



Financing

Naučni časopis za ekonomiju

Broj 1, godina I, oktobar 2010. godine

1

U OVOM BROJU

Prof. dr Franc Koletnik
RAZUMIJEVANJE PROCJENE VRIJEDNOSTI PREDUZEĆA

Prof. dr Silvije Orsag
PSIHOLOGIJA U FINANCIJAMA – BIHEVIORISTIČKE FINACIJE

Mr Duško Daničić
**MOGUĆI MODELI UVOĐENJA POREZA NA DODATU VRIJEDNOST
 U SLOŽENIM DRŽAVNIM ZAJEDNICAMA**



Financing

BESPLATAN PRIMJERAK
 Prilog za pretplatnike Finrara

Milorad Telebak

Kr(i)tički osvrt

PET DO DVANAEST

Sve je relativno – reče naš genijalni zet Albert, onaj što nikada nije nosio čarape i što je svima – plazio jezik! Njemu se moglo.

Dakle, sve je relativno. Ljudi tjeraju logiku, pravdu... A gdje je tu logika da meni, koji pojma nemam o ekonomiji, pripadne prva, udarna stranica ambicioznog ekonomskog časopisa? I gdje je tu pravda kad za mene ne važe procedure kao za ostale saradnike Časopisa? Moj rad ne podliježe obaveznom recenziranju, koje je još i anonimno: niti recenzent zna koga ocjenjuje, niti autor zna ko ga ocjenjuje. (To je nešto poput zaštićenog svjedoka, i gore od toga!) Na mene se ne odnose ni pravila citiranja korišćenih izvora. Ja niti citiram niti koristim druge izvore; ja pišem izvorno, iz svoje glave. Drugi druge citiraju, parafraziraju, prepričavaju... Zato se samo za prvu knjigu može sa sigurnošću reći da nije plagijat. Rekoh plagijat, pa da upitam: znate li da je ova riječ u srodstvu sa riječju plaža? Da, da – plaža! Naime, poznato je da plagijat (lat. plagium) znači krađu, prisvajanje tuđeg autorstva, a plaža (franc. plage) prvobitno je značila krađu robe na obali pri njenom utovaru i istovaru. (Pa i danas, dok golišavi turisti plivaju, sunčaju se, flertuju, plagijatori rade svoj posao – krađu!)

U odnosu na druge autore, ja sam povlašćen i u pogledu strukture rada: moje pisanje ne mora imati ni uvod, ni zaključak. (Ali nije bez glave i repa, niti je za vješanje mačku o rep!) Uostalom, zašto ja da vas uvodim (nas su ovdje gdje smo, i kako nam je, već davno drugi uveli!), i zašto da zaključujem ja zaključujte vi. Pisac je da piše, a čitalac da čita i zaključuje šta je pisac htio da kaže. Izbjegavam i riječi rezime i rezimirati otkad sam čuo jednog govornika koji – zaključujući izlaganje – reče: “Da remiziram...” Poslije sam ga čuo kako govori “iks ikson” i “Nemojte, gospodo, da ulazimo u ekstremitete!”, pa sam zaključio da je završio školu za obrasle. (Da, za obrasle, nije štamparska greška.)

Takođe, ja nisam obavezan ni da istražujem i navodim rezultate istraživanja. (Šta ima da se istražuje; gdje smo i kako nam je – više je nego očigledno. Svako od nas i bez sata može znati koliko je sati. Pet do dvanaest! Ali, kažu neki, bolje je i pet do dvanaest nego nijednu poslije dvanaest.) Nisam obavezan ni da dajem šeme, tabele grafikone...

E, upravo tako zbog tih tabela, grafikona, formula... ja i jesam tu gdje sam – na prvoj stranici Časopisa. Jer da biste vi, dragi

čitaoci, mogli “sažvakati” i “progutati” te silne teorije, strategije, tendencije, formule i tabele, prvo ja moram da vas zabavim, oraspoložim, da vas privučem da se upustite u iščitavanje onoga što slijedi. Moje pisanje vam dođe kao slatka oblada, a zapravo je mreža u koju ćete biti upecani. (Ovo me podsjeti na jedan aforizam: Čim joj je rekao da je riba, poželjela je da vidi pribor za pecanje!)

Rekoh već da ja o ekonomiji pojma nemam. (Vidite, ja sebe potcjenjujem, zezam se na svoj račun. To je jedini način da i ja imam nešto na račun!)

Znam samo da su ekonom i ekonomija grčke riječi, da ekonom (oikónomos) znači domaćin, gazda, a ekonomija (oikos – dom kuća = nómos – zakon, pravilo), dakle, dobro privređivanje, razumno trošenje, domaćinsko upravljanje, gazdovanje. Kako se vidi, ekonomija je nastala u kući, u porodici. U porodici se uči, stiče sve – tu se postaje čovjek, a u školi samo stručnjak. Danas u našoj školi uništenoj promašenim reformama – ni to. Čak ni na univerzitetu koji je obolio od Bolonje, pa se tu niko ne snalazi – ni studenti, ni profesori; svi su zbunjeni i unezvijereni. Zato univerzitet mnogi zovu “unezveritet”!

Moja prva saznanja o finansijama – sjećem se - vezana su za priče starih ljudi, još iz vremena Kraljevine Jugoslavije, o “filancima”, koji su hvatali švercere duvana. Ja sam te “filance” vidio kao neke žandare koji švercere vežu u lance i odvođe u haps. Upravo tako, narodnim etimologisanjem, “filnacima” su nazvani finansi poresko-carinski službenici, današnja finansijska policija. (Danas ima raznih policija: redovna policija, specijalna policija, saobraćajna policija, sudska policija, finansijska policija, komunalna policija... A vi zaključite kako se zovu, čije su, države sa toliko policija. Imamo policijske škole, akademije, fakultete, i svi koji završe odmah dobiju posao. Samo policajaca i popova nema na Birou rada!) I danas policajci tako jure kriminalce, da su ih neki prestigili!

Kasnije sam saznao (čak i osjetio!) da postoji finansijski inženjering, finansijska oligarhija, finansijska mafija... Termin finansije potiče iz latinskog, ekonomija iz grčkog. Kao, uostalom, mnogi termini u filozofiji, nauci, medicini...

Ti stari Grci sve su znali, mogli i stigli. Valjda zato što su bili stari. Ovi novi Grci propadaju. Kô Grčka.

UPUTSTVO AUTORIMA

DOSTAVLJANJE RADOVA

Radovi se dostavljaju elektronskom poštom na e-mail adresu: financing.redakcija@srrrs.org ili putem pošte na digitalnom mediju na adresu: Finrar d.o.o., Mirka Kovačevića 13 A, 78000 Banja Luka.

PRIHVATANJE RADOVA

Nakon dostavljanja rada i preliminarne ocjene, rad prolazi anonimni recenzentski postupak (recenzent nije upoznat sa identitetom autora). Recenzent po izvršenoj recenziji šalje uredniku povratnu informaciju o radu u vidu mišljenja i preporuke o objavljivanju.

SADRŽAJ RADA

Rad treba biti relevantan za naučnu i stručnu javnost, s jasno naglašenim ciljevima i rezultatima istraživanja, zaključkom i referencama u tekstu.

Prva stranica rada treba da sadrži: ime i prezime autora, naslov članka i sažetak. Tekst članka mora početi uvodom, a sadrži glavna poglavlja, fusnote, tabele, grafikone, slike, zaključak i popis korišćene literature i drugih izvora.

TEHNIČKO OBLIKOVANJE RADA

Textovi se pišu u Microsoft Word Windows programu. Obim rada treba iznositi od 15.000 do 32.000 znakova, što je oko 5 do 10 strana teksta u časopisu. *Naslovi poglavlja* (od uvoda do zaključka) moraju biti kratki i jasni, te numerisani arapskim jednocifrenim brojevima. *Potpoglavlja* se numerišu dvocifrenim, odnosno trocifrenim brojevima (na primjer: 1; 1.2; 2.1; 2.1.1. itd.). *Tabele, grafikoni i slike* treba da sadrže broj, naziv i izvor. Ukoliko tabele, grafikoni i slike sadrže posebne znakove, te su rađeni u posebnom programu, dostavljaju se na posebnom fajlu, sa tačno navedenim rasporedom po kojem se uključuju u tekst.

PRAVILA CITIRANJA

a) Knjiga:

1) prezime, inicijal imena autora, 2) naziv knjige, 3) podatak o izdavaču, 4) mjesto izdavanja, 5) godina izdavanja, 6) strana.

Primjer: Rodić J., Teorija i analiza bilansa, Beostar, Beograd, 1997, str. 172.

b) Rad u zborniku:

1) prezime, inicijal imena autora, 2) naziv rada, 3) naziv naučnog skupa i zbornika radova, 4) podatak o izdavaču, 5) mjesto izdavanja, 6) godina izdavanja, 7) strana.

Primjer: Rodić J., Najvažnije finansijske odluke, Deseti kongres SRRRS – Harmonizacija regulatornog okvira u oblasti računovodstva revizije i finansija, Savez računovođa i revizora Republike Srpske, Banja Luka, 2006, str. 118.

c) Rad u časopisu:

1) prezime, inicijal imena autora, 2) naziv rada, 3) naziv časopisa i broj, 4) podatak o izdavaču, 5) mjesto izdavanja, 6) godina izdavanja, 7) strana.

Primjer: Rodić J., Računovodstvene politike preduzeća, Časopis Finrar, Finrar d.o.o., Banja Luka, 2005, str. 58.

d) Propisi:

1) naziv propisa, 2) naziv i broj službenog izdanja, 3) član.

Primjer: Zakon o privrednim društvima Republike Srpske, Službeni glasnik Republike Srpske br.127/08, čl. 125.

e) www izvori:

1) prezime, inicijal imena autora, 2) naziv rada, 3) podatak o izdavaču, 4) mjesto izdavanja, 5) godina izdavanja, 6) strana, 7) potpuna http adresa i datum pristupa dokumentu.

Primjer: Rodić J., Računovodstvene politike preduzeća, Časopis Finrar, Finrar d.o.o., Banja Luka, 2005, str. 58, www.srrrs.org, datum pristupa 17.10.2008.



IZDAVAČ:

Finrar d.o.o., Banja Luka i Financing d.o.o., Brčko

GLAVNI I ODGOVORNI UREDNIK:

Prof. dr Dragan Mikerević

ZAMJENIK GLAVNOG I ODGOVORNOG UREDNIKA:

Milan Pucarević, dipl. ek.

REDAKCIONI ODBOR:

Predsjednik:

Prof. dr Novak Kondić

Članovi:

Prof. dr Janez Prašnikar
Prof. dr Kata Škarić Jovanović
Prof. dr Mirko Puljić
Prof. dr Milorad Ivanišević
Prof. dr Hamid Alibašić
Doc. dr Milan Lakićević
Doc. dr Duško Šnjegota
Doc. dr Goran Radivojac
Dr Dejan Mikerević

IZDAVAČKI SAVJET:

Predsjednik:

Prof. dr Predrag Jovanović Gavrilović

Članovi:

Akademik dr Mirko Vasiljević
Prof. dr Jovan Rodić
Prof. dr Dragan Đuričin
Prof. dr Silvije Orsag
Doc. dr Kemal Kozarić
Prof. dr Franc Koletnik
Prof. dr Stanko Stanić
Prof. dr Marko Rajčević
Prof. dr Kadrija Hodžić
Prof. dr Đoko Malešević
Prof. dr Branko Krsmanović
Prof. dr Radomir Božić
Prof. dr Anđelko Lojpur
Prof. dr Nenad Vunjak
Prof. dr Zorica Božinovska Lazarevska
Prof. dr Zdravko Todorović
Prof. dr Goran Popović
Prof. dr Reuf Kapić
Doc. dr Vasilj Žarković
Prof. dr Gordana Ilić
Prof. dr Ljubomir Kovačević
Doc. dr Jugoslav Jovičić
Prof. dr Jovo Ateļjević
Mr. Boško Čeko
Mr. Borko Reljić
Ranko Travar, dipl. ek.
Dragan Veselinović, dipl. ek.

Lektor:

Mijana Kuburić-Macura

Grafička priprema:

Atlantik BB

Za štampariju:

Branislav Galić

Štampa "Atlantik BB"

SADRŽAJ:

- 5 | **Prof. dr Franc Koletnik**
RAZUMIJEVANJE PROCJENE
VRIJEDNOSTI PREDUZEĆA
- 15 | **Prof. dr Silvije Orsag**
PSIHOLOGIJA U FINACIJAMA –
BIHEVIORISTIČKE FINACIJE
- 23 | **Prof. dr Vladimir Poznanić**
Mr Bojan Ćurić
ORGANIZACIJA DRŽAVNE REVIZIJE
PREMA MEĐUNARODNIM
STANDARDIMA
- 27 | **Dr Tamara Stojanović**
NOVI PRISTUP UPRAVLJANJU
RIZICIMA
- 32 | **Dr Saša Petković**
PLANIRANJE MARKETINGA
U MALIM I SREDNJIM
PREDUZEĆIMA I POSLOVNI USPJEH
- 39 | **Mr Duško Daničić**
MOGUĆI MODELI UVOĐENJA
POREZA NA DODATU VRIJEDNOST
U SLOŽENIM DRŽAVNIM
ZAJEDNICAMA
- 47 | **Mr Bojan Luburić**
PROBLEMI U MODERNOM
BANKARSTVU
(Univerzalno bankarstvo,
trendovi i regulativa)
- 53 | **Mira Potkonjak, dipl. pravnik**
UPRAVNI ODBOR AKCIONARSKOG
DRUŠTVA U REPUBLICI SRPSKOJ

Prof. dr Franc Koletnik*

Razumijevanje procjene vrijednosti preduzeća

Rezime

Procjena vrijednosti preduzeća je proces koji vodi do zaključivanja o njegovoj vrijednosti. Postoje dva osnovna pogleda na vrijednost preduzeća i posljedično dvije glavne teorije, to su teorija subjektivne i teorija objektivne vrijednosti. U radu se daje pregled evolutivnog razvoja teorije procjene vrijednosti preduzeća, kao različite svrhe njegove procjene.

Procjena vrijednosti preduzeća je stručni zadatak, odnosno posebna djelatnost, koju realizuju sposobni i stručno nadgledani procjenjivači vrijednosti preduzeća, njihovog kapitala, sredstava i obaveza. Taj posao obavljaju prema individualnoj narudžbi i u skladu sa važećom doktrinom procjene vrijednosti. Profesionalni procjenjivač vrijednosti preduzeća, može biti samo pojedinac, koji je izvrstan poznavalac razvoja i dostignuća u struci i koji na najbolji način realizuje važeće stručne i profesionalno-etičke norme.

Početak posljednje decenije prošlog vijeka na području bivše Jugoslavije došlo je do uvođenja novih društveno-ekonomskih odnosa, novčanih i nenovčanih tržišta, posebno tržišta nekretninama i uopšte uvođenje tržišne ekonomije i kapitalnog poimanja vlasništva preduzeća što je stvorilo uslove za istraživanje i korišćenje teoretskog i praktičnog znanja o procjeni vrijednosti preduzeća.

UVOD

Uspješan procjenjivač vrijednosti može biti samo talentovani i univerzitetski obrazovan pojedinac, koji hrabro donosi odluke o brojnim važnim stvarima i uporno brani svoja mišljenja. On u kontinuitetu izvršava različite zadatke gdje bira ciljeve i puteve za njihovo rješenje. Susreće se sa slučajevima kada mora samostalno i odgovorno prosuđivati i argumentovati svoje odluke. Zato struka procjenjivača privlači kvalitetne pojedince koji se u kontinuitetu bave vrednovanjem preduzeća, njihovog kapitala ili vlasničkih dijelova, kao i sredstava i dugova.

1. RAZUMIJEVANJE PROCJENE VRIJEDNOSTI PREDUZEĆA

U ovom poglavlju upoznaćemo pojmovni horizont vrednovanja i vrijednosti, sa naglaskom na subjektivnu i objektivnu procjenu vrijednosti preduzeća i njegovog kapitala.

Šta je vrednovanje i šta je vrijednost?

Neki postavljaju temeljno pitanje, da li je procjena vrijednosti umjetnost, nauka ili možda vještina.¹ Pitaju da nije možda procijenjenoj vrijednosti dodan samo »naučni plašt« za subjektivno pred-

stavljanje kupovne ili prodajne cijene. Tako pojednostavljen pogled na procjenu vrijednosti je sigurno neprihvatljiv, jer se radi o profesionalnoj aktivnosti, koja ima važeću doktrinu i u okviru iste stručna i etička pravila djelovanja, izgrađena na naučnim činjenicama i najboljoj praksi. Mnogo naučnih zaključaka se prenosi u praksu procjene vrijednosti, što se pokazuje kroz razvoj više teorija, škola, načina i metoda procjene. Ipak, to još ne znači da se procjenjivač vrijednosti dnevno ne susreće sa pitanjima, na koja u aktuelnoj stručnoj literaturi ne može pronaći sve potrebne odgovore. Svaka procjena ima brojne karakteristike, koje zahtijevaju brižno upoznavanje i rješavanje predmetnog zadatka. Pri tome procjenjivaču pomažu aktuelna naučna literatura, stručno znanje, iskustva i praktična rješenja sličnih slučajeva na koje se može ugledati.²

Vrednovanje je stručni zadatak, odnosno posebna informacijska djelatnost, koju realizuju sposobni i stručno nadgledani procjenjivači vrijednosti preduzeća, njihovog kapitala, sredstava i obaveza. Taj posao obavljaju prema individualnoj narudžbi i u skladu sa važećom doktrinom procjene vrijednosti. Obično su to ovlaštene ili barem stručno provjereni specijalisti, koji imaju dovoljno poslovno-ekonomskog i drugog znanja, stručno i etički su primjereni za obavljanje ovakvih privredno povjerljivih zadataka. Rezultat njihovog rada su najčešće nezavisna i nepristrasna stručna mišljenja o tome koliko je predmet procjenjivanja vrijedan. Mogu se pojaviti i u drugim ulogama, kada daju subjektivna mišljenja za naručioca. Više o tome govorićemo u 3. poglavlju.

