закључку да је једини порески облик чије повећање може да финансира велики јаз између приходне и расходне стране буџета – порез на додату вредност. При том, битно је нагласити да овај, социјално веома непопуларан порески облик, већ одиграо значајну улогу приликом првих покушаја консолидације јавних финансија и у Европској унији.

Тако је, на пример, у периоду 2009-2011. године 13 од 27 држава чланица ЕУ подигло је стандардне стопе ПДВ-а, док се у раздобљу 2006-2008. године то догодило само једном (De Mooij, Keen, 2012). Штавише, од наведених 13 повећања која су се недавно догодила, нека су била заиста дра-

матична (случај Грчке и Ирске, на пример, који су стандардне стопе повећали за 4 и 3 процентна поена респективно, односно на 23%). Евидентно – наступила су тешка времена за ПДВ.

Када је реч о пореској страни буџета, занимљиво је осврнути се на специфичан правац могуће реформе, који се у последње време наглашено помиње у научној и стручној јавности – тзв. *фискалну девалвацију*. Ово је уједно и препорука ММФ-а, како за Србију, тако и за друге земље које се суочавају са сличним изазовима у сегменту јавних финансија. У најкраћим цртама, фискална девалвација подразумева снижавање пореског оптерећења зарада и повећавање потрошних пореза, пре свега ПДВ-а. Размотримо укратко разлоге *pro et contra* дотичне пореске реформе (опширније погледати нпр.: Farhi et al., 2011. као и De Mooij, Keen, 2012).

Пре свега, ниже пореско оптерећење рада свакако би повољно утицало на запосленост односно негативно на стопу незапослености. Изгледно је такође да би се и евазија пореза оваквом реформом донекле смањила, будући да искуства углавном указују да се ПДВ избегава мање него што се на најразличитије начине избегава опорезивање зарада. У међународном контексту, фискална девалвација води побољшању конкурентности земље у којој је примењена. Теоријски, ниже пореско оптерећење зарада снижава трошкове производње и може водити нижим ценама домаћих производа, укључујући и извоз док би, са друге стране, виши ПДВ на домаћу потрошњу, али и увоз требало да иностране производе учини мање конкурентним у односу на домаће. При том, на извоз не утиче повећање домицилне стопе ПДВ-а, будући да се ПДВ плаћа на увоз, али рефундира на извоз. Консеквентно, раст извоза и пад увоза воде побољшању биланса трговинских трансакција са иностранством. Будући да овај ефекат конвергира ефекту девалвације националне валуте, овакав облик пореске реформе се и назива фискална девалвација.

У практичном смислу питање је колико би овај аргумент био валидан за увозно зависну Србију. На страни раста извоза се свакако не би могло постигло, док је, са друге стране, могуће да би раст цена увозне робе донекле обесхрабрио увоз, односно водио куповини домаћих супституата тамо где постоје. Ипак, фискална консолидација као самостална и изолована пореска реформа није решење за проблем међународне (не)конкурентности Србије, али би могла да буде добар пратећи елемент неке свеобухватне државне стратегије за унапређење наступа

националних произвођача на међународним тржиштима.

Са друге стране, повећање ПДВ-а које би у случају овог типа пореске реформе било заиста снажно⁵, узроковало би бројне социјалне тензије, будући да потрошни порези генерално, а самим тим и ПДВ појединачно, имају једну веома непожељну карактеристику – регресивност. Ипак, став теорије је да се регресивни учинак ПДВ-а може исправити применом различитих мера од којих, чини се, мере у оквиру расходне стране буџета испољавају супериорност у односу на све друге. Бојазан је такође да повећање ПДВ-а води у инфлацију, иако је економска теорија и у вези са овим питањем недвосмислена. Увођење ПДВ-а или повећање његових стопа може да изазове једнократни скок цена уз потенцијалну опасност друге рунде ефеката у оквиру спирале цене-зараде, али ни у ком случају не може да врши дугорочан, константан притисак на ниво цена. Неоспорно, адекватном синхронизацијом и координацијом мера фискалне и монетарне политике инфлационе тензије проистекле из повећања стопа ПДВ-а свакако је могуће држати под контролом.

Коначно, потребно је истаћи да, иако је потреба за фискалном реформом још давно препозната, а смернице о могућим правцима исте већ неко време постоје, оно што тренутно гледамо на економско-политичкој сцени Србије може се окарактерисати само као веома скроман почетак средњорочног пројекта фискалног прилагођавања.

Према оценама Фискалног савета (2012), јавни дуг Србије је још крајем 2011. године премашио границу од 45% БДП-а, након чега је према актуелним законским прописима Влада била обавезна да донесе поуздан програм мера за смањење јавног дуга. Ипак, први кораци у овом погледу учињени су пуних девет месеци касније. У том временском вакууму, у коме су се креатори економске политике али и сви други актери на економско политичкој сцени Србије фокусирали на неке друге теме, јавни дуг и буџетски дефицит су необуздано расли. Прелиминарни подаци показују да је због овог неоправданог кашњења у осмишљавању и имплементацији мера фискалне консолидације таргетирани проблем попримио још опасније димензије. Конкретно, пројекције Фискалног савета (2012) указују на то да би јавни дуг Србије до краја 2012. године могао да достигне застрашујућих 60% БДП-а. Како би се

схватила сва опасност овог податка занимљиво је осврнути се на истраживање Балдација и сарадника (Baldacci et al., 2011) у којем је показано да се половина дужничких криза у земљама у развоју у периоду 1995-2010. године догодила при односу јавног дуга према БДП-у који је био нижи од 50%.