* Redovni profesor na Ekonomsko-poslovnom fakultetu Univerziteta u Mariboru; ovlašćeni procjenjivač vrijednosti preduzeća; ovlašćeni revizor i ovlašćeni interni revizor u Republici Sloveniji.

¹ O vrijednosti i o cijenama su i još će se voditi mnoge rasprave privrednih stručnjaka, političara, umjetnika i onih koji zagovaraju drugačija iskustva i istine. Na primjer:

- Oskar Wilde je govorio: "Ein Zyniker ist ein Mensch, der von jedem Ding den Preis und von keinem den Wert kennt."
- Vincent van Gogh kaže: "Ich kann nichts dafür, dass meine Bilder sich nicht verkaufen lassen. Aber es wird die Zeit kommen, da die Menschen erkennen, dass sie mehr wert sind als das Geld fuer die Farbe."
- Benjamin Franklin: „Wenn du den Wert des Geldes kennenlernen willst, versuche, dir welches zu leihen.“

Možda su izrečene misli umjetnika i drugih doprinijele tome da neki u procjenjivanju vrijednosti vide prije umjetnost nego nauku, što naravno nije tako („Valuation is much more an art than a science“). Izvor: Herbert R. Haeseler, Franz W. Hörman: Unternehmensbewertung auf dem Prüfstand. Wissenschaftliche Widerlegung US-amerikanischer Unternehmensbewertungskonzepte. Lexis-Nexis. Verlag ARD Orac, Wien 2008, str. V–VI.

² Dietmar Ernst, Sonja Schneider, Bjoern Thielen: Unternehmensbewertungen erstellen und verstehen. 3. Auflage. Verlag Franz Vahlen, München 2008, str. VII

Slika 1: Procjena vrijednosti³

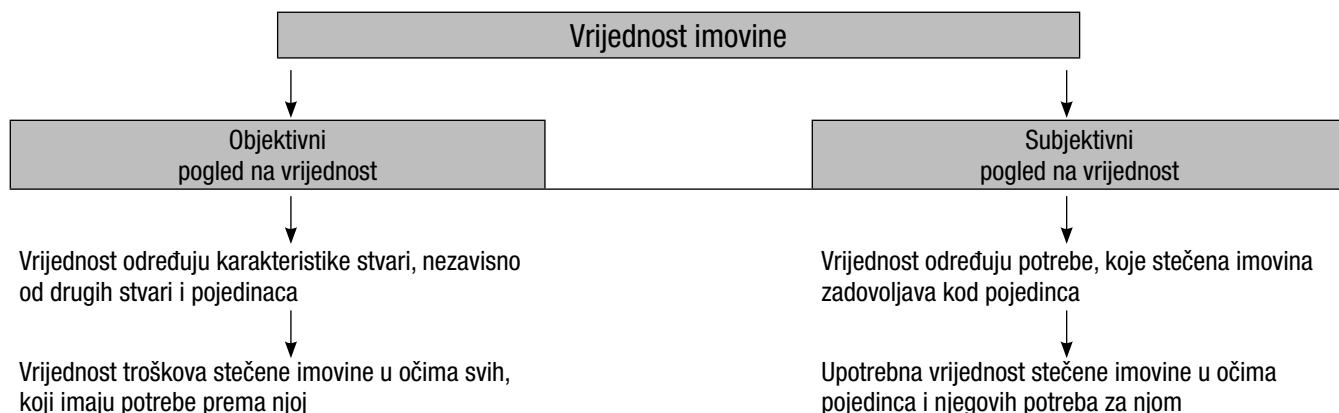
Šta procjenjujemo?	Zašto procjenjujemo?	Gdje procjenjujemo?
↓	↓	↓
→	↓	←
→	↓	←
→	↓	←
Ko procjenjuje?	Kada procjenjujemo?	Kako procjenjujemo?

Vrednovanje (engl. valuating, valuation, njem. Bewertung) je proces koji vodi do zaključivanja o vrijednosti, a njegova posljedica je određivanje vrijednosti. O vrijednosti postoje dva osnovna pogleda i posljedično dvije glavne teorije, gdje svaka na svoj način utemeljuje poimanje vrijednosti. Radi se o objektivnom i subjektivnom pogledu na vrijednost. **Objektivni način** govori da je vrijednost osobina stvari, koju ona sadrži i ne zavisi od drugih stvari. Radi se o teoriji vrijednosti koja je izgrađena na troškovima, koje imamo prilikom sticanja imovine u stvarnom ili drugom obliku. Objektivnu procjenu vrijednosti preduzeća očekujemo od procjenjivača vrijednosti, koji posao obavlja nezavisno i nepristrasno. Ipak, ni ta vrijednost nije nešto apsolutno, nego rezultat stručnih gledanja pojedinca procjenjivača na postavljeni zadatak; radi se, dakle, o njegovom

ličnom procjenjivanju vrijednosti. Drugačiju ulogu ima procjenjivač koji nastupa u ulozu zavisnog procjenjivača i zastupa samo interese naručioca, zato govorimo o subjektivnoj procjeni vrijednosti. **Subjektivni način** govori da je vrijednost imovine u očima potreba i htijenja pojedinaca. Vrijednost determinišu različite potrebe pojedinaca i zavisi od toga, kakve koristi vidi pojedinac u imovini. Iste zavise od mnogih činilaca, kao i od određenih vrijednosti u određenoj okolini.⁴

U poslovnom i privatnom životu prevladava subjektivni način i na vrijednost gledamo s tačke gledišta koristi, koje zadovoljavaju potrebe vlasnika imovine. U ovom slučaju vrijednost imovine nije nužno jednaka troškovima prilikom sticanja iste.

Slika 2: Teorije o vrijednosti imovine



Vrijednost je, dakle, karakteristika imovine, robe ili usluge sa kojima zadovoljavamo fizičke, fiziološke, estetske, duhovne, zdravstvene, socijalne ili druge potrebe. Možemo je mjeriti na različite načine:

- količinom dobijenog novca prilikom prodaje ili datog novca prilikom kupovine, na primjer tržišna vrijednost prodate, odnosno kupljene vrijednosti robe ili usluge;
- priznatim troškovima prilikom pribavljanja robe ili usluge, na primjer vrijednost obavljenog posla i drugih troškova;
- količinom toplote koju daje gorivo prilikom sagorijevanja, na primjer toplotna vrijednost goriva;

- količinom dobijenih kalorija, na primjer kaloričnom vrijednošću hrane;
- količinom dobijenih bjelančevina, na primjer biološka vrijednost bjelančevina;
- dokumentarnom vrijednošću gradiva;
- estetskim mjerilima, na primjer estetska vrijednost proizvoda;
- pozitivnim osobinama, na primjer vrijednost zdravlja, priznanja, razumijevanja, osjećajnosti, prijateljstva i drugo;
- ostalim mjerilima sa kojima mjerimo vrijednost nečega, na primjer temperature, oktanska vrijednost benzina i slično.

³ "I keep six honest serving-men / (They taught me all I knew); / Their names are What and Why and When / And How and Where and Who." Rudyard Kipling. Prevod: "Imao sam šest poštenih službenika, koji su me naučili svemu što sam znao. Njihova imena su bila: **Gdje** i **Šta** i **Kada** i **Zašto** i **Kako** i **Ko**."

⁴ "Der "subjektive" Wert ist der Wert, den der Gegenstand für eine ganz bestimmte einzelne Person hat (pretium singulare). Er wird synonym als "Interesse" und "Liebhaberwert" bezeichnet und ist grundsätzlich nur im Schadenersatz von Bedeutung. Hingegen ist der "objektive" Wert der Wert, den der Gegenstand allgemein, d.h. für jedermann hat (pretium commune). Er wird durch den im gewöhnlichen Geschäftsverkehr erzielbaren Verkaufserlös bestimmt. Synonym wird er als "Verkehrswert", als "Verkaufswert", als "Normalverkaufswert", als wahrer oder wirklicher Wert, als "objektiver", "tatsächlicher", als "innerer Wert", als, "gemeiner Wert", als "Marktwert" bezeichnet (Piltz, Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, 93). Gl. v: Gottwald Kranebitter (Hrsg.): Unternehmensbewertung für Praktiker. Linde Verlag Wien, Ges.m.b.H., Wien 2005, str. 26.

Govorimo i o apsolutnoj vrijednosti, funkcionalnoj vrijednosti, srednjoj vrijednosti, notnoj vrijednosti, toplotnoj vrijednosti, brojčanoj vrijednosti, nultoj vrijednosti i o drugim vrijednostima.⁵

Za naše proučavanje je najvažnija privredna vrijednost, koju determinišu korisna vrijednost, rijetkost i vrijednost zamjene. Korisnu vrijednost mjerimo korisnošću tj. upotrebljivošću za vlasnika, rijetkost shvatamo kao ograničenu ponudu nekog dobra, odnosno robe ili usluge, a vrijednost zamjene znači da možemo istim dobrom i trgovati.

1.1. Šta je vrijednost preduzeća, njegovih sredstava i obaveza i kakav je opšti cilj takve procjene?

Glavni predmet našeg proučavanja su one vrijednosti, koje su povezane sa količinom dobijenog ili datog novca, koji očekujemo prilikom zamjene vlasnika preduzeća, njegovih sredstava i obaveza. Nas zanima u novcu izražena vrijednost preduzeća, njegovih sredstava, odnosno obaveza, koju je moguće očekivati kod poslovnih transakcija, tj. prilikom njihove kupovine, odnosno prodaje. Ova vrijednost predstavlja vrijednost vlasničkog udjela, koji ima njegov većinski ili manjinski vlasnik u nekom preduzeću. Može biti procijenjena ali i ostvarena i sa teoretskog aspekta znači novčanu korist za ulagača, u našem slučaju je to vlasnik kapitalnog udjela. Prva nas usmjerava na poslovnu odluku, a druga je već realizovana i posljedica je usvojene odluke i predstavlja kupoprodajnu cijenu. Donosioci odluka u preduzeću stalno se suočavaju sa problemom donošenja pravih odluka, kako vrijednost robe ili usluga ne bi bila smanjena, već da bi rasla. Ako na primjer želimo prodati neku robu, moramo se potruditi da istu ne prodajemo po vrijednosti koja ne pokriva sve troškove i ne doprinosi poslovnom uspjehu preduzeća.

Svaka poslovna odluka neposredno ili posredno utiče na vrijednost preduzeća, njegovih sredstava i obaveza. Ako je odluka racionalna, onda sa njom vrijednost preduzeća i njegovih sredstava nećemo smanjivati, već ćemo ih sačuvati ili čak povećati, a smanjiti vrijednost obaveza. Ovakve odluke prihvataju uspješni vlasnici i menadžeri, koji upravljaju preduzećem i konstantno brinu za ovakve usmjerene i usklađene odluke koje čuvaju i jačaju njegovu vrijednost. Posebno vlasnici i njihovi menadžeri se više puta susreću sa potrebom upoznavanja realne vrijednosti preduzeća, pojedinačnog pogona ili druge organizacione jedinice, mašina, opreme, prostora i slično. Željeli bismo znati, koliko novca možemo dobiti za nenovčano sredstvo prilikom razmjene odnosno prodaje. Odgovor na to pitanje nije moguće tražiti u računovodstvenim podacima i izvještajima o vrijednosti stalnih i obrtnih sredstava i njihovih izvora. Knjigovodstvene vrijednosti mogu biti drugačije od tržišnih, koje se češće mijenjaju, zato nas bilansni i drugi računovodstveni podaci ne mogu zadovoljiti u potpunosti. U njima se kriju rezultati višegodišnjih računovodstvenih politika i ne prikazuju nam uvijek aktualne tržišne vrijednosti sredstava, obaveza i kapitala.

Prilikom procjene vrijednosti preduzeća⁶ potrebno je razlikovati vrijednost preduzeća od vrijednosti kapitala. Vrijednost preduzeća (engl. enterprise value) je novčani ekvivalent njegove sposobnosti ostvarivanja poslovnih koristi, bez obzira na izvor finansiranja. Radi se, dakle, o procijenjenoj, odnosno tržišnoj vrijednosti kapitala i obaveza. Kod vrijednosti kapitala (engl. equity value) se radi o procijenjenoj, odnosno tržišnoj vrijednosti kapitala. U teoriji i praksi procjene vrijednosti preduzeća, vrijednost preduzeća se obično shvata kao vrijednost kapitala. I mi ćemo u nastavku tako posmatrati procjenu vrijednosti preduzeća, osim u slučajevima kada ćemo čitaoca upozoriti na potrebno razlikovanje.

Prilikom vrednovanja, u centru pažnje je prije svega finansijska strana, odnosno finansijski položaj i uspjeh preduzeća, kada moramo sabrati i proučiti skup vrijednosnih i drugih podataka o preduzeću i njegovom okruženju i primjernim korištenjem izabranih načina, metoda i tehnika procijeniti vrijednost preduzeća. Drugačije je kod detaljnog pregleda (engl. due diligence), gdje je u prvom planu proučavanje i procjena šireg privredno-pravnog položaja preduzeća.

2. RAZVOJNI HORIZONT PROCJENE VRIJEDNOSTI PREDUZEĆA

Od sedamdesetih godina prošlog vijeka, teorija i praksa procjene vrijednosti imaju više razvojnih faza i u poimanju vrijednosti preduzeća su nastupile važne promjene.⁷ Glavnu ulogu dobijaju subjektivne teorije o vrijednosti preduzeća, zato ne možemo govoriti o objektivnoj vrijednosti, iako pravna i poslovno-ekonomska struka očekuju od procjenjivača objektivnu vrijednost. Mada nijedna procjena vrijednosti ne može biti potpuno objektivna, jer se radi o procjeni vjerovatnoće i same vrijednosti, koju obavi stručno osposobljeno lice. U centru pažnje je subjekat procjene, koji može reći (odlučiti), koliko je po njegovoj nezavisnoj i nepristrasnoj ocjeni vrijedan procjenjivani objekat. Iako pri tome ne smijemo stvarati dogme da postoji samo jedna objektivna ili jedna subjektivna vrijednost, jer je ona zavisna od svrhe i cilja procjene i naravno od mogućnosti prognoziranja samog procjenjivača. Na primjer, prilikom utvrđivanja vrijednosti objekta za poslovne potrebe (njem. Entscheidungswert) glavna pažnja usmjerena je na individualnu presudu (procjenjivanje) budućih poslovnih koristi (poslovnih rezultata i neto novčanih tokova) i rizika procjenjivača, koji su u skladu sa očekivanjima posloводства preduzeća. Radi se o subjektivnoj procjeni vrijednosti izabranog objekta, pri čemu prodajna cijena ne bi trebalo da prelazi donje (kod prodavača) odnosno gornje (kod kupca) procijenjene vrijednosti. Kod zaključivanja vrijednosti (njem. Schiedswert) radi se o kompromisu između kupca i prodavca o vrijednosti objekta i osnova je za definisanje kupovne ili prodajne cijene, kao i za pravnu osnovu poštene i primjerene vrijednosti objekta. Zamišljena vrijednost se može bitno razlikovati.⁸

⁵ Apsolutna vrijednost je vrijednost broja bez obzira na predznak; funkcijska vrijednost je korisna vrijednost neke robe ili usluge; srednju vrijednost dobijamo djeljenjem sume dvije ili više istovrsnih količina sa njihovim brojem; notna vrijednost je vrijednost trajanja note; toplotna vrijednost je količina toplote, koju daje gorivo pri gorenju; brojčana vrijednost je vrijednost nekog broja na određenom mjestu u broju, apsolutna nula je na -273 °C.

⁶ Slov. vrijednotenje preduzeća; engl. valuation, business valuation; njem. Unternehmensbewertung; franc. évaluation d'entreprise;

⁷ Njemački autor Piltz je još u osamdesetim godinama govorio o dvije faze prilikom procjenjivanja za potrebe zaključivanja primjerene cijene: u prvoj fazi (njem. Feststellungsphase) objektivno ocijenimo osnovnu vrijednost (njem. Grundwert), a u drugoj fazi (njem. Verhandlungsphase) subjektivno ocijenimo očekivane mogućnosti i učinke kod kupca preduzeća. Objektivna vrijednost se vidi u mogućnosti sadašnjeg vlasika preduzeća (šta je sadašnji vlasnik sposoban napraviti sa postojećim preduzećem), ne zanima nas sposobnost budućeg vlasnika preduzeća (šta će sa ovim preduzećem činiti budući vlasnik).

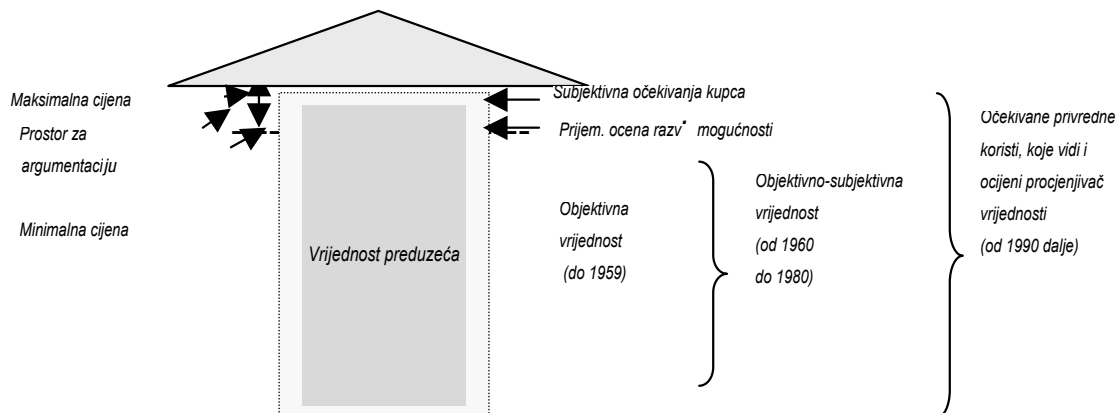
„Der objektivierte Unternehmenswert ist ein typisierter Zukunftserfolgswert, der sich bei Fortführung des Unternehmens in unverändertem Konzept und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen seiner Marktchancen und -risiken, finanziellen Möglichkeiten sowie sonstigen Einflussfaktoren ergibt“. Više o tome u: Romuald Bertl, Alexander Schiebel: Es gibt keinen objektivierte Unternehmenswert. Auch wenn es sich die betriebswirtschaftliche Bewertungspraxis bei der Schiedswertermittlung noch so sehr wünscht. Recht & Rechnungswesen – RWZ 12/03. Orac Verlag, Wien, str. 355.

⁸ „Genauso falsch wie das Dogma eines einzigen objektivierte Unternehmenswertes ist allerdings auch das Dogma eines einzigen subjektorientierten Unternehmenswertes, da u.a. dominierte transaktionsbezogene Bewertungsanlässe so nicht lösbar sind. Vielmehr ist der subjektorientierte Unternehmenswert untrennbar mit dem Bewertungsanlass und in weiterer Folge mit dem Bewertungszweck verbunden und verändert sich demgemäß mit einem sich ändernden Bewertungszweck...“ Već o tem gl: Romuald Bertl, Alexander Schiebel: Es gibt keinen objektivierte Unternehmenswert. Auch wenn es sich die betriebswirtschaftliche Bewertungspraxis bei der Schiedswertermittlung noch so sehr wünscht. Recht & Rechnungswesen – RWZ 12/03. Orac Verlag, Wien, str. 353. i dalje.

Današnje poimanje vrijednosti preduzeća izgrađeno je na funkcionalnom vrednovanju koje se ne obazire na objekat procjene, nego na svrhu i cilj procjene kao i ulogu procjenjivača u predmetnom zadatku (nezavisni i nepristrasni procjenjivač, savjetnik ili medijator) i naravno za razvojnu fazu, u kojoj se preduzeće nalazi (u početnoj fazi, fazi rasta, fazi stagnacije ili čak nazadovanja). Vrijednost

preduzeća, dakle, nije više opštevažeća i nije statična, nego proizlazi iz svrhe procjene i tome danas u pretežnoj mjeri odgovara procjena funkcionalne vrijednosti preduzeća pomoću dohodovnog i/ili tržišnog načina procjene (engl. income approach i/ili market approach).

Slika 3: Razvojni horizont procjene vrijednosti u Evropi



Razvojni horizont procjene vrijednosti u Evropi	do 1959.	1960 – 1980.	od 1990. dalje
1. Teorija procjene vrijednosti preduzeća	Teorija objektivne vrijednosti	Teorija subjektivne vrijednosti	Teorija funkcionalne vrijednosti
2. Vrste procjene vrijednosti preduzeća	Statička procjena	Statička i dinamička procjena	Dinamička procjena

3. PROFESIONALNI PROCJENJIVAČI VRIJEDNOSTI PREDUZEĆA

U ovom poglavlju ćemo predstaviti nosioce djelatnosti procjene vrijednosti preduzeća, dakle profesionalne procjenjivače vrijednosti u tri različite uloge.

3.1. Ko se bavi procjenjivanjem vrijednosti preduzeća, sredstava i obaveza?

Potrebu za procjenom vrijednosti ima svako, ko u vlasništvu ima i/ili posjeduje preduzeće, njegova sredstva ili obaveze i posljedično mora donositi poslovne odluke; mora obezbijediti na primjer poslovnu uspješnost preduzeća, njegovih proizvoda i usluga, dostići primjerenu vrijednost prodatog preduzeća, odnosno njegovog organizacionog dijela ili njegovog vlasničkog udjela i slično. Ovakva procjena vrijednosti je prisutna:

- prilikom obezbjeđivanja novčanih izvora i ulaznih predmetnih i nepredmetnih sredstava i ostalih dobara;
- prilikom pretvaranja ulaznih sredstava i drugih ulaznih dobara u poslovne učinke, u proizvode i usluge;
- prilikom prodaje, odnosno trženja ostvarenih proizvoda i usluga;
- prilikom prodaje predmetnih i nepredmetnih sredstava i vraćanja pozajmljenih novčanih sredstava;
- prilikom kupovine ili prodaje preduzeća, njegovih organizacionih jedinica, vlasničkih udjela i slično.

Prilikom analize poslovnih događaja potrebno nam je znanje o vrijednosti sredstava, dugova ili preduzeća, da bi mogla uslijediti

pravilna odluka. To znanje onaj koji odlučuje stiče učenjem i vještinama, a mogu ga podržavati i specijalisti u preduzeću ili izvan njega, koji se profesionalno bave proučavanjem i posredovanjem spoznaja (= informacija) za usmjeravanje i/ili usklađivanje odluke. Izvan preduzeća su to profesionalni procjenjivači vrijednosti, ovlašćeni revizori i savjetnici, a u preduzeću menadžerske računovođe odnosno kontrolori (engl. Controlllers), interni revizori, privredni analitičari i planeri i ostali, koji pomoću analize i procjene podataka mogu procijeniti vrijednost nekog sredstva, obaveze ili preduzeća. U većim bankama i drugim preduzećima možemo imati i posebnu organizacionu jedinicu (na primjer odjeljenje), koja se isključivo bavi procjenom vrijednosti, posebno za potrebe računovodstvenog izvještavanja (bilansiranja) i usputnog obezbjeđivanja odgovarajućih tržišnih vrijednosti nekretnina kod hipotekarnih kredita.

Prilikom procjene ovih sredstava, obaveza ili preduzeća, koja nisu predmet čestih kupovina i prodaja na tržištu, manje je prisutno znanje, jer su ovakve informacije rijetke i obično nisu dostupne svima, a na kraju još mnogo rizikujemo da li uopšte imamo prave spoznaje o vrijednosti upoređenog sredstva, obaveze ili preduzeća korisno za dati slučaj. Posebno tada, kada želimo spoznati vrijednost sredstava, duga ili preduzeća, teško ćemo naći jednake ili slične slučajeve (realizovane transakcije), koje bismo mogli uporediti.

Prvo ćemo morati proučiti u kojim dijelovima se određeno preduzeće ili sredstvo razlikuje od našeg i u vezi s tim obaviti potrebna prilagođavanja. Ako ne budemo imali ni takvih slučajeva, oslonićemo se na profesionalne procjenjivače, koji će procijeniti i reći svoje nezavisno i nepristrasno mišljenje o tome kakva je očekivana vri-

jednost sredstva, obaveze ili preduzeća, kada realizujemo kupovnu ili prodajnu svrhu.⁹

U poslovnom svijetu imamo, dakle, posebne stručnjake (specijaliste), koji imaju teoretsko i praktično znanje, potrebno za vjerodostojnu¹⁰ procjenu preduzeća, njegovih sredstava i obaveza. Radi se o eksternom (engl. valuer) ili unutrašnjem (engl. internal valuer) procjenjivaču vrijednosti, koji ispunjava sve zahtjeve nezavisnosti i stručne nepristrasnosti, kao što to zahtijeva važeća doktrina stručnog procjenjivača vrijednosti. Profesionalni procjenjivač je (engl. professional valuer), onaj koji pomoću izbora i korištenja odgovarajućih načina, metoda i tehnika vrednovanja može reći naručiocu kolika je prihvatljiva vrijednost preduzeća, njegovog rada, njegovih sredstava i dugova. Procijenjenu vrijednost mnogo puta koristimo kao osnovu prilikom dogovaranja o prodajnoj cijeni između kupca i prodavca. Inače, ona se oblikuje na tržištu prilikom suočavanja prodavca i kupca za prodaju i kupovinu preduzeća, njegovog sredstva ili obaveze; ali prilikom trgovanja potrebna je osnova ili prethodna procjena vrijednosti, da bi znali kakvu prodajnu odnosno kupovnu cijenu preduzeće ima.

Specijalista (ekspert) je razumna, iskusna i ličnost od povjerenja, od kojeg druga strana zahtijeva da da svoje nezavisno i nepristrasno mišljenje o nekoj stvari. U našem slučaju ima zadatak da da svoje stručno mišljenje (ekspertizu) o realnoj i poštenoj vrijednosti preduzeća, njegovog posla, sredstva ili obaveze. Radi se o izražavanju stručnog mišljenja, a ne o tvrdnji, jer nije moguće govoriti o jednoj samoj realnoj, odnosno apsolutnoj vrijednosti. Mnogo puta su specijalisti i stručni saradnici na sudovima, gdje učestvuju kao važni činioци prilikom presuđivanja spornih slučajeva i njihova nepristrasna procjena odlučujuće utiče na presudu sudije.

U poslovnom životu postoje brojni razlozi kada je potrebno znanje stručnjaka za procjenu vrijednosti. Mnogi od tih zahtijevaju angažovanje specijalista, koji dobro poznaju poslovnu ekonomiju, dakle, teoretske i praktične vidike djelovanja preduzeća, pa mogu uz odgovarajuća poslovno-ekonomska, matematičko-statistička i empirijska znanja i iskustva, ocijeniti njihovu privrednu moć i vrijednost. Među tim specijalistima je i procjenjivač vrijednosti preduzeća (engl. business valuer, njem. Unternehmensbewerter). To je lice koje zbog svog obrazovanja, osposobljenosti i iskustva može procijeniti vrijednost preduzeća, vlasničkih udjela u preduzeću i/ili nepredmetnih sredstava¹¹.

Procjena vrijednosti je osnovni zadatak procjenjivača preduzeća, njihovih organizacionih dijelova, sredstava i obaveza. Pored ovog osnovnog zadatka ima i druge, zato procjenjivači mogu nastupati i u drugim ulogama (kao savjetnici, posrednici, zastupnici i drugi u ime naručioca), ali mogu koristiti stručni naziv i predstavljati se kao ovlaštene procjenjivače samo onda, kada obave procjenjivačke zadatke nezavisnog specijaliste. Procjenjivač mora uvijek saopštiti u kakvoj ulozi nastupa; to mu nalažu i pravila Međunarodnih standarda vrednovanja (MSV 3 – Izvještavanje o procjeni vrijednosti),

prema kojim se procjenjivač vrijednosti ne smije predstavljati, potpisivati i pozivati se na to da je ovlaštene procjenjivač.¹²

Procjenjivač vrijednosti može nastupati u sljedećim ulogama:

- nezavisni procjenjivač (engl. independent valuer, njem. neutraler Gutachter) za procjenu vrijednosti preduzeća, njegove organizacione jedinice, vlasničkog udjela, njegovih sredstava ili obaveza; radi se o objektivnoj procjeni vrijednosti preduzeća koja je namijenjena poslovnim odlukama u vezi sa vrijednošću preduzeća;
- savjetnik (engl. consultant, njem. Berater, Parteiengutachter) naručiocu za zaključivanje i/ili postizanje željene vrijednosti i/ili tržišne cijene preduzeća, sredstva ili duga; radi se o subjektivnoj procjeni vrijednosti preduzeća i namijenjena je poslovnim odlukama u vezi sa vrijednošću preduzeća;
- moderator (engl. moderator, njem. Schiedsgutachter) ili posrednik (engl. mediator, njem. Vermittler) prilikom usklađivanja mišljenja partnera (stranaka) sa različitim predstavom o realnoj i poštenoj vrijednosti preduzeća, sredstva ili obaveza,¹³ radi se o opredjeljenju poštene, odnosno pravične vrijednosti, odnosno cijene između dvije subjektivne predstave o vrijednosti preduzeća (njem. "fairer" Einigungspreis aus zwei subjektiven Unternehmenswerten) i namijenjeno je povezivanju i zbližavanju interesa dvije stranke u vezi sa vrijednošću preduzeća.

Nezavisni procjenjivač vrijednosti je onaj koji:

- daje naručiocu objektivna (nezavisna i nepristrasna) i odgovorna pismena mišljenja (= iskaze) o realnoj i poštenoj vrijednosti preduzeća, njegovog rada, kapitalnog odnosno vlasničkog udjela, sredstava ili obaveza u vezi sa poslovnim (komercijalnim), pravnim, poreskim ili drugim namjerama;
- ima (javno) ovlaštenje za stručni rad i dosljedno poštuje važeću doktrinu nezavisne i nepristrasne procjene vrijednosti preduzeća, njegove organizacione jedinice, kapitalnog udjela, sredstava ili obaveza;
- kome stručna i ostala javnost vjeruje, ima povjerenje u njegovo stručno mišljenje, jer djeluje kao specijalista sa visokim nivoom procjene i znanja;
- djeluje nezavisno i naručiocu nudi potpuno nepristrasna i nezavisna znanja o realnoj i poštenoj vrijednosti preduzeća, njegovog posla, kapitalnog udjela, sredstva ili duga.¹⁴

Savjetnik naručioca za postizanje željene vrijednosti i cijene je onaj koji:

- daje naručiocu subjektivne pismene ili usmene stručne inicijative, kako postići željenu vrijednost i/ili cijenu prilikom kupovine ili prodaje (posla) preduzeća, kapitalnog udjela, sredstva ili duga; daje savjete koji se tiču promjene vrijednosti, najboljeg načina izvođenja posla (na primjer kupovine ili prodaje), upisa vrijednosti u poslovne knjige i ostalo;

⁹ Znanje, odnosno informaciju stiče svaki pojedinac sam, drugi nam mogu saopštiti samo pouzdana obavještenja ili poruke, pomoću kojih stičemo znanje. Primjer: novinar nam ne dostavlja informacije, nego nas izvještava o činjenicama, a čitaoci oblikuju informaciju; za neke čitaoce to uopšte neće biti informacija, već obavještenje, koja za njih neće imati značaj nove poruke.

¹⁰ Vjerodostojna procjena je kada je neko obavio profesionalno, odnosno na realan i pošten način i o tome da pismeno ili usmeno stručno mišljenje. Korisnik takve poruke ili izvještaja bez sumnje vjeruje da je takav izvještaj i za njega prihvatljiv.

¹¹ Gl. u: Pojmovnik izraza u Međunarodnim standardima procjenjivanja vrijednosti. Prevod osmog izdanja MSOV. Slovenski institut za reviziju, Ljubljana 2007, str. 202. Dostupno i na internet stranici Instituta.

¹² O tome je Slovenski institut za reviziju 24. marta 2009. poslao posebnu pismenu poruku svim ovlaštenim procjenjivačima vrijednosti u Sloveniji, koji glasi: "Potpis ovlaštenog procjenjivača vrijednosti, kada ovaj nastupa u ulozi finansijskog savjetnika."

¹³ Neki autori dodaju i četvrtu ulogu, koju ima procjenjivač kao poslovni savjetnik prilikom objelodanjanja, odnosno upravljanja vrijednošću preduzeća (njem. Steuerungsfunktion). U toj ulozi radi se o unutrašnjem procjenjivanju vrijednosti preduzeća; takvo procjenjivanje namijenjeno je vrednovanju preduzeća za potrebe djelatnosti kontrolinga (njem. controllingorientierte Unternehmensbewertung). Gl. u: Thomas Günther: Unternehmenswertorientiertes Controlling. Controlling Verlag Franz Vahlen GmbH., München 1997, str. 72.

¹⁴ O ulozi procjenjivača vrijednosti kao nezavisnog vještaka, savjetnika ili spravitelja (medijatora) gl. i u: Gottwald Kranebitter (Hrsg.): Unternehmensbewertung für Praktiker. Linde Verlag Wien, Ges.m.b.H., Wien 2005, str. 71–74.