Ребаланс буџета за 2012. годину први је покушај стабилизације и консолидације јавних финансија у Србији. Међу најважнијим, конкретним мерама које је ребаланс донео на приходној страни буџета су повећање опште стопе ПДВ-а, раст акциза на гориво и цигарете, и мање измене у систему пореза на доходак грађана. Упркос препорукама научне јавности и Фискалног савета фискална девалвација није се догодила. Ипак, мере на пореској страни у основи су адекватне и обезбеђују државном буџету преко потребне додатне приходе.

Део мера на расходној страни буџета (уштеде на основу елиминисања непотребних трошкова државе, модификације индексирања пензија и зарада у јавном сектору, утврђивање максималне зараде у јавном сектору) такође је у складу са добром фискалном праксом и заслужује позитивну оцену. Међутим, како се наводи у извештају Фискалног савета (2012б) други скуп мера на расходној страни буџета (*inter alia* нарочито раскалашан систем субвенција и социјално популаран, али скуп програм „тринаеста пензија“) смањују кредибилност програма фискалног прилагођавања и чини да у коначном салду повећање расхода које је донео ребаланс (25 млрд. динара) превазиђе раст који исти ребаланс доноси на приходној страни (20 млрд. динара). Дакле, донекле парадоксално, ребаланс који је прокламован као програм фискалне консолидације за смањење јавног дефицита и дуга фактички сам у себи садржи дефицит. Конкретно, „дефицит републичког буџета у 2012. години без ребаланса износио је око 197 милијарди динара. Ребалансом се, међутим, предвиђа додатно повећање дефицита на 203 милијарде динара“ (Фискални савет, 2012, стр. 27).

У духу претходних констатација евидентно је да пројекат фискалне консолидације у Србији скорашњим потезима Владе ни у ком случају није завршен. Штавише, тачно је управо супротно – налази се тек на почетку. Посебно деликатно питање остаје конкретно и прецизно обликовање будућих фискалних мера које би оне, са једне стране, одвеле Србију нижим нивоима буџет-

5) У сценарију фискалне девалвације општа стопа ПДВ-а морала би да расте на сса. 22% али на рачун снижења стопе пореза на доходак грађана. Опширније о калкулацијама на тему параметара ове пореске реформе у Србији погледати: Фискални савет Републике Србије (2012а) стр. 25.

ског дефицита и јавног дуга, али које би, са друге стране, биле прихватљиве за све интересне групе. Ипак, чињеница је да оно што ћемо гледати у будућности пресудно зависити од тога у коликој мери се поклапају три битне ствари - идеје, интереси и људи.

Закључак

Креатори економске политике нарочито благодоклоно гледају на пореске реформе у ситуацији када стање јавних финансија дозвољава снижавање пореза или евентуално њихово реструктурирање у приходно-неутралном маниру, уз посебну заштиту осетљивих друштвених група. Нажалост, мало је земаља које су данас у тако повољној позицији. Потреба за предузимањем акција на фискалном фронту усмерених на оздрављење јавних финансија оставља веома мало простора за маневар.

У духу свега претходно реченог, није тешко закључити да се и Србија данас налази на раскрсници. Поглед у будућност не оставља места превеликом оптимизму. Даље реформе система јавне потрошње и извора њеног напајања намећу се као императиви. Како би се кренуло правим путем, неопходно је да креатори економске политике преузму одговорност и доврше започето фискално прилагођавање. Ово би у даљем развоју догађаја требало да створи услове за привреди преко потребну монетарну релаксацију и донекле охрабри економски раст.

Свакако, будући да фискални систем импулсе за свој развој и усавршавање добија од политичког система, односно да у свим својим битним карактеристикама исти одсликава, евентуална прихватљивост сваке будуће пореске реформе биће у великој мери политички детерминисана, те је могуће да се потребно фискално прилагођавање у крајњој инстанци не изведе доследно, односно да се покуша извести половино. Уколико се, из било ког разлога, догоди овај други сценарио, краткорочно ће можда бити више социјалног мира али на дужи рок таква политика може нас коштати несразмерно више.