- daje naručiocu stručne inicijative, kako postići privredne ciljeve prilikom povećanja vrijednosti kapitala, emitovanja novih akcija, prilikom likvidacije ili stečaja preduzeća; djeluje zavisno (= pristrasno), iako i dalje profesionalno (= stručno); u ime i za račun naručioca trguje (kupovina ili prodaja) preduzećem, njegovim organizacionim jedinicama, kapitalnim udjelima, sredstvima ili obavezama;
- naručilac mu povjerava da svojim procjenjivačkim ponašanjem i znanjem, ličnim i profesionalnim moralom proširi njegove spoznaje-znanja za postizanje privrednih ciljeva;
- nudi naručiocu nova znanja o načinima i metodama, odnosno u njegovo ime i za njegov račun obavlja aktivnosti koje su potrebne za postizanje željenog privrednog cilja sa područja vrijednosti ili cijene preduzeća, kapitalnog udjela, sredstva ili obaveze.

Moderator prilikom usklađivanja različitih mišljenja o vrijednosti i cijeni je onaj koji:

- u poslovnim (komercijalnim) ili pravnim poslovima posreduje između pravnih i fizičkih lica (stranaka) i usklađuje različita međusobno suprotna (konfliktna) mišljenja o vrijednosti ili cijeni preduzeća, sredstva, kapitalnog udjela ili obaveze, da bi oba lica došla do sličnog pogleda na vrijednost;
- neposredno i lično saraduje; poštuje integritet stranaka u sporu i djeluje kao nezavisan stručni autoritet, koji dobrim ugledom i poznavanjem važeće doktrine procjene može uticati na promjenu njihovih predstava o spornoj vrijednosti;
- na stručan i ubjedljiv način zblizava (sužava) različita mišljenja lica i traži kompromisna rješenja da bi riješili sporni problem u vezi sa vrijednošću odnosno cijenom preduzeća, kapitalnog udjela, sredstva ili obaveze;
- prilikom traženja kompromisnog rješenja obično određuje objektivni, odnosno nesporni dio vrijednosti, odnosno cijene kao i raspon između druge subjektivne predstave o vrijednosti, odnosno cijeni preduzeća, kapitalnog udjela, sredstva ili obaveze;
- mu stručna i ostala javnost povjeri pregovaračku ulogu, gdje djeluje kao nezavisni i nepristrasni pregovarač (posrednik, arbitar) sa visokim stepenom procjenjivačkog ponašanja i znanja kao i ličnog i profesionalnog morala;
- može između spornih lica postići usaglašavanje o prihvatljivoj vrijednosti preduzeća, kapitalnog udjela ili obaveze i na taj način riješiti problem koji opterećuje sporne stranke.

Mnogo procjenjivačkog znanja trebaju posjedovati i ovlašćeni revizori, poreznici, privredni savjetnici i kontrolori, odnosno upravljačke (=menadžerske) računovođe. Posebno velika potreba za znanjem nastupila je pedesetih godina prošlog vijeka, kada se već pojavio privredni procvat u zapadnoj Evropi,¹⁵ Japanu i drugdje u svijetu.¹⁶ Važnije teoretske analize sa ovog područja zapažamo nakon 1970. godine; najprije su prevladale takozvane objektivne teorije (njem. Theorie des Standpunktes, "Wert des Unternehmens so, wie es steht und liegt"). Još u šezdesetim godinama prevladavalo je mišljenje da za svako preduzeće postoji objektivna vrijednost, zato

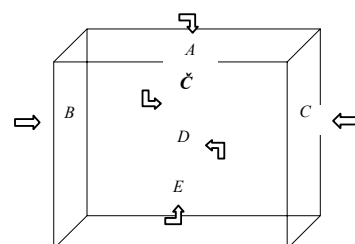
prilikom procjene nisu uzimali u obzir subjektivne komponente, na primjer znanja, poslovne veze, kvalitet poslovdstva. Vrijednost preduzeća je bila, dakle, isključivo obrađivana statički i na istorijski način. Za takvu procjenu se danas kaže da je izvedeno na nabavno-vrijednosni, odnosno troškovni način (engl. cost approach, njem. Substanzwertverfahren, Einzelbewertungsverfahren). Na vrijednost preduzeća su gledali s aspekta obezbjeđivanja postojećeg stanja i ponovnih nabavnih vrijednosti, zbog čega su procijenjene vrijednosti bile znatno drugačije od današnjih.¹⁷

Koji su stručni okviri procjene vrijednosti?

U procjenjivačkoj djelatnosti obično pravni propisi ne daju prednost izabranom načinu, metodu ili tehnici procjene vrijednosti. Ako su mišljenja o odgovarajućem izabranom načinu, metodu ili tehnici procjene različita, a posljedično su različite i procijenjene vrijednosti, konačna odluka je često prepuštena sudu. Teško je govoriti o jedinstvenom i najkvalitetnijem načinu kao i metodu procjene vrijednosti, jer postoji više rješenja, zato treba izabrati ono koje za određeni slučaj ima najizrazitiju snagu, dakle, najrazumnije ili najubjedljivije.

U teoriji i u praksi vrednovanja uvedena su standardna stručna pravila, koja olakšavaju izbor odgovarajućih načina, metoda i tehnika kao i izvođenje poslova, a pomažu struci prilikom zaštite i kod razvoja njene važeće doktrine.¹⁸ Pored ovih pravila imamo još mnogo stručnih knjiga o teorijskim i praktičnim raspravama i uputstava za izbor i izvođenje rješenja prilikom procjene vrijednosti preduzeća, njegovih sredstava i obaveza. Sva ta pomagala potrebno je shvatiti kao upustvo za traženje i izvođenje optimalnih rješenja, pomoću kojih bismo došli do stručno prihvatljivog, dakle, ubjedljivog i razumnog rješenja.

Slika 4: Tipologija vrijednosti



1. Objektivna i subjektivna vrijednost i statička i dinamička vrijednost (A)
2. Stvarna i nestvarna vrijednost (B)
3. Vrijednost u novčanom i nenovčanom obliku (C)
4. Tržišna i netržišna vrijednost (Č)
5. Korisna vrijednost i vrijednost zamjene (D)
6. Poštena i pravična vrijednost (E)

¹⁵ Sjetimo se važnog događaja: američki predsjednik Harry Truman je 12. marta 1947. godine u američkom kongresu predstavio doktrinu pomoći državama koje je ugrožavao komunizam (takozvana Trumanova doktrina); to je značilo i početak hladnog rata između Istoka i Zapada, koji je trajao sve do kraja osamdesetih godina.

¹⁶ U istočnoevropskim državama i u Sloveniji je procjenjivanje vrijednosti preduzeća aktuelno društveno i poslovno-ekonomsko pitanje tek od početka devedesetih godina prošlog vijeka, kada su stvoreni uslovi za tržišno privređivanje kao i za prodaju preduzeća i drugih poslovnih lica.

¹⁷ Gl. u: Gottwald Kranebitter (Hrsg.): Unternehmensbewertung für Praktiker. Linde Verlag Wien, Ges.m.b.H., Wien 2005, str. 77. i 78.

¹⁸ Važeća doktrina procjenjivanja vrijednosti je podržana naprednijim teorijskim spoznajama u struci i praktičnim rješenjima, koje struka smatra za najprimjerenije. Radi se o najboljoj teoriji i najboljoj praksi u datom vremenu i u datim uslovima.

4. RAZLOZI ZA PROCJENU VRIJEDNOSTI PREDUZEĆA

U daljoj istoriji su na preduzeće najprije gledali kao na tržišnu robu u ograničenom smislu. Predmet kupovine i prodaje bili su samo predmetni dijelovi preduzeća, a ne potpuno preduzeće kao poslovno lice. Njegova potraživanja i obaveze su najprije bile neprenosive i tek kada su se formirala pravna lica u kasnom srednjem i novom vijeku, preduzeće sa svim svojim sredstvima i dugovima postalo je predmet trgovanja.¹⁹ Danas obično polazimo od toga da je pravno lice sposobno i primjereno za trgovanje, dakle, za kupovinu i prodaju, a predmet kupovine može biti kompletno preduzeće ili njegov dio, odnosno ukupni kapital ili dio kapitala (= kapitalni, odnosno vlasnički dio).

Prilikom procjene vrijednosti ne radi se o nepovjerenju u kvalitet računovodstvenih izvještaja i podataka, nego o spoznaji vrijednosti preduzeća, koja proizlazi iz postavljene svrhe i ciljeva vrednovanja, privrednih odnosa u preduzeću i njegovom okruženju. Računovodstvo nam nudi podatke i izvještaje, koji odgovaraju računovodstvenim pravilima aktivnog ili neaktivnog preduzeća u određenom poslovnom okruženju. To okruženje postavlja različita pravila evidentiranja i vrednovanja privrednih kategorija i zbog toga se mogu pojaviti bitne razlike između procijenjenih i računovodstveno prikazanih vrijednosti. Zato moramo imati dovoljno znanja o tome šta nam nudi računovodstvo a šta izvještaj procjenjivača.

Računovodstvena struka nam unutar načela i standarda kao i pravnih pravila dozvoljava uvođenje računovodstvenih politika kao izbora legalnih mjera za vrednovanje privrednih kategorija. Posljedično su različite i stručno prihvatljive i predstave imovinskog i finansijskog položaja kao i poslovnog uspjeha. Sadržajno različiti iskazi nisu stručno suprotni, jer su rezultat prihvaćenih politika i stvaranja kao i oslobađanja dozvoljenih latentnih rezervi. Neprihvatljivi su kada vrhovno posloводство preduzeća (= top menadžment) prihvata suprotne računovodstvene politike, a računovodstveni iskazi sadrže nedozvoljene skrivene rezerve i skrivene gubitke.²⁰

U odnosima aktivnog preduzeća ne možemo stvoriti idealan računovodstveni odnos da bi povremeni računovodstveni iskazi – mislimo prije svega na bilans stanja i bilans uspjeha – u svim pogledima odgovarali apsolutnoj stvarnosti. Mnoge privredne kategorije možemo samo ocijeniti, na primjer amortizaciju, koja je novčana nadoknada za trošenje osnovnih sredstava, a neke uopšte ne ocijenimo i uključimo ih u tradicionalne računovodstvene izvještaje, na primjer vrijednost goodwill-a preduzeća, istraženog tržišta, organizacionog sastava preduzeća i drugo.

Djelovanje preduzeća u okruženju sa razvijenim tržištem i slobodnom konkurencijom zahtijeva visok stepen znanja o procjeni vrijednosti preduzeća i njegovih dijelova. Vrhovno posloводство i vlasnici preuzimaju odgovornost za postojanje i razvoj preduzeća, a prije svega za obaveze prema povjericima. Vlasnici imaju opravdan interes za čuvanje i oplemenjivanje kapitala. Na preduzeće gledaju kao na finansijsko ulaganje, koje im se isplati onda kada nazad dobiju ono što su uložili i još nagradu za ulaganje u obliku dividendi, vrijednosti kapitala ili drugih nadoknada. Da bi znali da li je ulaganje smisaono, odnosno dovoljno sigurno i unosno, moraju na raspolaganju imati brojna saznanja, takođe i o vrijednosti preduzeća. Pomoću njih postižu veću poslovnu preglednost i lakše se a prije svega bezbjednije odlučuju za poslovne poteze. Osim njih tu su i drugi postojeći potencijalni investitori, koji povremeno ili trajnije ulažu novac u preduzeća i žele znati kakva je poslovna korist i vjerovatnoća njene realizacije.

Danas imamo različite potrebe za procjenom vrijednosti preduzeća i procjenjivač vrijednosti može imati različite uloge. Razumijevanje procjenjivačke djelatnosti je procijenjena vrijednost izgrađena na osnovnoj svrsi procjene. Čvrsto je povezana sa svakim transakcijskim i netransakcijskim razlogom procjene. Netransakcijski razlozi su oporezivanje sredstava, procjena kreditne sposobnosti, proučavanje rasta vrijednosti za potrebe poslovanja i drugo. Transakcijsko uslovljeni razlozi su oni koji obično vode do promjene vlasništva i povezani su sa objektom procjene.

¹⁹ Slična situacija je danas kod fizičkog lica koje ima status samostalnog preduzetnika. Prestankom djelovanja ili prodajom takvo lice prestaje postojati i vlasnik mora prije prestanka i brisanja samostalnog preduzetnika poravnati sve obaveze, odnosno dugove.

²⁰ Latentne rezerve su posljedica legalnih računovodstvenih pravila (pretpostavki, načela i standarda) i računovodstvenih usmjerenja poslovnog lica. Predstavljaju razliku između niže knjigovodstvene i više nadoknadne vrijednosti sredstava kao i između više knjigovodstvene vrijednosti i niže otplative vrijednosti obaveza do izvora sredstava. Povremeno su problem, jer ih otkrijemo prije ili kasnije, ako ne prije, onda kada sredstvo ili obavezu konačno izolujemo iz poslovanja (otuđimo, poravnamo obaveze). Zato tihe rezerve prvo vode ka smanjenju, a onda ka povećanju poslovnog rezultata. Skriveni gubici su posljedica obratnih situacija i nepoštovanja računovodstvenih pretpostavki, načela i standarda i nisu usklađeni sa važećom računovodstvenom doktrinom.

Oblikovanje latentnih rezervi:	Otkrivanje latentnih rezervi:
povećanje rashoda i smanjenje poslovnog rezultata	povećanje prihoda i poslovnog rezultata

Poznajemo više vrsta latentnih rezervi: rezerve po volji zakonodavca i nosilaca računovodstvenih pravila, rezerve na osnovu računovodstvenih politika i rezerve na osnovu odluka preduzeća. Gl. v: Franc Koletnik: Proučavanje (analiziranje) računovodskih izkazov. Ekonomsko-poslovni fakultet Univerziteta u Mariboru, Maribor 2006, str. 170. i 171.

Slika 5: Razlozi za procjenu vrijednosti²¹

Transakcijski razlozi		Netransakcijski razlozi
Prevladavajući	Neprevladavajući	
<ul style="list-style-type: none"> • kupovina ili prodaja preduzeća ili dijela preduzeća • ulazak člana u preduzeće bez isključenja postojećih • osnivanje preduzeća pomoću drugog preduzeća • udruživanje, razdruživanje, poštena podjela i vrijednost • zaključivanje vrijednosti izdatih dionica kod društava, koja idu na organizovano finansijsko tržište 	<ul style="list-style-type: none"> • pravo člana društva na otpremninu prilikom napuštanja • prisilno napuštanje člana sa novčanom otpremninom • drugi razlozi vezani za promjenu vlasništva i pravno-organizacijskog položaja preduzeća 	<ul style="list-style-type: none"> • oporezivanje sredstava i kapitala • procjena kreditne mogućnosti • sanacija preduzeća • prprocjena rasta vrijednosti preduzeća

Imamo, dakle, raznovrsne potrebe i korisnike, koje možemo grupisati u sljedeće karakteristične vrste potreba: procjena vrijednosti preduzeća za poslovne potrebe, za pravne potrebe kao i za poreske, finansijske i druge potrebe.²² Sve te potrebe ćemo detaljno predstaviti u sljedećim poglavljima.

4.1. Procjena vrijednosti preduzeća za poslovne potrebe

Privredni procvat u Zapadnoj Evropi, SAD, Japanu i u nekim drugim državama je nakon 1950. godine prouzrokovao mnogo prodaja, kupovina, osnivanja i likvidacija preduzeća. Istovremeno je rasla potreba za profesionalnim procjenjivačima preduzeća. Prvo su naručioc koristili usluge ovlašćenih revizora, a kasnije sa ovlašćenim procjenjivačima, istim ovlašćenim revizorima i drugim privrednim stručnjacima, koji su stekli procjenjivačko znanje i povjerenje javnosti u njihovu nepristrasnu, nezavisnu i kvalitetnu procjenu vrijednosti preduzeća, vlasničkih udjela, njihovih sredstava i obaveza.

Procjenjivač vrijednosti može imati i ulogu privrednog savjetnika. Naručilac, naime, očekuje da će mu naći, odnosno upozoriti ga na što više argumenata za oblikovanje subjektivnog dijela cijene. Raspon za taj dio cijene je širok i teorija procjene ne daje znanja o egzaktnoj procjeni. Pored toga takav savjetnik je dobrodošao, kada vlasnik odlučuje o izdavanju ili prodaji akcija, o prodaji preduzeća ili vlasničkog udjela, o kupovini drugog preduzeća, o sanaciji i likvidaciji preduzeća, u vezi sa porezom i drugim obavezama.