Литература

1. Alesina A. (2010), *Fiscal Adjustments: Lessons from Recent History*, paper prepared for ECOFIN meeting, April 2010, Madrid, Spain;
2. Alesina A., Ardagna S. (2009), *Large changes in fiscal policy: Taxes versus Spending*, National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper No. 15438;
3. Alesina A., Perotti R., Tavares J. (1998), „The Political Economy of Fiscal Adjustments“, *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 29. Issue 1. pp. 197-266;
4. Alesina A., Ardagna S. (1998), „Tales of Fiscal Adjustments“, *Economic Policy*, Vol. 13. Issue 27. pp. 489-545;
5. Ardagna S., (2007), *Determinants and Consequences of Fiscal Consolidations in OECD Countries*, Proceedings of the workshop „Achieving and Safeguarding Sound Fiscal Positions“ organised by the European Commission Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Brussels;
6. Ardagna S. (2004), „Fiscal Stabilizations: When Do They Work and Why“, *European Economic Review*, Vol. 48, No. 5, pp. 1047-1074;
7. Arestis, P. (2011), „Fiscal policy is still an effective instrument of macroeconomic policy“, *Panoeconomicus*, 58(2), pp. 143-156;
8. Arsić M., Altiparmakov N., Randelović S., Bučić A., Vasiljević D., Levitas T., (2010), *Poreska politika u Srbiji - pogled unapred*, USAID Segа projekat, Beograd;
9. Baldacci E., Petrova I., Belhocine N., Dobrescu G., Mazraani S. (2011), *Assessing Fiscal Stress*, IMF Working Paper WP/11/100;
10. Barrios S., Langedijk S., Pench L. (2010), *EU fiscal consolidation after the financial crisis Lessons from past experiences*, European Commission Directorate-General for Economic and Financial Affairs Economic Paper No. 418, Brussels, Belgium;
11. Brender A., Drazen A. (2005), „Political Budget Cycles in New Versus Established Democracies“, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 52, Issue 7. pp. 1271 - 1295;
12. Giavazzi F., Pagano M. (1990), *Can Severe Fiscal Contractions Be Expansionary? Tales of Two Small European Countries*, NBER Macroeconomics Annual Vol. 5;
13. Giudice G., Turrini A., Veld J. (2003), *Can fiscal consolidations be expansionary in the EU? Ex-post evidence and ex-ante analysis*, European Commission Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Economic paper No. 195, Brussels, Belgium;
14. De Mooij R., Keen M. (2012), *Fiscal Devaluation and Fiscal Consolidation: The VAT in Troubled Times*, IMF Working Paper 12/85;

15. Johansson A, et all. (2008), *Tax and Economic Growth*, Organization for Economic Cooperation and Development, Paris, Economics Department Working Paper No. 620;
16. Madžar, Lj. (2008) *Mehanizmi mobilizacije i alternative alokacije javnih sredstava*, Studija br. 1, Ministarstvo finansija, Beograd;
17. Molnar, M. (2012), *What Factors Determine the Success of Consolidation Efforts?*, OECD Economics Department Working Papers, No. 936;
18. Prammer, D. (2011), *Quality of taxation and the crisis: tax shifts from a growth perspective*, European Commission Taxation Paper No. 29, Publications Office of the European Union, Luxembourg;
19. Rosen H., Gejer T. (2009), *Javne finansije* (prevod), Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta, Beograd;
20. Farhi E., Gopinath G., Itzhoki O. (2011), *Fiscal Devaluations*, NBER Working Paper No. 17662;
21. Фискални савет Републике Србије (2012а), *Предлог мера фискалне консолидације 2012-2016. године*, Београд;
22. Фискални савет Републике Србије (2012б), *Оцена ребаланса буџета за 2012. годину и предлога закона с фискалним утицајима*, Београд;
23. Štiglic J. (2008), *Економјавног сектора* (prevod), Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta, Beograd.

Међународни стандарди финансијског извештавања

Садржи нове Међународне стандарде финансијског извештавања, измењене Међународне рачуноводствене стандарде и нова и допуњена Тумачења. Примењује се од 01.01.2010.



Више информација на www.srrs.rs или www.praksa.rs

мр Милан
КЕЦМАН*

Структурни фискални дефицит и динамика јавног дуга Србије

Аутори: др Милојко Арсић, др Александра Нојковић, мр Саша Ранђеловић и др Славен Мићковић (издање: ЦИД Економског факултета у Београду, 2012, стр. 144)

Монографија под насловом *Структурни фискални дефицит и динамика јавног дуга Србије* представља савремени рад аутора који на систематичан начин, комбинујући економску теорију и економетријску анализу са емпијским карактеристикама привреде Србије, пројектују, уз оцену релевантних економских величина, применом два сценарија („основног“ и „сценарија спорог раста“) динамику јавног дуга према бруто домаћем производу (БДП). Проблеми висине јавног дуга и дужничких криза у земљама чланицама Европске уније (ЕУ), као и земљама потенцијалним кандидатима, наметнули су као изузетно важно вођење одговорне фискалне политике, па самим тим и критичко преиспитивање важећих теоријских образаца, чиме се аутори и баве нудећи изузетно аргументована решења.

Ову монографију, поред увода и закључка, чине три поглавља подељена на једанаест делова. Такође, део монографије чине и три прилога и списак релевантне и актуелне литературе (53 извора).

Прво поглавље, под насловом „Методологија за процену циклично прилагођеног и структурног фискалног дефицита“ чине четири дела и исто започиње објашњавањем појмова цикличног и структурно прилагођеног фискалног дефицита. У наставку се анализира теоријски ок-

вир за процену циклично прилагођеног и структурног фискалног дефицита. Даље, предмет анализе је утицај цикличних флукуација у БДП-у и другим макроекономским варијаблама, као и утицај једнократних и привремених фактора на фискални дефицит. Излагање се наставља анализом различитих метода декомпозиције економских временских серија на тренд и цикличну компоненту. Алтернативни начини оцене коефицијената еластичности јавних прихода и расхода, у односу на цикличне флукуације макроекономских варијабили, представљени су у наставку овог поглавља. Поглавље се завршава рачунањем циклично прилагођеног и фискалног дефицита на основу оцењених коефицијената еластичности и из њих изведених коефицијената осетљивости.

Друго поглавље монографије, под насловом „Процена циклично прилагођеног и структурног дефицита за Србију“ има пет делова. На самом почетку поглавља предмет анализе је проблематика извора података, као и опис корекција вршених приликом оцењивања. У наставку се, у нешто краћем делу, даје теоријски опис анализе стационарности/нестационарности временских серија применом Дики-Фулеровог теста јединичног корена. Након поменутог теоријског описа, у наставку се оцењују одступање макрое-

* Докторант, Универзитет у Београду, Економски факултет

кономских варијабли од њиховог равнотежног нивоа, као и равнотежни ниво БДП-а применом Ходрик-Прескотов филтра и Коб-Дагласове производне функције, што омогућава на крају овог дела рачунање производног јаза као релативне разлике између стварног и потенцијалног БДП-а. У наставку се, коришћењем различитих метода, оцењује одрживи или равнотежни дефицит у текућем платном билансу. Коефицијенти буџетских еластичности урачунава се коришћењем оцењеног производног јаза и приказани су у прегледним табелама. На основу претходних резултата, у наредном делу поглавља рачуна се циклично прилагођен фискални дефицит и процењује структурни фискални дефицит. Поглавље се завршава проценом утицаја конкретних мера економске политике и дугорочних макроекономских трендова на повећање или смањење структурног фискалног дефицита у Србији, у периоду од 2006. до 2011. године. Процена је дата табеларно.

Треће, последње и најкраће поглавље под насловом *Моделирање динамике јавног дуга* садржи два дела. У првом делу поглавља аутори с теоријског аспекта анализирају факторе који утичу на одрживост јавног дуга, уз посебно истицање ризика који утичу на појаву дужничке кризе. У наставку аутори приказују динамику јавног дуга, у зависности од висине фискалног дефицита, посебно наглашавајући важност случаја када се држава задужује у различитим валутама. Теоријски део поглавља завршава се креирањем модела за процену динамике јавног дуга, која зависи од различитих стандардних, али и нетипичних фактора.

У емпиријском делу поглавља, на основу наведеног модела, дате су пројекције кретања јавног дуга према БДП-у до 2020. године. Процене су извршене у зависности од кретања примарног

фискалног дефицита, реалних каматних стопа, стопе раста БДП-а, кретања реалног курса и валутне структуре дуга (стандардни фактори), као и уз укључивање нетипичних фактора као што су гаранције државе, реституција и могући приходи од приватизације. Аутори, имајући у виду изнете факторе, предлажу одређена емпиријска решења. Изнето потврђује и извод из рецензије анализираних монографија једног од рецензента, проф. Павла Петровића, који је између осталог истакао: „*Ово је добра илустрација да се формуле преузете из теорије јавног дуга не могу директно, некритички, применити на привреду каква је српска, о чему ова студија веома води рачуна*“. Пројекције су представљене графички на основу два сценарија: „брзог“ и „спорог“ раста.

Монографију закључују три прилога у којима су у виду прегледних табела на свеобухватан начин приказани „Преглед релевантних промена пореске политике и политике расхода у Србији у периоду од 2001. до 2011. Године“ (Прилог I); „Пројекције варијабли релевантних за процену динамике јавног дуга Србије“ (Прилог II) и „Пројекција динамике односа јавног дуга према БДП-у Србији“ (Прилог III).

Представљени рад (монографија) групе аутора без сумње је свеобухватно дело које обрађује проблематику јавног дуга и у којем се на оригиналан начин нуди низ нових, како теоријских тако и емпиријских одговора на проблеме одрживости јавног дуга. Занимљивости и употребљивости овог рада за различите кориснике (првенствено академску јавност, али и за доносиоце стратешких економских одлука и друге заинтересоване) доприносе разноврсност приступа разматраном проблему, стручност излагања и коришћени најважнији актуелни извори литературе од интереса.

In Memoriam

др Јанко Клобучар (1934-2012)



Др Јанко Клобучар, истакнути економиста, познати професор Економског факултета у Сарајеву, аутор многих стручних радова, преминуо је двадесетог новембра 2012. године.

Професор Јанко Клобучар докторирао је на Економском факултету у Сарајеву 1964. године, где је најпре био запослен као асистент, потом доцент, ванредан професор, редован професор, да би му 2002. године било додељено почасно звање, **професор емеритус**.

Његову богату професионалну наставничку каријеру у области рачуноводства, пословних финансија и организације одсликава 13 објављених књига, 67 реферата на симпозијумима и саветовањима (организованим у бившим југословенским републикама, од чега се седам реферата односи на Симпозијум рачуновођа и ревизора који се одржава на Златибору). Поред тога, написао је још 24 научна рада. Може се оправдано тврдити да је био велики прегалац и ерудита у својој професији.

За свој рад др Јанко Клобучар примио је укупно 13 различитих јавних признања и награда, међу којима је Орден рада са златним венцем и Орден заслуга за народ са сребрном звездом. Професор Клобучар био је декан Економског факултета у Сарајеву (1977-1979), члан Одбора за економске науке Академије наука БиХ, оснивач и директор Института за организацију и економику у Сарајеву. Поред научно-наставног рада, током ангажовања у поменутом институту, професор је био руководиолац тимова за израду бројних пројеката у вези са организацијом рачуново-

дства великих предузећа, у оквиру којих су његова инвентивност и креативност веома долазиле до изражаја.

Професор Клобучар био је узоран сарадник својих колега на Економском факултету у Сарајеву, узоран домаћин, супруг и отац кћеркама Данки и Сањи, које су ношене ратним вихором настале веома далеко од родитељског дома. Године грађанског рата у Босни и Херцеговини представљају тежак период у његовом животу, који је због честих прекида телефонских линија обележен немогућношћу комуникације са најближима и пријатељима изван Сарајева. Упркос томе и позивима пријатеља да напусти Сарајево, остао је све ратно време у свом стану у Сарајеву.