U poslovnom životu postoje, dakle, brojni razlozi za vrednovanje (posla) preduzeća, njegovih sredstava i obaveza. Mogu imati samo poslovni značaj u poslovanju preduzeća, kada se za procjenu interesuju poslodavci, vlasnici, povjerioci, pravosudni ili poreski organi. Za vlasničke i menadžerske potrebe vrednujemo preduzeće, njihova sredstva i/ili obaveze kod sljedećih događaja:

- osnivanje preduzeća: procjena vrijednosti sredstava, dugova i kapitala prilikom osnivanja;
- promjena vlasništva i kapitala: prodaja preduzeća i promjene u vlasničkim udjelima te istupanju suvlasnika;
- udruživanja i podjela preduzeća: udruživanje (pripajanje i spajanje) preduzeća i podjela preduzeća;
- promjena pravno-organizacijskog oblika i prenosi imovine preduzeća;
- računovodstvo i računovodstveno izvještavanje: prepoznavanje i mjerenje vrijednosti privrednih kategorija;
- za poslovodne potrebe: unutrašnje proučavanje privrednog položaja i uspjeha preduzeća; nepristrasna presuda imovinskog i finansijskog položaja i poslovne i novčane uspješnosti preduzeća;
- kriza i sanacija i prestanak djelovanja preduzeća: redovna likvidacija preduzeća;
- za poslovodne i nadzorne odluke kod dugoročnog usmjeravanja i ravnomjernog razvoja preduzeća.

Najviše razloga i posljedično izabranih načina i metoda procjene vrijednosti preduzeća leži u realizovanim ili planiranim promjenama vlasništva preduzeća, koja mogu nastati udruživanjima ili preuzimanjem (engl. Mergers & Acquisitions, M&A). Tu pripadaju kupovina i prodaja, udruživanje, zajedničke investicije, razni alternativni oblici kupovine preduzeća, kao što su: unutrašnji otkup, koji obave menadžeri preduzeća (engl. Management Buy Out, MBO), otkup preduzeća dugom (engl. Leveraged Buy Out, LBO), otcjepljenje (engl. Spin-Off), emitovanje akcija preko prve javne ponude (engl. Initial Public Offering, IPO), otkup akcija, javne ponude za

²¹ Autori različito grupišu razloge za procjenjivanje vrijednosti, za šta su motivi u potrebama, tržišnim okruženjima i pravnim uređenjima preduzeća, na primjer: Romuald Bertl, Alexander Schiebel: Es gibt keinen objektivierte Unternehmenswert. Auch wenn es sich die betriebswirtschaftliche Bewertungspraxis bei der Schiedswertermittlung noch so sehr wünscht. Recht & Rechnungswesen – RWZ 12/03. Orac Verlag, Wien, str. 354.

Dr. Stefan Behringer: Unternehmensbewertung der Mittel- und Kleinbetriebe. Erich Schmidt Verlag, Berlin 2004, str. 33–36. Autor govori o prevladavajućim i neprevladavajućim razlozima kao i o glavnim i sporednim funkcijama procjenjivanja vrijednosti preduzeća.

²² U knjizi Dietmar Ernst, Sonja Schneider, Bjoern Thielen: Unternehmensbewertungen erstellen und verstehen. Ein Praxisleifaden, 3. Auflage, Verlag Franz Vahlen München 2008, str. 1 možemo upratiti sljedeće razloge za procjenjivanje vrijednosti preduzeća:

— preduzetničke inicijative:	kupovina ili prodaja preduzeća, povećanje kapitala i dugova, ulaz na berzu, menadžerski otkup preduzeća (engl. management buyout), upravljanje sa vrijednošću preduzeća (engl. value-based management), mišljenje o poštenosti (engl. fairness opinion);
— zakonski propisi:	otpremnina u dionicama, otpremnina u novcu, udruživanje i razdvajanje, istisnuti iz posla (engl. squeeze out), insolventnost (njem. Spruchstellenverfahren); drugo (njem. Wertschmelzung, Spaltung, Umwandlung);
— ugovorne osnove ili u okviru metode razdvajanja:	izlaz partnera iz ličnog društva, nasljeđivanje, otpremnina u porodičnom pravu, mišljenja eksperata i arbitražni dogovori (njem. Schiedsverträge);
— bilansni razlozi:	privredno-pravni razlozi za procjenjivanje, neopredmetena sredstva, poresko-pravni razlozi za procjenjivanje, međunarodni računovodstveni izvještaji.

preuzimanje preduzeća koja kotiraju na berzi i drugo. Radi se o procjeni vrijednosti preduzeća koja su osnova za preduzetničke transakcije.

S aspekta investicionog bankarstva i razloga za procjenu vrijednosti preduzeća govorimo o procjeni vrijednosti za prvu javnu ponudu (IPO), preuzimanju i finansijskim analizama.²³ Prilikom procjene vrijednosti preduzeća za potrebe prve javne ponude radi se o određivanju cijene emitovanih akcija, koje bi pozitivno uticale na sekundarno tržište i uključivala bi interese preduzeća, finansijskih investitora i vodećih banaka. Polazna tačka za takvu procjenu je dugoročni, odnosno strateški poslovni plan preduzeća sa procjenama za nekoliko budućih godina i sa procjenom njihove pouzdanosti (njem. Plausibilitätsprüfung). Za procjenu vrijednosti možemo koristiti tržišne analize i brojne aktualne tržišne vrijednosti (EV/EBITDA, EV/EBIT, P/E, P/BV i drugi),²⁴ diskontiranih budućih prihoda (novčanih tokova ili poslovnih rezultata). Dolazimo do spoznaje okvira u kojem bi se mogla kretati promjenljiva ponudena cijena i potraživanje za emitovane akcije.

Prilikom procjene vrijednosti za udruživanja i preuzimanja (M&A) procjenjivač je obično u ulozi nezavisnog i nepristrasnog procjenjivača, a može biti i u ulozi savjetnika, kada obavlja savjetničke poslove u vezi sa procjenom i zaključivanjem odnosa kod vrijednosti dionica društava koja se udružuju. I ovdje ćemo imati najčešće posla sa procjenom tržišnih vrijednosti i diskontovanja budućih slobodnih novčanih tokova. Na ovom području, posebno kod ovih velikih transakcija, uvodimo i institut mišljenja o poštenju (engl. fairness opinion), kada se nezavisni eksterni procjenjivač iz ugledne investicione banke ili kao samostalni nezavisni stručnjak (procjenjivač vrijednosti, ovlašćeni revizor) uključi da da mišljenje o cijeni za transakciju, odnosno realnost kursa razmjene akcija. Ovakva potreba se pojavljuje posebno kod udruživanja dvije ili više velikih kompanija, čije akcije kotiraju na berzi, a informacije su dostupne stručnoj i drugoj javnosti. Na ovaj način želi se postići što veća preglednost same poslovne transakcije i zaštititi interesi malih akcinara.

Procjenom vrijednosti se bave i **finansijski analitičari u ulozi spoljašnjeg posmatrača**, koji pomoću podataka u posmatranom preduzeću i na tržištu procjenjuju razvoj vrijednosti neke akcije, često dajući preporuku za kupovinu ili prodaju takvih dionica. Poštenu tržišnu vrijednost određuju pomoću tržišnih vrijednosti, diskontovanih budućih slobodnih novčanih tokova ili čak sa modelom realnih opcija. Metoda je posebno prisutna u slučajevima kada imamo posla sa procjenom vrijednosti, koje su rezultat brojnih poslovnih činilaca sa različitim razvojnim trendovima, a u rastućim preduzećima značaj dobija model realnih opcija.

4.2. Procjena vrijednosti preduzeća za pravne svrhe

Procjena vrijednosti može biti namijenjena i pravnim stvarima, kada se sudskim putem ili na drugi način rješava problem utvrđivanja i priznavanja poštene i realne vrijednosti preduzeća, njegovog organizacionog ili vlašićkog dijela, sredstva ili obaveze za dalje svrhe:

- prisilna raspodjela i prisilni prenos vlasništva preduzeća, odnosno njegovih organizacionih jedinica i vlasničkih udjela na državu;
- privatizacija državnih preduzeća;
- pravna presuda poslovnih ugovora, poslovnih koristi i odšteta;
- prijedlog poravnanja za odvojene članove ili manjinske akcionare;
- vlasnički udio sa stvarnim ulaganjem u preduzeće;
- nasljeđivanje preduzeća i vlasničkih udjela;
- insolventnost, prisilno poravnanje (finansijska reorganizacija) i stečaj preduzeća;
- drugi privredni slučajevi na sudovima.

Prilikom obavljanja posla za pravne potrebe procjenjivač vrijednosti u pravilu ne koristi posebne načine i metode procjene već bira između onih koje su teorija i praksa procjene namijenile poslovnim potrebama. Razlike se pojavljuju u slučajevima kada pravne norme određuju izabrane načine i metode procjene, koje procjenjivač mora uzeti u obzir prilikom izražavanja svog mišljenja. Mada je i u takvim slučajevima ovlašćeni procjenjivač nezavisan i nepristrasni specijalista, koji sudu daje pouzdano stručno mišljenje o vrijednosti sudskog predmeta. Zato pored savremenog teorijskog znanja trebamo imati i praktična iskustva o tome kako vjerodostojno ocijeniti vrijednost preduzeća, njegovog organizacijskog i vlasničkog dijela, sredstava ili duga.

Nosioci ovakve vrste pravnih potreba (tužioc, sudije i drugi) su posebno u prošlosti od procjenjivača vrijednosti očekivali da će prvo ocijeniti objektivnu vrijednost preduzeća, koja za obe strane može biti već obavezna i kasnije još možda subjektivnu vrijednost. Pri tome je teži zadatak u drugom koraku, kada mora ocijeniti subjektivni dio (dakle, gornju vrijednost preduzeća), za koji obično nisu poznati svi uticajni faktori i, dakle, nije ih moguće pouzdano izmjeriti i ocijeniti. Zato nije slučajnost, da su u evropskim sudskim predmetima prevladali upravo načini i metode procjene vrijednosti, po kojima je moguće što objektivnije doći do vrijednosti preduzeća. Takva rješenja vide vrijednost prije svega u stalnim i pokretnim sredstvima, umanjenu za eventualne obaveze koji terete takva sredstva.

Razvojem dinamičke teorije i prelaskom sa objektivnog na subjektivno vrednovanje i procjenjivač vrijednosti u ulozi sudskog vještaka postepeno odbacuje stare teorije i načine i metode procjene i prihvata savremene doktrine procjene vrijednosti. Prvo nastupa kao procjenjivač privrednih koristi ili privredne štete i tek onda u

²³ Gl. I u: Gottwald Kranebitter (Hrsg.): Unternehmensbewertung für Praktiker. Linde Verlag Wien, Ges.m.b.H., Wien 2005, str. 64. i 74–75.

²⁴ Radi se o traženju tržišne vrijednosti pomoću primjerljivih transakcija (transaktionsmultiples) odnosno primjerljivih relativnih brojeva (kazalnikov, peer - multiples) kao što su:

- EV/EBITDA = odnos između tržne vrijednosti preduzeća i dobiti iz poslovanja (= dobit prije troškova finansiranja, poreza i amortizacije) ; EV – enterprise value; Brutto Unternehmenswert;
- EBITDA – earnings before interest, taxes, depreciation and amortization; Betriebserfolg vor Abschreibungen; množitelj vrednosti EBITDA;
- EV/EBIT = odnos između tržišne vrijednosti preduzeća i dobiti iz poslovanja (= dobit prije troškova finansiranja i poreza); EBIT – earnings before taxes; Ergebnis vor Steuern; množitelj vrednosti EBIT;
- P/E = odnos između tržišne vrijednosti, odnosno cijene i čiste dobiti iz poslovanja na dionicu; P – price, Preis; E – earnings; Ergebnis, Betriebserfolg; množitelj vrijednosti čiste dobiti iz poslovanja na dionicu;
- P/BV = odnos između tržišne i knjigovodstvene vrijednosti kapitala; BV – book value; množitelj knjigovodstvene vrijednosti kapitala.

ulozi procjenjivača vrijednosti određenog objekta. Svoje mišljenje daje nezavisno i nepristrasno sa spoznajnim osnovama, iz kojih je moguće vidjeti donju i gornju i najvjerovatniju vrijednost preduzeća ili drugog određenog objekta.²⁵

U vansudskim postupcima se procjenjivač vrijednosti pojavljuje onda kada se radi o spornim stvarima, a njihovi učesnici imaju različite predstave kao i zahtjeve o vrijednosti objekta i žele taj problem riješiti izvan sudskog postupka i pomoću nezavisnog arbitra. U takve slučajeve se može uključiti procjenjivač vrijednosti i dati svoja nezavisna i nepristrasna mišljenja o subjektivnim predstavama o vrijednosti i priložiti tzv. poštenu i saglasno usvojenu vrijednost preduzeća ili drugog objekta. Takvom procjenjivaču je, dakle, povjerena uloga određivača vrijednosti preduzeća, njegovog organizacijskog ili vlasničkog dijela, koji se pojavljuje o toj vrijednosti između subjektivne procjene kupca i prodavača, odnosno između tužitelja i tuženog. Ponekad se – ne samo u sudskim predmetima – konačna prodajna cijena određuje jako jednostavno: izračuna se srednja vrijednost između vrijednosti kupca i prodavača.²⁶

4.3. Procjena vrijednosti preduzeća za poreske, finansijske i druge potrebe

Vrednovanje može biti namijenjeno mnogim unutrašnjim ili spoljašnjim potrebama u preduzeću, zato o toj struci moraju mnogo znati i top menadžeri i naravno računovodstveni, revizijski i finansijski specijalisti. Radi se o sljedećim vrstama vrednovanja:

- za poreske i osiguravajuće potrebe: procjena vrijednosti preduzeća, vlasničkih udjela, organizacionih dijelova, sredstava i obaveza za potrebe određivanja poreskih obaveza, premija osiguranja, i ošteta i drugog;²⁷
- za opšte društvene potrebe: za trajne i druge društvene potrebe; procjena vrijednosti ulaganja za sprečavanje šteta i šteta u okolini, koje je prouzrokovala preduzetnička djelatnost;
- za potrebe povjerilaca: procjena vrijednosti preduzeća, vlasničkih udjela i sredstava za jamstva kod najma, povećanja ili produžavanja kredita i pozajmica;
- za stručnu i drugu javnost: spoljašnje proučavanje finansijskih analitičara, istraživačkih novinara i drugih o stanjima i promjenama vrijednosti preduzeća, vlasničkih udjela, akcija, cijena kod kupoprodaje preduzeća i drugo.

Summary

Estimation of the value of a company is a process that leads to the conclusion about its value. There are two basic views on the value of a company and consequently two main theories, theory of objective and theory of subjective value. This paper reviews the evolution of the theory of valuation of a company, as well as different purposes of its assessment.

Estimate of the value of a company is a professional task, or a special activity, realized by capable and professionally monitored appraisers of the value of a company, its capital, assets and debts. This is done by individual order and in accordance with current doctrine of valuation. A professional appraiser of the value of a company, can only be an individual who has an excellent knowledge of development and achievements in the field and realizes in the best way current technical, professional and ethical standards.

At the beginning of the last decade of the last century in the former Yugoslavia, there has been an introduction of new socio-economic relations, monetary and non-financial markets, particularly the housing market and in general introduction of market economy and capital notion of the ownership of a company, which has created conditions for the exploration and the use of theoretical and practical knowledge about valuation of a company.

U svim tim slučajevima procjenjivač vrijednosti može se pojaviti u ulozi nezavisnog i nepristrasnog specijaliste, savjetnika ili modera-tora, odnosno posrednika.

ZAKLJUČAK

U tranzicijskim državama se poslovno-ekonomska misao sve do početka devedesetih godina prošlog vijeka nije bavila teorijskim i praktičnim horizontima procjene vrijednosti preduzeća, jer su oni bili bez pravih vlasnika – govorili smo o opštoj društvenoj i/ili državnoj imovini, koju nije bilo moguće ni kupiti ni prodati, osim nekih manjih dijelova preduzeća. Poslovno i društveno okruženje, dakle, nije dozvoljavalo vlasništvo i trženje preduzeća. Zato i nije bilo potrebe za dublje proučavanje i osposobljavanje savremenih teorijskih i praktičnih načina procjene njihovih vrijednosti. Tek uvođenje novih društveno-ekonomskih odnosa u početku posljednje decenije prošlog vijeka, novčanih i nenovčanih tržišta, posebno tržišta nekretninama i uopšte uvođenje tržišne ekonomije i kapitalnog poimanja vlasništva preduzeća je stvorilo uslove za istraživanje i korištenje teoretskog i praktičnog znanja o procjeni vrijednosti preduzeća. U nauci i praksi to područje istražuju različite poslovno-ekonomske discipline i struke. Za njih je značajan visok nivo znanja različitih oblasti: proučavanja računovodstvenih iskaza, poslovnih finansija, poslovnog planiranja, privrednog i poreskog prava, poslovodstva i posebnih znanja o važećoj doktrini procjene vrijednosti. Zato profesionalni procjenjivač vrijednosti preduzeća, njihovog kapitala, sredstava i obaveza može biti samo pojedinac, koji je izvrstan poznavalac razvoja i dostignuća u struci i koji na najbolji način realizuje važeće stručne i profesionalno-etičke norme.

LITERATURA

1. Franc Koletnik: Koliko je vredno podjetje – vrednotenje in trženje podjetij. Druga prenovljena in dopolnjena izdaja. Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije. Ljubljana 2010.
2. Druga domaća i strana literatura.