Генерације студената Економског факултета у Сарајеву последњих 40 година понеле су најлепше успомене на професора Клобучара. Нама, најближим сарадницима, његове моралне карактеристике, богато знање и искуство били су сигуран ослонац. Бившим студентима, као и нама, његовим колегама, остало је да чувамо вредне успомене и сећања на Јанка као великог вредног, систематичног, мирног, духовитог и ведрог човека, пријатеља, професора и сарадника.

Нека је вечна слава и хвала професору, Јанку Клобучару.

проф. др Јован Родић

***Регистар
написа
објављених
у 2012.***

РЕГИСТАР написа објављених у 2012. *Регистар написа по ауторима*

	СТРАНА	БРОЈ		СТРАНА	БРОЈ
• АВДАЛОВИЋ др Станиша Оптимизација односа између стратегијског управљања ризицима и процене штете у осигурању	90	1-2	• ЂОРЂЕВИЋ мр Лена Примена метода кластеровања за дефинисање програма спредшит обуке на основу атрибута корисника	18	7-8
• БАРЈАКТАРОВИЋ др Миљана Стратегија управљања средствима и обавезама банке	79	1-2	• ЂУКОВИЋ Слађана Аспекти имплементације CRAWLING PEG девизног курсног режима у Републици Србији	98	11-12
• БОЖИЋ др Драган Анализа емпиријских детерминанти везе између каматне стопе и приноса на акције банака	65	3-4	• ЖИВАНОВИЋ др Бранко Аспекти имплементације CRAWLING PEG девизног курсног режима у Републици Србији	98	11-12
• БЕЛОПАВЛОВИЋ мр Гроздана Институционалне и организационе детерминанте квалитета система финансијског извештавања	3	11-12	• ЗАКИЋ др Владимир Методологија обрачуна и рачуноводствене модификације у оквиру EVA концепта	31	1-2
• ВУКАШИНОВИЋ Ана Проблеми обликовања структуре пасиве у банкама	69	9-10	• ИВАНИШ др Марко Интерни извори самофинансирања предузећа	54	5-6
• ВУКАШИНОВИЋ др Јован Проблеми обликовања структуре пасиве у банкама	69	9-10	Менаџмент ликвидности и солвентности помоћу финансијских показатеља	53	7-8
• ВУЧКОВИЋ-МИЛУТИНОВИЋ мр Савка Законита пореска евазија путем одлагања плаћања пореза на добит	90	9-10	Савремени проблеми структуре капитала	59	11-12
• ГАЈИЋ др Љубица Управљачко рачуноводство и финансијско извештавање код буџетских организација у области образовања	22	11-12	• ИВКОВ Ивана Значај комплексних хеџинг стратегија за управљање ризиком промене цена пољопривредних производа	72	11-12
• ДАМЊАНОВИЋ мр Радован Инвестиционо банкарство	81	9-10	• ИЛИЋ Милош Интерна ревизија пред новим изазовима	54	3-4
• ДЕНЧИЋ МИХАИЛОВ др Ксенија Примена Cost-Benefit анализе у оцени пројеката рециклаже секундарних сировина	33	11-12	• ИЛИЋ-ПОПОВ др Гордана Опорезивање скривених – конструктивних дивиденди у пореском праву Србије	87	7-8
• ДИМИТРИЈЕВИЋ мр Драгомир Методе и инструменти форензичког рачуноводства за откривање превара у финансијским извештајима	17	3-4			