²⁵ Već smo rekli da su se u teoriji i praksi procjenjivanja vrijednosti uvela dva osnovna načina i to objektivni i subjektivni način. Objektivna vrijednost prevladava posebno u pravnim stvarima, a subjektivna u poslovnim transakcijama, gdje procjenjivač kaže kakav je granični raspon cijene (njem. Grenzpreis), koji je između gornje (njem. Preisobergrenze) i donje (njem. Preisuntergrenze) granice raspona. Gl. I u: Gottwald Kranebitter (Hrsg.): Unternehmensbewertung für Praktiker. Linde Verlag Wien Ges.m.b.H., Wien 2005, str. 19.

²⁶ O ulozi procjenjivača vrijednosti gl. i: Franc Koletnik, Iztok Kolar: Forenzično računovodstvo, U. pogl. Zveza RFR Slovenije, Ljubljana 2008, str. 196-216.

²⁷ O poreskopравnim i drugim ovakvim potrebama za procjenjivanjem vrijednosti preduzeća (udruženja, preoblikovanja, unosa sredstava i dokapitalizacije, djeljenja i spajanja) i proučavanjem za stručnu i drugu javnost u Austriji gl. i u: Dr. Gottwald Kranebitter (Hrsg.): Unternehmensbewertung für Praktiker. Linde Verlag Wien Ges.m.b.H., Wien 2005, str. 56-64 i 75.

Prof. dr. Silvije Orsag*

Psihologija u financijama – biheviorističke financije

Rezime

Tek u novije doba intenzivnije razmatranje psiholoških elemenata i ponašanja investitora i profesionalaca na tržištu vrijednosnih papira dovela su do razvoja još jednog posebnog pristupa unutar financija, do biheviorističkih financija. Fundamentalna analiza promatra dionice, odnosno, šire, vrijednosne papire i duge investicije, kao i samo poduzeće kao stratešku investiciju kao ekonomsku vrijednost koja ovisi o fundamentalnim činiteljima vrijednosti.

Dok tehnička analiza nastoji pronaći pravi trenutak za trgovanje, fundamentalna analiza traži potcijenjene i precijenjene investicije. Iako je teško povjerovati da se može predvidjeti točka preokreta, primjena fundamentalne analize ne isključuje i određenu primjenu tehničke analize. Štoviše, u suvremenim je uvjetima uobičajeno da financijaši praktičari paralelno koriste ova dva pristupa kako bi bolje donosili potrebne odluke.

Sušтина biheviorističkih financija mogla bi se opisati kao određeni spoj financija i psihologije na kojoj se temelje drugačija ponašanja pojedinaca od onih koja pretpostavlja tradicionalna ekonomija i tradicionalne financije. Financijska tržišta svakako nisu savršena. Ona pokazuju mnoštvo anomalija koje dovode u pitanje njihovu efikasnost. Međutim, to istovremeno ne znači da su financijska tržišta potpuno neracionalna. Tradicionalne financije koje se temelje na efikasnom tržištu govore kako je nemoguće pobijediti tržište. Uočene anomalije tržišta koje istražuju biheviorističke financije govore da se tržište može pobijediti. Vjerojatno je najbolje reći da se tržište može pobijediti, ali da je mala vjerojatnost da se to i dogodi. Kako su zvanične financije uključile u fenomen savršenog tržišta probleme agenata, tako će vjerojatno uključiti i druge psihološke fenomene.

UVOD

Kroz dugo vrijeme je biheviorizam, kao pristup u psihologiji koji se temelji na tvrdnji da je ponašanje zanimljivo i vrijedno znanstvenoga istraživanja, izbio svoje mjesto u strukturi znanosti. Još je davne 1904. godine jedan od utemeljitelja biheviorizma, ruski psihijatar Ivan Pavlov, dobio Nobelovu nagradu za svoj rad na području biheviorizma. Šezdesetih godina prošlog stoljeća pred neoklasičnu ekonomsku teoriju, teoriju firme ozbiljne izazove postavljaju menadžerske¹ i biheviorističke teorije², uvodeći u raspravu interesne skupine i ponašanje ljudi.

Dok su se asimetričnost informacija i problem agenata kao rezultati menadžerske teorije uključili u objašnjenja dominantne financijske teorije, ponašanje investitora i anomalije financijskih tržišta najčešće su se isključivo opisivali kroz dva obilježja ponašanja ljudi: pohlepu i strah. Tako Grahamovog (2006) inteligentnog investitora krasi sposobnost da kontrolira pohlepu i strah i da ih drži

uravnoteženim, jer jedino tada može donositi dobre investicijske odluke. Investitorska inteligencija daleko je od one koja opisuje lucidne ljude. Upravo je kod onih koji se neosporno smatraju izuzetno inteligentnima zabilježeno "suludo" ponašanje kod investiranja.³

Isto tako, anomalije financijskih tržišta dugo su ostale po strani ako se isključi Grahamov (2006) "Gospodin Tržište". Naime, dominantna hipoteza efikasnosti i savršenosti tržišta govori o tome kako je ono mudro i razborito, te kako, na osnovi razboritosti i mudrosti, ispravno vrednuje investicije raspoložive na tome tržištu, pravilno tumačeći sve raspoložive informacije. Gospodin Tržište je čista suprotnost. On je euforičan tip koji u uvjetima zagrijavanja tržišta optimistički urla: kupujte, cijene rastu, rasti će i dalje pa zato kupujte i suprotno, u uvjetima pada tržišta. Tek u novije doba intenzivnije razmatranje psiholoških elemenata i ponašanja investitora i profesionalaca na tržištu vrijednosnih papira dovela su do razvoja još jednog posebnog pristupa unutar financija, do biheviorističkih financija.

* Redovni profesor Ekonomskog fakulteta Sveučilišta u Zagrebu

¹ Vidjeti detaljnije u radovima osnivača ovih teorija firme: Baumol (1959. i 1962.), Maris (1964.) i Williamson (1968.)

² Vidjeti u: Cyert i James (1963).

³ Tako je zabilježeno da su liječnici, za koje se smatra da su inteligentniji od prosjeka populacije najlošiji investitori upravo jer se kod investiranja previše oslanjaju na takve svoje sposobnosti. Ilustrativna je priča o velikom fizičaru (www.harvard-magazine.com/issues/mj99/damnd.html): 1720. Sir Isaac Newton je posjedovao dionice South Sea Company, najatraktivnije dionice Engleske. Osjećajući da tržište izmiče kontroli, veliki fizičar je rekao da "može izračunati kretanje nebeskih tijela, ali ne i pomahnitalost ljudi." Newton je prodao dionice i zaradio 7.000 funti ili stopostotni prinos. Nekoliko mjeseci kasnije, u zamahu divljeg entuzijazma tržišta, Newton je ponovno kupio dionicu po višoj cijeni i izgubio 20.000 funti (što je ekvivalent 3 milijuna dolara danas). Za ostatka svoga života zabranio je bilo kome da u njegovoj prisutnosti izgovori riječ „South Sea“.

1. FUNDAMENTALNA I TEHNIČKA ANALIZA

Za razliku od biheviorističkih financija, kao svojevrsne novoutemeljene discipline, u okviru velikog područja financija, odnosno financijske analize, financijska analiza⁴ uobičajeno se klasificira na fundamentalnu i tehničku.⁵ Osnivači fundamentalne financijske analize jesu Graham i Dodd, sa svojom čuvenom Analizom vrijednosnih papira (1934), dok se pod osnivačima tehničke analize primarno spominje Dow⁶, a u određenoj mjeri dopunjuje ga Eliotova teorija valova⁷.

Fundamentalna analiza promatra dionice, odnosno, šire, vrijednosne papire i duge investicije, kao i samo poduzeće kao stratešku investiciju kao ekonomsku vrijednost koja ovisi o fundamentalnim činiteljima vrijednosti. Ti su fundamentalni činitelji, osim stanja svjetske i nacionalne ekonomije i same industrijske grane u kojoj neko poduzeće posluje, određeni kroz poslovne operacije samog poduzeća i njihovo uklapanje u globalne uvjete. Razotkrivanje fundamentalnih činitelja bitni je element ove analize, a tako i analiza javno objavljenih činjenica o poslovanju poduzeća.

Fundamentalna analiza središnji je i osnovni dio tradicionalne, zvanične, odnosno znanstveno potvrđene financijske analize. U okviru te tradicionalne financijske analize nalaze se pioniri financija, nobelovi laureati i ostali čuveni "financijaši". Među pionirima financija valja istaknuti čuvenog Irvinga Fishera (1892, 1906 i 1907), koji određuje vrijednost kao sadašnju vrijednost očekivanih ekonomskih dohodaka, njegovog suvremenika Louisa Bacheliera (1900, 1906), koji otkriva slučajno kretanje cijena dionica i njihovu nepredvidivost, te već spominjanog Benjamina Grahama, gurua Wall Streeta između tridesetih i šezdesetih godina, zaslužnog za afirmaciju stila investiranja u vrijednost. Tako je već na prijelazu između devetnaestog i dvadesetog stoljeća osigurana široka upotreba standardne i napredne matematike u financijama, a time i znanstvena slava tradicionalnih financija.

Nakon pionira financija slijede nobelovim nagradama ovjenčani Hary Markowitz (1952), s modernom teorijom portfolija, James Tobin (1958), koji je svojim teoremom separacije postavio temelje pravca tržišta kapitala, te Franco Modigliani i Merton Miller (1958, 1963. i 1969), prvenstveno s utemeljenjem analize strukture kapitala i uvođenjem eksperimenta u financijsku analizu u laboratoriju koji se može nazvati efikasno i savršeno financijsko tržište.

Šezdesetih godina dvadesetog stoljeća tradicionalnu financijsku analizu predvode utemeljitelji modela procjenjivanja kapitalne imovine (CAPM), nobelovac William F. Sharpe (1964) i nesuđeni nobelovac John Lintner (1965)⁸. Tradicionalne financije polaze od učinkovitosti (efikasnosti) financijskih tržišta, a samu hipotezu efikasnog tržišta postavio je Eugene Fama (1965). Konačno, tradicionalne financije matematički modeliraju i vrijednost opcija i drugih uvjetovanih tražbina, gdje se ističu nobelovac Fischer Black i nesu-

đeni nobelovac Myron Scholes (1973)⁹, te još jedan u nizu nobelovaca s područja financijske analize, Robert C. Merton (1973).

Za razliku od tradicionalne financijske analize koja se oslanja na fundamentalnu analizu koju podržava obilna primjena sofisticiranih matematičkih metoda, tehnička analiza daleko je od znanstvenih nagrada. Tehničari vjeruju da je moguće donositi sudove o trgovanju dionicama i drugim utrživim investicijama isključivo na podlozi praćenja kretanja cijena i volumena trgovanja, kako na razini ukupnog tržišta ili određenih tržišnih segmenata, tako i na razini pojedinačnih investicija. Ključna sredstva praćenja cjenovnih kretanja jesu grafikoni i različite karte, tako da se u žargonu tehnički analitičari nazivaju kartistima.¹⁰

Tehnička je analiza daleko od znanstvenih potvrda. Uz postojanje čak i slabe efikasnosti financijskih tržišta, nemoguće je "pobijediti tržište" obrascima trgovanja koji se temelje isključivo na praćenju kretanja cijena i volumena.¹¹ Iako je teško povjerovati u dosege tehničke analize, ona i dalje ima brojne zagovaratelje i mnogi vjeruju da su se njenom primjenom okoristili. Štoviše, rezultati tehničke i fundamentalne analize u biti se razlikuju. Dok tehnička analiza nastoji pronaći pravi trenutak za trgovanje, fundamentalna analiza traži podcijenjene i precijenjene investicije. Iako je teško povjerovati da se može predvidjeti točka preokreta, primjena fundamentalne analize ne isključuje i određenu primjenu tehničke analize. Štoviše, u suvremenim je uvjetima uobičajeno da financijaši praktičari paralelno koriste ova dva pristupa kako bi bolje donosili potrebne odluke.

2. BIHEVIORISTIČKE FINACIJE

Suštinu biheviorističkih financija sjajno opisuje sintagma kojom se označavaju. To je određeni spoj financija i psihologije na kojoj se temelje drugačija ponašanja pojedinaca od onih koja pretpostavlja tradicionalna ekonomija i tradicionalne financije. U tradicionalnim financijama ljudi – sudionici financijskih tržišta jesu racionalni informacijama vođeni investitori s nepristranim ciljevima usmjerenim na maksimalizaciju očekivane korisnosti bogatstva. "Dok su u tradicionalnim financijama ljudi racionalni, u biheviorističkim financijama ljudi su normalni."¹² Normalni se ljudi teško mogu ponašati isključivo kao sudionici financijskih tržišta u tradicionalnim financijama. Zbog toga što se ljudi na tržištu ne ponašaju racionalno, teško je očekivati da će tržište biti efikasno, odnosno učinkovito. Kako su sudionici financijskih tržišta iracionalni, logično je da je i samo tržište iracionalno.

Biheviorističke financije su svojevrsna kombinacija financija i psihologije. One uključuju u financijsku analizu ponašanja investitora i specijalista na području financija. Zbog toga se kroz ovakva stajališta psihologija ne svodi isključivo na pohlepu i strah. Svojim istra-

⁴ Pojam "financijska analiza" duguje se velikom Benjaminu Grahamu i koautoru čuvene Analize vrijednosnih papira (Graham, Dodd 1934).

⁵ Vidjeti u: Orsag (2003).

⁶ Tako se često tehnička analiza naziva i Dowovom teorijom, nazvanom po Charlesu Dowu, jednom od osnivača Dow Jones & Company i uredniku The Wall Street Journala čije je osoblje nakon Dowove smrti utemeljilo naziv teorije. Detaljnije u: Francis (1988).

⁷ Teorija je nazvana po Ralphu N. Elliottu. Vidjeti, na primjer, u: Krcivoj (1996).

⁸ Harvardovci nepodijeljeno smatraju da je njihov profesor John V. Lintner zaslužio Nobelovu nagradu za svoj rad, poglavito na razvoju modela procjenjivanja kapitalne imovine koji je, za razliku od Sharpea, dobitnika Nobelove nagrade koji je model postavio polazeći od investitora koji biraju investicije, razvio model polazeći od poduzeća koji emitiraju svoje instrumente financiranja. Nažalost, Lintner je umro prije negoli je model procjenjivanja kapitalne imovine postao formalno priznat znanstveni standard od strane nobelove fondacije.

⁹ Iako je nobelova nagrada dodijeljena za zajednički rad Blacka i Scholesa na vrednovanju opcija, a sam model postavljen u tome radu općenito prihvaćen od strane akademičara i praktičara kao Black-Scholes, odnosno, kraće, B/S model, Nobelovu nagradu za ekonomiju nije primio i Fisher Black naprosto iz razloga što je u međuvremenu umro.

¹⁰ Vidjeti opširnije u: Murphy (2007).

¹¹ Detaljnije o tome u: Fama (1970).

¹² Mair Shernan, PhD, Santa Clara University, citirano u Pompian (2006).

živanjima biheviorističke financije nastoje pokazati što se nalazi iza pohlepe i straha, iako su psiholozi dokazali da ponašanjem pojedinaca na financijskim tržištima ne dominira pohlepa, već se ponašanja zasnivaju na očekivanjima.¹³ Uvođenjem psiholoških elemenata u financijsku analizu biheviorističke financije nastoje razotkriti ono što tradicionalne, zvanične financije ne mogu, usljed ograničenja rigidnih pretpostavki na kojima počivaju. Biheviorističke se financije bave anomalijama na tržištu koje su rezultat činjenice da niti tržišta, niti investitori, odnosno financijski eksperti kao praktičari financijske analize nisu potpuno racionalni. Iako nisu izravno suprotstavljene tradicionalnim financijama, biheviorističke financije još se uvijek nisu dovoljno inkorporirale u financije kao što je to slučaj s asimetričnošću informacija i problemom agenata.

Biheviorističke financije odbacuju hipotezu efikasnog tržišta. Financijsko je tržište iracionalno zbog psihologije masa, odnosno, prema slavnom fizičaru, suludog ponašanja ljudi.¹⁴ Iracionalnosti financijskih tržišta svjedoče mnogi baloni koje je stvorila psihologija masa u povijesti. Za to se ne mora pogledati u daleku povijest, Ne tako davno, na prijelazu tisućljeća ispuhali su se baloni dotcom tvrtki, a nedugo nakon toga svijet je doživio kolaps financija. Kao što je stampedo bikova izazvan masovnom psihologijom očekivanog rasta daleko od racionalnosti tržišta, isto je i suprotno ponašanje medvjeda nakon preokreta. Sva se ta priča uklapa u Grahamovu priču o "gospodinu Tržištu",¹⁵ koji je sve, samo što nije racionalan. Kroz psihologiju masa Gospodin Tržište stalno galami potaknut pohlepom ili strahom, tjerajući ljude da trguju. Tako ako tržište raste "gospodin Tržište" više: kupujte jer cijene rastu, što prije kupite ostvarit ćete nižu cijenu i sve je glasnjiji kako se tržište pregrijava i kako raste pohlepa. Obrnuto, nakon što ga je naglo ohladio preokret, dakle, kada cijene padaju, "gospodin Tržište" u paničnom strahu više: prodajte jer cijene padaju, što prije prodate ostvarili ste povoljniju cijenu.¹⁶

Jasno da je priča o Gospodinu Tržištu samo sugestivna promocija potrebe izučavanja ponašanja pojedinaca, praktičara i masa na financijskim tržištima. Međutim, ova priča pokazuje kako ni tržište ni pojedinci nisu racionalni. Naime, nije teško zaključiti da bi u svim strategijama na financijskim tržištima trebalo koristiti princip kupovanja po što nižim cijenama i prodavanja po što višim cijenama. Kako se kroz priču o "gospodinu Tržištu" povijest financijskih tržišta može promatrati kroz kontinuirano izmjenjivanje euforije i panike, dominacije bikova i dominacije medvjeda, ispada da većina sudionika na tržištu radi upravo suprotno od navedenog jednostavnog

temeljnog principa trgovanja: većina sudionika u toj priči kupuje skupo, kada je tržište pregrijavao, odnosno kada se počinju napuhavati baloni, i prodaje jeftino u pomahnitaloj panici pada cijena na tržištu. U tome smislu već Benjamin Graham kroz psihološki opis inteligentnog investitora upućuje na kontrolu emocija kao važnu pretpostavku inteligentnog investiranja.¹⁷

Kao što tradicionalne financije imaju svoje pionire i frontmene, posebice one u sferi nobelovaca, tako se i kod biheviorističkih financija mogu istaći pojedinci koji su predvodili novi pogled na temu s područja financijske analize. Na ovom se mjestu ističu Amos Tversky, Daniel Kahneman i Richard Thaler. Ovaj "novi val" na području financijske analize ima svojeg laureata Nobelove nagrade Daniela Kahnemana, iako je veliki dio svojeg opusa napravio zajedno s Amosom Tverskyem koji, nažalost, nije doživio počast Nobelove nagrade. Između mnoštva zajedničkih radova ovdje se ističu oni iz 1974. i 1982. Zajedno s Thalerom (1993), oni su kombinirali psihologiju i financije, nastojeći objasniti razloge zašto se investitori upravo tako ponašaju. Primjerice, objašnjavali su zašto investitori ne promatraju simetrično odstupanja od očekivanja tako da više pažnje posvećuju potencijalnim gubicima od potencijalnih dobitaka. Isto tako, objašnjavali su zašto mnoštvo investitora ima previše povjerenja u svoje sposobnosti vjerujući kako mogu izabrati dobitne dionice iznad prosjeka.

3. IZGRADNJA INVESTICIJSKOG PORTFOLIJA

Praksa financijske analize i financijskog savjetovanja, prema pravilima ponašanja struke, zahtijeva poznavanje psihološkog profila investitora za koji se analiza obavlja. Zbog toga se razlika između tradicionalnih i biheviorističkih financija, kao i mogućnosti uključivanja investitora psihološkog profila u tradicionalni okvir financijske analize može jednostavno objasniti kroz model ponašanja investitora prilikom konstrukcije svoga investicijskog portfolija u uvjetima neizvjesnosti. Dok se model ponašanja u tradicionalnim financijama zasniva na dobro informiranom racionalnom investitoru koji nastoji maksimalizirati korisnost svoga bogatstva, ponašanje u biheviorističkim financijama pod utjecajem je psiholoških činitelja koje su opisivali pioniri ovog pristupa financijama tako da se razlika ponašanja može sažeti na način kako je to prikazano u sljedećoj tablici.¹⁸

Investitor	Financijska analiza	
	Tradicionalna	Bihevioristička
Pokazuje	Averziju prema riziku	Averziju prema gubitku
Zadržava	Racionalna očekivanja	Pristrana očekivanja
Primjenjuje	Integraciju imovine	Segregaciju imovine

¹⁴ Newton prema www.harvard-magazine.com/issues/mj99/damnd.html.

¹⁵ Vidjeti detaljnije u: Graham (2006).

¹⁶ Pažljivim promatranjem lako je moguće utvrditi da su brokeri nakon zatvaranja burzi na Wall Streetu uvijek zadovoljni, bez obzira na to je li tržište raslo ili pak padalo. Za njih je, dakle, jedino važan volumen trgovanja. Što je veći volumen trgovanja, brokeri zarađuju više. Zato i nije čudo što taj "gospodin Tržište" urla tjerajući ljude na kupnju. Pa dio njega su i gospoda brokeri.

¹⁷ Inteligencija u investiranju nije ona na koju uobičajeno mislimo. Radi se, zapravo, o sposobnosti kontrole emocija kako bi se trgovanje, kupnja i prodaja dionica i drugih vrijednosnih papira temeljila što više na provedenim analizama, a što manje na povicima "gospodina Tržišta".

¹⁸ Tablica je napravljena prema: Maginn et al. (2007).

3.1. Averzija prema gubitku vs averzija prema riziku

Odlučivanje u uvjetima neizvjesnosti odvija se uz pretpostavku da investitori nisu skloni riziku, odnosno da imaju averziju prema riziku. To znači da je korisnost očekivanog prinosa to manja što je rizik njegova ostvarivanja veći. U tradicionalnim financijama rizik se određuje kroz nestalnost, odnosno volatilitet i uobičajeno se o riziku prosuđuje uz pretpostavku normalno uređene distribucije vjerojatnosti. To znači da se o međuovisnosti rizika i nagrade prosuđuje temeljem očekivanog prinosa ili očekivane vrijednosti i njihove standardne devijacije, odnosno varijance. Korisnost prinosa izvjesnije investicije veća je od korisnosti istog očekivanog prinosa neizvjesnije investicije, odnosno između investicija iste razine rizičnosti veću korisnost ima ona investicija koja obećava viši prinos, odnosno veću vrijednost.¹⁹

Psihološka istraživanja pokazala su da ljudi različito vrednuju šanse ako iz njih očekuju dobitke ili gubitke. Između sigurnog i nesigurnog dobitka birati će sigurni, bez obzira na to što je vjerojatni nesigurni dobitak isti ili čak veći od sigurnog. Između sigurnog i nesigurnog gubitka birati će nesigurni, bez obzira na to što je on isti ili čak veći od sigurnog gubitka. To znači da pojedinci pridaju veći značaj lijevoj polovici normalne krivulje u kojoj je pedeset posto vjerojatnosti da će se ostvariti rezultat manji od očekivanog nego desnu polovicu normalne krivulje u kojoj je pedeset posto vjerojatnosti da će se ostvariti veći rezultat od očekivanog. Na taj način investitori nemaju averziju prema riziku, već averziju prema gubitku.

U svojoj raspravi Kahneman i Tversky (1979) nalaze da pojedinci pridaju različite težine dobitcima i gubicima. Oni su ustanovili da su ljudi osjetljiviji na moguće gubitke nego što ih zadovoljavaju ekvivalentni dobitci. Nadalje, ljudi različito reagiraju na jednako vjerojatne scenarije ako su rezultati dobitci ili gubici. Primjerice, ako postoji izbor između sigurnog dobitka od 500 novčanih jedinica i jednakih vjerojatnosti da će zaraditi 1.000 novčanih jedinica ili ništa, pojedinci će pretežno izabrati siguran dobitak, bez obzira na to što je očekivani rezultat jednak.²⁰ Nasuprot tome, kada su se pojedinci suočili s izborom između sigurnog gubitka od 500 novčanih jedinica i jednakih vjerojatnosti da će izgubiti 1.000 novčanih jedinica ili ništa većina se je opredijelila za neizvjesnu alternativu, iako je i ovdje očekivani rezultat jednak.

3.2. Pristrana vs racionalna očekivanja

Racionalna očekivanja pretpostavljaju da su investitori dosljedni, precizni i nepristrani u svojim predviđanjima. Predviđanja investitora odražavati će sve raspoložive informacije, a ti će investitori učiti iz prošlih grešaka. Da bi tržište savršeno funkcioniralo potrebno je da su očekivanja investitora homogena, dakle, da se temelje na istom vremenskom horizontu sagledavanja investicija i da uključuju identične i besplatne informacije, u kontekstu teorije portfolija, da se temelje na poznatim očekivanim vrijednostima i varijancama svih investicija na tržištu.

Pristrana očekivanja zasnivaju se na spoznajnim greškama i pogrešnom uvjerenju prema sposobnosti spoznaje budućnosti. Primjer spoznajne greške može biti zamjena sposobnosti prosječnog sa sposobnostima određenog menadžera ili precjenjivanje značaja događanja s malim vjerojatnostima, te precjenjivanje reprezentativnosti jedne naspram druge imovine. Što se tiče sposobnosti spoznaje, svakome

bi trebalo biti jasno da nitko ne može u potpunosti spoznati budućnost. Sasvim sigurno nitko ne može precizno procijeniti preokret na tržištu. Bez obzira na to, mnoštvo pojedinca vjeruje da mogu, bolje od drugih, predvidjeti budućnost.

3.3. Segregacija vs integracija imovine

Integracija imovine kojom se opisuje aktivnost izgradnje investicijskog portfolija govori o procesu izbora rizičnih investicija u dobro diversificirani investicijski portfolio. Izbor se obavlja na način da se rizično-profitna obilježja investicija promatraju integrirano na razini investicijskog portfolija, a ne na razini pojedinačnih investicija od kojih se određeni portfolio može sastojati. Drugim riječima, promatra se relevantna rizičnost investicija koja će utjecati na rizičnost konačne pozicije investitora u njegovom investicijskom portfoliju, a ne na individualni rizik.

Tradicionalni pristup izgradnji portfolija na osnovi averzije prema riziku i racionalnih očekivanja pretpostavlja vrednovanje investicija isključivo na bazi ekonomskih razmatranja proizvodnih troškova i cijena supstituta.²¹ Konkretno djelovanje pri konstrukciji investicijskog portfolija zasniva se na njihovoj integraciji koja svoj puni izraz ima u modernoj teoriji portfolija i na njoj zasnovanom izboru temeljenom na kovarijancama investicija, a sve u sklopu ukupno određenih ciljeva i ograničenja vezana uz izgradnju i upravljanje investicijskim portfoliom.

Tradicionalne financije i averzija investitora prema riziku zasnivaju se na konceptu padajuće korisnosti prema razini rizika. Iako nema objektivne mjere korisnosti, jer je ona rezultat veličine averzije prema riziku svakog pojedinačnog investitora, moguće je, bodovanjem razine averzije prema riziku konstruirati funkciju korisnosti za individualnog investitora i na taj način stvoriti alate za racionalnu alokaciju investicija uz pretpostavku njihove integracije.²²

Za razliku od integracije, segregacija investicija uvjetuje njihov izbor prvenstveno individualno, a ne skupno. Osim čvrstih činjenica vezanih uz rizično-profitna obilježja, investicije se grupiraju u različite skupine prema nekim njihovim obilježjima važnim za pojedinačnog investitora i prema određenim preferencijama istog investitora. To pak znači da, u smislu biheviorističkog modela ponašanja, vrednovanje investicija ne ovisi isključivo o ekonomskim činiteljima, već i o individualnim stavovima kao što su ukusi ili strahovi. Slijedom takve analize investicija i njihove segregacije portfolio se konstruira kao svojevrsna piramida, sloj po sloj, pri čemu svaki sloj odražava određene ciljeve i ograničenja.²³

4. TRADICIONALNE VS BIHEVIORISTIČKE FINACIJE

Biheviorističke financije postepeno postaju dio ukupnih financija. Često se još uvijek promatraju nasuprot tradicionalnim financijama. Razlike između ova dva koncepta jednostavno je potražiti kroz dvije osnovne pretpostavke na kojima se one temelje. Tradicionalne financije polaze od efikasnih financijskih tržišta i racionalnog pojedinca sudionika tog tržišta. Biheviorističke financije smatraju da tržište može biti iracionalno i da su pojedinci na tom tržištu opterećeni određenim predrasudama.

¹⁹ Radi se o Markowitzevom (1952) konceptu efikasnog portfolija, odnosno efikasne investicije koja predstavlja dominantnu investiciju, jer u odnosu na sve ostale investicije dominira ili očekivanim prinosom ili rizikom.

²⁰ $50\% * 1.000 + 50\% * 0 = 500$.

²¹ Detaljnije o samom procesu financijske analize koji polazi od analize privrede i industrije, a završava s vrednovanjem i ocjenom pojedinačnih investicija vidjeti, u praktičnom smislu, na primjer u: Carverley, et al. (2007).

²² Vidjeti detaljnije u: Sharpe et al. (2007).

²³ Na dnu piramide obično su relativno sigurne investicije, kao što su štedni uložci i državni vrijednosni papiri, dok se svaki novi gornji sloj sastoji od sve rizičnijih financijskih instrumenata. Logika piramide povezana je s averzijom prema gubitku jer se piramida prema vrhu sužava, što znači da u strukturi portfolija rizičnije investicije imaju sve manje i manje udjele.

4.1. Efikasno vs neracionalno tržište

Tijekom više od trideset proteklih godina u teoriji financija značajnu ulogu igra hipoteza efikasnog tržišta koju je detaljno razradio Fama (1970). Prema toj hipotezi, cijene dionica i drugih financijskih instrumenata na tržištu odražavaju sve dostupne informacije. Zbog djelovanja konkurencije na tom tržištu cijene financijskih instrumenata odražavaju njihove fer, odnosno pravične vrijednosti. Hipoteza efikasnog tržišta dopušta postojanje efikasnoga financijskog tržišta bez obzira na nesavršenosti na ostalim tržištima. Na taj je način ona u određenoj mjeri "olabavila" rigidne pretpostavke savršenog tržišta ugrađene u teorijske modele koji opisuju kretanje financijskih cijena. Tu se posebno ističe model procjenjivanja kapitalne imovine (CAPM), koji je široko prihvaćen i u praksi financijske analize.

Istražujući i argumentirajući hipotezu efikasnih financijskih tržišta, Fama (1970. i 1976) je definirao tri temeljna oblika efikasnosti. To su:

1. slaba,
2. srednja i
3. snažna efikasnost.

Efikasno tržište pretpostavlja da cijene na njemu odražavaju sve trenutno raspoložive informacije. To znači da informacije sadržane u prošlim cijenama, odnosno u prošlim ostvarenim prinosima nisu korisne, odnosno one nisu relevantne za današnje cijene. Ova je pretpostavka sadržana u svim oblicima efikasnosti tržišta, pa tako i u slabom obliku. Polazeći od tako određene slabe efikasnosti financijskih tržišta nitko ne može razviti strategije i metode trgovanja kojima bi postigao ekstra profite ili realizirao ekstra vrijednosti bazirane na informacijama o povijesnim kretanjima cijena financijskih instrumenata. Na taj način već slaba efikasnost tržišta svjedoči kako je nemoguće "pobijediti" to tržište tehničkom analizom vrijednosnih papira.

Na financijskom tržištu javno se trguje uvrštenim vrijednosnim papirima javnih društava. Ona su obvezna javno objavljivati informacije o svojem poslovanju putem financijskih izvještaja i drugih sredstava komunikacije s tržištem. Isto tako, sve druge informacije, sadržane u objavljenim publikacijama, javnog su karaktera pa su tako dostupne svim investitorima. Srednja efikasnost pretpostavlja da nitko ne može razviti strategije i metode trgovanja vrijednosnim papirima kojima bi ostvario ekstra prinose ili ekstra vrijednosti temeljeći se na javno dostupnim informacijama. To zapravo znači da je tržište nepobjedivo i glede fundamentalne analize vrijednosnih papira koja se upravo zasniva na analizi javno dostupnih podataka i informacija o investicijama raspoloživim na tržištu.

Konačno, snažna efikasnost financijskog tržišta označava njegovu potpunu nepobjedivost. U takvim uvjetima nemoguće je pobijediti tržište razvijanjem određenih strategija i tehnika trgovanja na osnovi bilo kakvih informacija, kako onih javno dostupnih, tako i onih povjerljivih. To znači da se takvo financijsko tržište ne može pobijediti niti korištenjem posebnih povjerljivih, tzv. "insiderskih", odnosno unutarnjih informacija, jer će se svako trgovanje u takvim okolnostima trenutno odraziti na korekcije cijene dotične financijske imovine. U takvim uvjetima je posebno istaknuta "nevidljiva ruka tržišta" koja jednostavno regulira sve odnose na tržištu.

Hipoteza efikasnog tržišta ima značajne implikacije na upravljanje portfoliom. Prema toj hipotezi nemoguće je pobijediti tržište, odno-

sno aktivnosti koje investitori poduzimaju kako bi pobijedili tržište mogu uspjeti samo kao slučajnost i ne mogu se ponavljati u budućnosti. Na taj je način u prvi plan stavljeno tzv. pasivno upravljanje investicijskim portfoliom koje nastoji izgraditi portfolio koji će replicirati prinos na određeni tržišni indeks. Na taj je način i narasla pojava tzv. indeksnih investicijskih fondova.

Tisuće studija ispitivale su efikasnost financijskih tržišta. Najviše od njih provedeno je za razvijena tržišta, poglavito za financijska tržišta Sjedinjenih Američkih Država. Međutim, mnoštvo je takvih studija koje obrađuju i druga tržišta, pa tako nastaju i studije koje promatraju efikasnost tržišta u nastajanju. Mnoge od tih studija potvrđuju postojanje efikasnosti, barem na razini one slabe, a većina studija koje nisu pronašle efikasnost, posebice na tržištima u nastajanju, nisu niti osporila postojanje efikasnosti. Nasuprot takvim studijama brojni su dokazi o postojanju niza anomalija financijskih tržišta. Te se anomalije mogu grupirati na (Pompian 2006): fundamentalne, tehničke i kalendarne.