	СТРАНА	БРОЈ		СТРАНА	БРОЈ
• ЈЕВЂОВИЋ, Гордана, мастер екон. Порески аспекти одлуке о структури капитала корпоративног предузећа	46	3-4	• КРСТИЋ др Снежана Јавни дуг и јавни зајам у Србији у другој половини 19. и почетком 20. века	64	5-6
Фискална консолидација – могућности, дилеме и изазови, са освртом на Србију	126	11-12	• КРСТИЋ Младен, мастер екон Примена Cost-Benefit анализе у оцени пројеката рециклаже секундарних сировина	33	11-12
• ЈЕРИМИЋ мр Небојша Реформе закона о опорезивању дохода грађана у земљама централне и источне Европе	113	1-2	• ЛАЛЕВИЋ ФИЛИПОВИЋ др Ана Могућност информационе подршке Target Costing-а генеричким стратегијама предузећа	21	1-2
• ЈОВАНОВИЋ Марко Компаративна анализа тржишта осигурања моторних возила у Србији и земљама региона	102	1-2	• ЛУКАЧ мр Драженко Фундаментална анализа хартија од вредности предузећа из реалног сектора	54	1-2
• ЈОВИЋ мр Жељко Интегрисани систем за управљање кредитним ризиком	74	3-4	Технике релативног вредновања	44	9-10
• ЈОВКОВИЋ др Биљана Узорковање за тестирање циклуса трансакција	63	7-8	• МАЛИНИЋ др Слободан Обрачун трошкова заснован на токовима материјала као информациона основа управљања одрживим развојем	31	9-10
• ЈОСИПОВИЋ мр Биљана Финансијско извештавање о наследној имовини у јавном сектору	101	9-10	• МАРИНКОВИЋ др Срђан Величина и ликвидност тржишта Београдске берзе	96	7-8
• КАРИЋ др Душица Стратегија управљања средствима и обавезама банке	79	1-2	• МАТИЈАШЕВИЋ др Јелена Прање новца и правна регулатива у Републици Србији	115	11-12
• КЕЦМАН мр Милан Јавни дуг у Србији-стање и перспективе	72	5-6	• МИЛОШЕВИЋ мр Милош Обавеза рачуновођа у вези са спречавањем прања новца и финансирањем тероризма	29	7-8
Приказ књиге: Структурни фискални дефицит и динамика јавног дуга	136	11-12	• МУРАТОВИЋ др Хусеин Еврозона, правци превазилажења актуелног стања	83	5-6
• КНЕЖЕВИЋ др Снежана Идентификовање и анализа поступака банке у случају несолвентности дужника	68	1-2	• НИЈЕМЧЕВИЋ Зорица, матер екон. Одређени аспекти имплементације Target Costing-а; - искуства и резултати у свету и нашим предузећима	35	3-4
Информациони систем материјалног књиговодства у функцији менаџмента	19	9-10	• НИКОЛИЋ др Александра Тешкоће у функционисању европске монетарне уније у одсуству чвршће фискалне координације	95	3-4
• КОВАЧЕВИЋ мр Владо Значај комплексних хеџинг стратегија за управљање ризиком промене цена пољопривредних производа	72	11-12	• НИКОЛОВСКИ Љупчо Улога Трезора у систему управљања јавним финансијама	84	3-4
• КОСТИЋ Иван Модел информационог система за обраду докумената у рачуноводству трговинских предузећа у Е-окоњу	6	1-2	• НОВИЋЕВИЋ др Благоје Мерење перформанси менаџмент процеса	13	11-12
• КОСТИЋ мр Светислав В. Опорезивање скривених – конструктивних дивиденди у пореском праву Србије	87	7-8			

	СТРАНА	БРОЈ		СТРАНА	БРОЈ
• ЊЕГОМИР др Владимир Управљање ризиком као фактор остварења позитивног рејтинга осигуравајућих друштава	73	7-8	• СТАНКОВИЋ Александра мастер ек. Информациони систем материјалног књиговодства у функцији менаџмента	19	9-10
Управљање ризиком и капиталом осигуравајућих друштава: улога реосигурања	81	11-12	• СТЕВАНОВИЋ др Татјана Управљање еколошким трошковима у функцији побољшања еколошких перформанси предузећа	31	5-6
• ОГЊАНОВИЋ др Вук Друштвена одговорност компанија на финансијском тржишту	46	1-2	• СТЕВАНОВИЋ мр Славица Институционалне и организационе детерминанте квалитета система финансијског извештавања	3	11-12
• ПЕТРОВИЋ-РАНЂЕЛОВИЋ др Марија Управљање еколошким трошковима у функцији побољшања еколошких перформанси предузећа	31	5-6	• СТОЈАНОВИЋ др Драган Рачуноводство јавног сектора у Србији – стање и перспективе	15	5-6
• РАДИЋ мр Синиша Рачуноводство фер вредности као фактор унапређења ефикасности финансијског тржишта	5	9-10	• СТОЈАНОВИЋ мр Рада Циљеви и квалитативне карактеристике финансијских извештаја у функцији унапређења квалитета финансијског извештавања	22	5-6
• РАДИШИЋ мр Слободан Интерна ревизија у јавном сектору	59	9-10	• СТОЈКОВИЋ Драган Величина и ликвидност тржишта Београдске берзе	96	7-8
• РАДУКОВИЋ др Снежана Управљање еколошким трошковима у функцији побољшања еколошких перформанси предузећа	31	5-6	• ТЕПАВАЦ др Рајко Тешкоће у функционисању европске монетарне уније у одсуству чвршће фискалне координације	95	3-4
• РАКИЋ др Љиљана Управљачко рачуноводство и финансијско извештавање код буџетских организација у области образовања	22	11-12	• ТОДОРОВИЋ др Зоран Систем стандардног обрачуна трошкова у функцији доношења менаџерских одлука	40	7-8
• РАЧИЋ мр Жељко С. Анализа емпиријских детерминанти везе између каматне стопе и приноса на акције банака	65	3-4	• ТРКЉА Милан Утицај савременог пословног окружења на каријеру запослених	49	11-12
• РАИЧЕВИЋ др Вук Прање новца и правна регулатива у Републици Србији	115	11-12	• ТРКЉА мр Радмила Формулисање пословне стратегије у промењеним условима пословања	42	5-6
• САВИЋ мр Бојан Изазови и донети политике финансијског извештавања банака	3	7-8	Утицај савременог пословног окружења на каријеру запослених	49	11-12
Обрачун трошкова заснован на токовима материјала као информациона основа управљања одрживим развојем	31	9-10	• ФАБРИС Марко Идентификовање и анализа поступака банке у случају несолвентности дужника	68	1-2
• САВКОВИЋ Душан Интерна ревизија пред новим изазовима	54	3-4	• ФИГАР др Надица Управљање трошковима за време кризе	25	3-4
• СИМЕТИЋ Рада, мастер екон. Инвестициони фондови у Србији	124	1-2	• ШАВАЊА мр Јелена Оптимизација односа између стратегијског управљања ризицима и процене штете у осигурању	90	1-2
• СПАСОЈЕВИЋ мр Јана Реформе закона о опорезивању доходка грађана у земљама централне и источне Европе	113	1-2	• ШКОБИЋ мр Зоран REPARIS семинар из области ревизије	3	9-10

РЕГИСТАР
написа објављених у 2012.
Регистар написа по областима

СТРАНА БРОЈ

СТРАНА БРОЈ

РЕЧ УРЕДНИКА

Упутство ауторима 4 1-2

ФИНАНСИЈСКО РАЧУНОВОДСТВО• **Иван КОСТИЋ**

Модел информационог система за обраду докумената у рачуноводству трговинских предузећа у Е-окружењу 6 1-2

• **мр Драгомир ДИМИТРИЈЕВИЋ**

Методе и инструменти форензичког рачуноводства за откривање превара у финансијским извештајима 17 3-4

• **др Драган СТОЈАНОВИЋ**

Рачуноводство јавног сектора у Србији – стање и перспективе 15 5-6

• **мр Рада СТОЈАНОВИЋ**

Циљеви и квалитативне карактеристике финансијских извештаја у функцији унапређења квалитета финансијског извештавања 22 5-6

• **мр Бојан САВИЋ**

Изазови и домети политике финансијског извештавања банака 3 7-8

• **мр Лена ЂОРЂЕВИЋ**

Примена метода кластеровања за дефинисање програма спредшит обуке на основу атрибута корисника 18 7-8

• **мр Милош МИЛОШЕВИЋ**

Обавеза рачуновођа у вези са спречавањем прања новца и финансирањем тероризма 29 7-8

• **мр Синиша РАДИЋ**

Рачуноводство фер вредности као фактор унапређења ефикасности финансијског тржишта 5 9-10

• **др Снежана КНЕЖЕВИЋ**

Александра СТАНКОВИЋ мастер ек.
Информациони систем материјалног књиговодства у функцији менаџмента 19 9-10

• **мр Славица СТЕВАНОВИЋ,**
мр Гроздана БЕЛОПАВЛОВИЋ

Институционалне и организационе детерминанте квалитета система финансијског извештавања 3 11-12

УПРАВЉАЧКО РАЧУНОВОДСТВО• **др Ана ЛАЛЕВИЋ ФИЛИПОВИЋ**

Могућност информационе подршке Target Costing-а генеричким стратегијама предузећа 21 1-2

• **др Надица ФИГАР**

Управљање трошковима за време кризе 25 3-4

• **Зорица НИЈЕМЧЕВИЋ, матер екон.**

Одређени аспекти имплементације Target Costing-а; - искуства и резултати у свету и нашим предузећима 35 3-4

• **др Татјана СТЕВАНОВИЋ,**
др Марија ПЕТРОВИЋ-РАНЂЕЛОВИЋ,
др Снежана РАДУКОВИЋ

Управљање еколошким трошковима у функцији побољшања еколошких перформанси предузећа 31 5-6

• **мр Радмила ТРКЉА**

Формулисање пословне стратегије у промењеним условима пословања 42 5-6

		СТРАНА	БРОЈ			СТРАНА	БРОЈ
•	др Зоран ТОДОРОВИЋ Систем стандардног обрачуна трошкова у функцији доношења менаџерских одлука	40	7-8	•	др Марко ИВАНИШ Савремени проблеми структуре капитала	59	11-12
•	др Слободан МАЛИНИЋ мр Бојан САВИЋ Обрачун трошкова заснован на токовима материјала као информационо основа управљања одрживим развојем	31	9-10	•	мр Владо КОВАЧЕВИЋ Ивана ИВКОВ Значај комплексних хеџинг стратегија за управљање ризиком промене цена пољопривредних производа	72	11-12
•	др Благоје НОВИЋЕВИЋ Мерење перформанси менаџмент процеса	13	11-12	<u>БАНКАРСТВО</u>			
•	др Љубица ГАЈИЋ др Љиљана РАКИЋ Управљачко рачуноводство и финансијско извештавање код буџетских организација у области образовања	22	11-12	•	др Снежана П. КНЕЖЕВИЋ, Марко ФАБРИС Идентификовање и анализа поступака банке у случају несолвентности дужника	68	1-2
•	Младен КРСТИЋ, мастер екон др Ксенија ДЕНЧИЋ МИХАИЛОВ Примена Cost-Benefit анализе у оцени пројеката рециклаже секундарних сировина	33	11-12	•	др Миљана БАЊАКТАРОВИЋ, др Душица КАРИЋ Стратегија управљања средствима и обавезама банке	79	1-2
•	мр Радмила ТРКЉА Милан ТРКЉА Утицај савременог пословног окружења на каријеру запослених	49	11-12	•	мр Жељко С. РАЧИЋ др Драган БОЖИЋ Анализа емпиријских детерминанти везе између каматне стопе и приноса на акције банака	65	3-4
<u>ПОСЛОВНЕ ФИНАНСИЈЕ</u>				•	мр Жељко ЈОВИЋ Интегрисани систем за управљање кредитним ризиком	74	3-4
•	др Владимир ЗАКИЋ Методологија обрачуна и рачуноводствене модификације у оквиру EVA концепта	31	1-2	•	др Јован ВУКАШИНОВИЋ Ана ВУКАШИНОВИЋ Проблеми обликовања структуре пасиве у банкама	69	9-10
•	др Вук ОГЊАНОВИЋ Друштвена одговорност компанија на финансијском тржишту	46	1-2	•	мр Радован ДАМЊАНОВИЋ .Инвестиционо банкарство	81	9-10
•	мр Драженко ЛУКАЧ Фундаментална анализа хартија од вредности предузећа из реалног сектора	54	1-2	<u>ОСИГУРАЊЕ</u>			
•	Гордана ЈЕВЋОВИЋ, матер екон. Порески аспекти одлуке о структури капитала корпоративног предузећа	46	3-4	•	мр Јелена ШАВАЊА, др Станиша АВДАЛОВИЋ Оптимизација односа између стратегијског управљања ризицима и процене штете у осигурању	90	1-2
•	др Марко ИВАНИШ Интерни извори самофинансирања предузећа	54	5-6	•	Марко ЈОВАНОВИЋ Компаративна анализа тржишта осигурања моторних возила у Србији и земљама региона	102	1-2
•	др Марко ИВАНИШ Менаџмент ликвидности и солвентности помоћу финансијских показатеља	53	7-8	•	др Владимир ЊЕГОМИР Управљање ризиком као фактор остварења позитивног рејтинга осигуравајућих друштава	73	7-8
•	мр Драженко ЛУКАЧ Технике релативног вредновања	44	9-10	•	др Владимир ЊЕГОМИР Управљање ризиком и капиталом осигуравајућих друштава: улога реосигурања	81	11-12

СТРАНА БРОЈ

СТРАНА БРОЈ

ЈАВНЕ ФИНАНСИЈЕ

- **мр Небојша ЈЕРИМИЋ,**
мр Јана СПАСОЈЕВИЋ
Реформе закона о опорезивању
доходка грађана у земљама
централне и источне Европе 113 1-2
- **Љупчо НИКОЛОВСКИ**
Улога Трезора у систему
управљања јавним финансијама 84 3-4
- **др Александра НИКОЛИЋ**
др Рајко ТЕПАВАЦ
Тешкоће у функционисању европске
монетарне уније у одсуству чвршће
фискалне координације 95 3-4
- **др Снежана КРСТИЋ**
Јавни дуг и јавни зајам у Србији у другој
половини 19. и почетком 20. века 64 5-6
- **мр Милан КЕЦМАН**
Јавни дуг у Србији-стање
и перспективе 72 5-6
- **др Хусеин МУРАТОВИЋ**
Евروزона, правци превазилажења
актуелног стања 83 5-6
- **др Гордана ИЛИЋ-ПОПОВ,**
мр Светислав В. КОСТИЋ
Опорезивање скривених –
конструктивних дивиденди
у пореском праву Србије 87 7-8
- **Драган СТОЈКОВИЋ,**
др Срђан МАРИНКОВИЋ
Величина и ликвидност тржишта
Београдске берзе 96 7-8
- **мр Савка ВУЧКОВИЋ-МИЛУТИНОВИЋ**
Законита пореска евазија путем
одлагања плаћања пореза на добит 90 9-10
- **мр Биљана ЈОСИПОВИЋ**
Финансијско извештавање о наследној
имовини у јавном сектору 101 9-10
- **др Бранко ЖИВАНОВИЋ**
Слађана ЂУКОВИЋ
Аспекти имплементације CRAWLING
PEG девизног курсног режима у
Републици Србији 98 11-12
- **др Јелена МАТИЈАШЕВИЋ**
др Вук РАИЧЕВИЋ
Прање новца и правна регулатива
у Републици Србији 115 11-12
- **Гордана ЈЕВЂОВИЋ, мастер екон.**
Фискална консолидација–
могућности, дилеме и изазови,
са освртом на Србију 126 11-12

ЈАВНИ СЕКТОР

- **Рада СИМЕТИЋ, мастер екон.**
Инвестициони фондови у Србији 124 1-2

ИЗ РАДА САВЕЗА РР СРБИЈЕ

- Додељене награде најбољим
дипломираним студентима
из рачуноводства 3 3-4
- 1. Закључци са 43. Симпозијума
Савеза рачуновођа и ревизора Србије 3 5-6
- 2. Радови објављени у Зборнику
43. Симпозијума Економско-финансијска
криза и рачуноводствени систем
(резимеа) 6 5-6
- 3. Министарска конференција у
организацији Центра за унапређење
финансијског извештавања -
Светска банка 13 5-6
- **мр Зоран ШКОБИЋ**
REPARIS семинар
из области ревизије 3 9-10

**ИЗ РАДА ПРОФЕСИОНАЛНИХ
ОРГАНИЗАЦИЈА**

- Пословни план Међународне федерације
рачуновођа за 2012. годину 5 3-4

КОНТРОЛА И РЕВИЗИЈА

- **Милош ИЛИЋ, Душан САВКОВИЋ**
Интерна ревизија пред
новим изазовима 54 3-4
- **др Биљана ЈОВКОВИЋ**
Узорковање за тестирање
циклуса трансакција 63 7-8
- **мр Слободан РАДИШИЋ**
Интерна ревизија у јавном сектору 59 9-10

ПРИКАЗ КЊИГЕ

- **мр Милан КЕЦМАН**
Приказ књиге: Структурни
фискални дефицит и динамика
јавног дуга Србије 136 11-12

IN MEMORIAM

- др Душан ДЕНДИЋ
(1937-2012.) 94 5-6
- Професор др Милун Јездимировић
(1935-2012) 113 9-10
- др Јанко КЛОБУЧАР
(1934-2012.) 138 11-12