4.1.1. Fundamentalne anomalije

Pod fundamentalnim anomalijama podrazumijevaju se nepravilnosti na tržištu koje se pojavljuju u svjetlu fundamentalne procjene vrijednosti dionica i drugih vrijednosnih papira. To znači da je moguće pronaći potcijenjene i precijenjene investicije na tržištu i na taj način izgraditi mehanizme trgovanja kojima će se pobijediti tržište. Na podlozi takvih anomalija izgrađen je pristup ulaganja u vrijednost kao jedna od najpopularnijih učinkovitih investicijskih metoda. Postoji mnoštvo dokaza kako tržište precjenjuje izgled rastućih tvrtki, a potcjenjuje one kojima nije naklonjeno.

Investiranje u vrijednost zasniva se na pretpostavkama da je moguće fundamentalnom analizom pronaći potcijenjene investicije i na taj način pobijediti tržište. Promotori ove strategije investiranja su Benjamin Graham i David Dodd (1934), a današnji najglasniji sljedbenik Warren Buffett (Pardoe 2005). Upravo su oni svojim investiranjem dokazali da je moguće dugoročno pobijediti tržište.

Polazeći od pretpostavke da javno objavljeni financijski izvještaji odražavaju fundamentalne podatke o poslovanju i vrijednosti javnih dioničkih društava nametnuo se odnos cijene i knjigovodstvene vrijednosti dionica (popularno označavan kao P/B) kao jedno od popularnih alata pronalaženja dionica i drugih vrijednosnih papira koje tržište pogrešno procjenjuje kroz dulje vrijeme. U tom smislu dionice s niskim P/B odnosom predstavljaju grupu investicija kod kojih treba tražiti one potcijenjene. U prilog ovoj anomaliji tržišta govori istraživanje Fama i Frencha (1992) u kojem su pokazali kako dionice s vrlo niskim značajno nadilaze one s vrlo visokim P/B odnosom kroz značajno razdoblje od 1963. do 1990. godine. Osim P/B odnosa kao alata izbora potcijenjenih investicija sugeriraju se i drugi pokazatelji. Jedan od njih je odnos cijene i prodaje po dionici. U slične svrhe može se koristiti odnos cijene i zarada (popularni P/E odnos), beta koeficijent ili prinos od dividendi.²⁴

4.1.2. Tehničke anomalije

Tehničke anomalije povezane su s pretpostavkom tehničke analize da je na osnovi praćenja kretanja proteklih cijena moguće predviđati buduće cijene dionica i drugih vrijednosnih papira. U tom je smislu tehnička analiza razvila čitav niz tehnika koje nastoje predviđati kretanje budućih analizom kretanja proteklih cijena investicija. U tome se smislu tehnički analitičari oslanjaju na različite alate, pr-

²⁴ Mnoštvo fundamentalnih anomalija ima svoju statističku potvrdu. Isto tako, postoji mnoštvo javno objavljenih strategija ulaganja koja se pozivaju na određene jednostavne formule bez nekih statističkih dokaza. Jedna od strategija koja povezuje prethodne dvije kategorije je tzv. Dowova teorija dividendi (Dow dividend theory). Radi se o investicijskoj strategiji koja zagovara kupnju deset dionica iz poznatog Dow Jones industrial average (DJIA) indeksa s najvišim prinosom od dividendi na početku godine i rebalanciranja portfolija na početku svake naredne godine na isti način. Teorija se zasniva na vjerovanju da su takve dionice trenutno potcijenjene pa se u duhu matrice poslovnih portfolija ova teorija još naziva Dowovi psi (Dogs of the Dow), iako se radi o dionicama koje su sve odreda u skupini plavih žetona (blue chip), a ne dionice tvrtki u zreloj industriji s malim tržišnim udjelima. Detaljnije o ovoj teoriji u jednoj od najbolje prodavanih uspješnica s područja investicija: Beating The Dow, O'Higgins (1991).

venstveno na pomične prosjeke te potporne i otporne razine cijena. Ponekad tehnička analiza pokazuje nekonzistentnost prema hipotezi efikasnog tržišta. Tada se govori o tehničkim anomalijama. Tehničke anomalije ukazuju na to da, bez obzira na hipotezu efikasnog tržišta i mnoštva rasprava glede tehničke analize, određeni tehnički analitičari ipak pobjeđuju tržište. Može se reći da je, bez obzira na upitnost tehničke analize, napisano mnoštvo dobrih knjiga na tom području.

“Tehničari” vjeruju u ponavljanje određenih cjenovnih obrazaca uočenih u prošlosti i u budućnosti. Rasprava o tome prelazi namjere ovoga rada. Međutim, promatranjem određenih situacija koje se ponavljaju kroz vrijeme moguće je statistički dokazati cjenovne obrasce koji prate takve okolnosti. Jedan takav obrazac ponašanja cijena dionica zapažen je kod najave uključivanja nove dionice u neki tržišni indeks dionica. Nakon značajnije pojave indeksnih investicijskih fondova zapaženo je da dolazi do rasta cijena i volumena trgovanja dionicama za koje se najavilo da će se uključiti u neki važan tržišni indeks, primjerice S&P 500.²⁵ Nakon određenog vremena dolazi do smirivanja kretanja cijena i volumena trgovanja. Radi se o svojevrsnoj anomaliji tehničke naravi jer su se takvi obrasci cijena pojavljivali i kod drugih, naknadnih najava uvrštenja u tržišni indeks.

Različita su moguća objašnjenja pojave karakterističnog cjenovnog obrasca kod uključivanja dionica u tržišni indeks. Ako se pretpostavi da najava uključivanja u tržišni indeks ne donosi nikakve nove informacije o dionici, onda se uočeno povećanje volumena trgovanja i prateće povećanje cijene dionica čini iznenađujuće, a svojevrsnu pravilnost potvrđuje ponavljanje takvih cjenovnih obrazaca kod drugih dionica. S druge strane, može se tumačiti kako najava uvrštenja u tržišni indeks ipak nudi neke nove informacije o dionici jer potvrđuje respektabilnost dionice, a time i njenu povećanu likvidnost. Dodatno objašnjenje moguće je pronaći i u ponašanju menadžera investicijskih fondova, posebice onih indeksnih. Naime, kako fondovi moraju objavljivati strukturu svojih portfolija, logično je da si menadžeri ne žele priuštiti kritike da ne drže neku od dionica iz tržišnog indeksa, posebice ako u svojoj investicijskoj politici indeksiranja slijede upravo tržišni indeks u koji se dotična dionica uvrštava.²⁶

Druga, literarno obilno dokumentirana situacija jesu obrasci cijena koji se pojavljuju kod najave preuzimanja i kod objave odustajanja od preuzimanja. Poznato je da najava preuzimanja izaziva porast cijena dionica ciljanog društva zbog špekulacija investitora glede daljnjeg rasta cijena u bici za konačno preuzimanje. S druge strane, odustajanje od preuzimanja uzrokuje vrlo brzi odgovor tržišta s korekcijama, špekulacijama oko preuzimanja, napuhanih cijena. Iako su ovi obrasci kretanja cijena detaljno statistički dokazani i literarno objašnjeni, činjenica je da se ne uklapaju u potpuno efikasno financijsko tržište u kojem bi sve informacije, čak i one unutarnje, trebalo već da se odražavaju u formiranim cijenama na tržištu.

4.1.3. Kalendarske anomalije

Kalendarske anomalije pokazuju se kroz specifično kretanje određenih cijena u određenom razdoblju godine koje se pojavljuju kroz duže vrijeme. Njihovo pojavljivanje u dužem razdoblju prkosi postulatima arbitraže koji bi trebalo, nakon što ih investitori uoče, da ponište takvo djelovanje na kretanje cijena. Objašnjenje takvih anomalija moguće je također kroz ponašanje određenih skupina specijalista i investitora na

tržištu koje nije potpuno savršeno i dopušta neracionalnosti.

Jedna od kalendarskih anomalija je i siječanjski učinak. Siječanjski učinak je vjerojatno najpoznatiji primjer anomalija koje uzrokuje ponašanje na tržištu vrijednosnih papira na svijetu (Haugen i Jorion, 1996). Siječanjski učinak posebno je ilustrativna kalendarska anomalija jer nije iščeznuo niti nakon dvadeset i pet godina od kada su ga razotkrili i objasnili. Snaga toga učinka se je, doduše, umanjila, ali još uvijek prkosi svim postulatima investicijske arbitraže na tržištu vrijednosnih papira.

Siječanjski učinak govori o rastu cijena dionica tijekom mjeseca siječnja. Taj rast uzrokuje povećanje prodaje koje slijedi pad cijena koji se dešava u prosincu usljed pojačanog “poreznog trgovanja”²⁷ investitora kojim se prodaja ostvaruje uz kapitalne gubitke kojima se smanjuje teret poreza na realizirane kapitalne dobitke kroz kalendarsku godinu kako bi se odgodilo plaćanje poreza. Siječanjski je učinak intenzivniji kod dionica male kapitalizacije u odnosu na one srednje i velike kapitalizacije. Razlog tome je i činjenica da menadžeri fondova ne žele da im se u izvještaju o strukturi investicijskog portfolija nađe previše takvih dionica koje bi mogle iznenadno pasti i na taj način izazvati pojačanu kritiku menadžera glede izbora investicija.

Kao kalendarska anomalija može se spomenuti i učinak promjene mjeseca. Analiza je pokazala kako cijene dionica imaju tendenciju rasta za vrijeme od zadnja dva dana nekog mjeseca po do prva tri dana idućeg mjeseca. Tako, na primjer, istraživanje Hansela i Ziembe (1996) otkriva da su prinosi promjene mjeseca kroz razdoblje od 1928. do 1993. godine signifikantno premašivali prosječne prinose i da je S&P 500 ukupan prinos najvećim dijelom ostvaren upravo u danima promjene mjeseca. Ovaj se učinak pripisuje novčanim tokovima koji se primaju od mirovinskih fondova, isplate plaća, otplata hipoteka, uplata po kreditnim karticama i sl. Kupnjom dionica prije nastupanja promjene mjeseca moguće je ostvarivati ekstra profite i njima pobijediti tržište.

4.2. Racionalni homo oeconomicus vs pristrani čovjek

Homo oeconomicus je psihološki profil pojedinca u neoklasičnoj ekonomskoj doktrini. On je savršeno racionalan, savršeno samokoristoljubiv i savršeno informiran pri donošenju ekonomskih odluka. On je jednostavno savršeni “maksimalizator”. Uvođenjem takve osobe u ekonomske analize pojednostavljuje se modeliranje stvarnosti i na taj način i kvantifikacije djelovanja pojedinaca. Pri tome se, slično efikasnosti financijskog tržišta, homo oeconomicus uvodi u ekonomske i financijske analize različitog stupnja snage djelovanja. Jak, polujan i slab oblik homo ekonomikusa. U stvarnosti je moguće provocirati racionalnost čovjeka.

Racionalni pojedinci sposobni su donositi korisne prosudbe. Racionalnost ipak nije isključivi pokretač ljudskog ponašanja. U stvarnosti, racionalnost i ne mora biti primarni pokretač djelovanja u skladu s mišljenjima mnogih psihologa kako je ljudski intelekt podložan ljudskim emocijama, odnosno u skladu s mišljenjem da ljudi koriste svoj intelekt samo kako bi postigli ili pak spriječili emotivne ishode. To pak znači da se ljudi mogu ponašati i iracionalno, odnosno na njihovo djelovanje mogu, umjesto logike, utjecati strah ili pohlepa, ljubav ili mržnja, užitak ili bol...

Savršeno samokoristoljubiv čovjek isključuje mogućnost njegove filantropije ili pak mogućnost njegove samodestruktivnosti. Nije teško dokazivati da u svojoj biti čovjek ipak nije potpuno savršeno samo-

²⁵ Radi ilustracije ove pojave vidjeti pionirske radove na ovom području: Harris i Gurel (1986) i Scleifer (1986).

²⁶ Ovakvu tezu podržava činjenica kako su ti obrasci cijena posebno izraženi kod uvrštenja u one indekse koji se najčešće uzimaju kao benchmark za indeksne investicijske fondove specijalizirane za ulaganje u dionice, kao što je to S&P 500. Isto tako, Wurlger i Zhuravskaya (2000) dokazuju kako je porast cijena intenzivniji za one dionice koje imaju manje supstituta pa su i mogućnosti arbitraže manje, što je u skladu s pretpostavkama biheviorističkih financija o ograničenjima provođenja arbitraže.

²⁷ Porezno trgovanje je žargonski izraz koji opisuje prodaju imovine uz kapitalni gubitak kako bi se smanjio ili u potpunosti eliminirao realizirani kapitalni dobitak na drugim investicijama. Porezno trgovanje ne smije potpasti pod režim “oprano trgovanje” kod kojeg se prodaje imovina uz kapitalni gubitak i simultano kupuje kako bi se zadržala investicijska pozicija. Oprano trgovanje je nelegalna transakcija. Da bi porezno trgovanje bilo legalna transakcija, ponovna kupnja imovine, prema američkom zakonodavstvu, ne smije se obaviti unutar mjesec dana od prodaje.

koristoljubiv. Postoji mnoštvo svjedočanstava o filantropskom ponašanju pojedinca kroz razne oblike dobrovoljnog rada, humanitarne pomoći i sličnog djelovanja. S druge strane, nepotrebno je dokazivati postojanje i samodestruktivnog ponašanja pojedinca kroz alkoholizam, suicidnost ili druga destruktivna djelovanja. Koja će priroda čovjeka prevladati kod donošenja pojedinih odluka postaje prilično zamršeno pitanje tako da i kvantifikacije ponašanja pojedinca u različitim modelima postaju previše redukcionističke.

Čovjek, isto tako, nije savršeno informiran. Čak i kada bi se moglo pretpostaviti da čovjek ima savršene ili gotovo savršene informacije na nekom području, na drugom je očito sasvim drugačija situacija. Informiranost pretpostavlja i znanje pojedinaca da protumači podatke i informacije koje su mu dostupne. Na području investiranja može se reći kako postoji neograničena infinitna količina znanja i informacija koju ne može posjedovati niti jedna osoba, čak niti odlično educirana i odlično informirana osoba na tome području. Čak i ako se prihvati postojanje asimetričnosti informacija, to još uvijek ne znači da će svi ljudi na ograničene signale, koje im daju postupci vezani uz vođenje poduzeća čije dionice mogu kupovati ljudi, reagirati na isti način. Osim znanja i iskustva za tumačenje njihovih signala, sposobnost njihova "čitanja" ovisit će i o emocionalnom stanju pojedinaca, odnosno o isprepletenosti svih razloga kontra postojanja homo ekonomikusa.

ZAKLJUČAK

Financijska tržišta svakako nisu savršena. Ona pokazuju mnoštvo anomalija koje dovode u pitanje njihovu efikasnost. Međutim, to istovremeno ne znači da su financijska tržišta potpuno neracionalna. Stvarnost se nikada ne bi smjela promatrati kroz crno-bijelu optiku. Suštinski, postoji mnoštvo nijansi sive boje između krajnosti koju nudi crno-bijela optika. Tradicionalne financije koje se temelje na efikasnom tržištu govore kako je nemoguće pobijediti tržište. Uočene anomalije tržišta koje istražuju biheviorističke financije govore da se tržište može pobijediti. Vjerojatno je najbolje reći da se tržište može pobijediti, ali da je mala vjerojatnost da se to i dogodi.

Homo oeconomicus postoji samo u teoriji. Mnoštvo je dokaza neracionalnog ponašanja pojedinaca. Međutim, to ne znači da su ljudi potpuno neracionalni. I na ovome području pogrešno bi bilo koristiti crno-bijelu optiku. Ljudi se nastoje ponašati racionalno, ali često kod njih prevladaju emocije koje ih sprečavaju u donošenju optimalnih odluka. Na taj način, bez obzira na neuništivu logiku Grahama inteligentnog investitora, ljudi najčešće kupuju skupo i prodaju jeftino iako svatko pojedinačno zna i iskreno vjeruje da bi trebalo kupovati jeftino i prodavati skupo. Zbog toga ljudsko ponašanje na tržištu dobro opisuju riječi Warrena Buffeta u dodatku inteligentnog investitora (2006):

"Zaključno, neki od vas koji su previše poslovno orijentirani mogli bi se zapitati zašto ja pišem ovaj esej.²⁸ Veći broj sljedbenika vrijednosnog pristupa investiranjem će smanjiti razliku između cijene i vrijednosti. Jedino što vam mogu reći da iako je tajna dostupna već 50 godina, otkada su Ben Graham i Dave Dodd napisali Securities Analysis, nisam vidio nikakav trend prema investiranju u vrijednost u 35 godina kako sam ja to prakticirao. Čini se da postoji neka izopaćena, trajna ljudska karakteristika koja voli jednostavne stvari učiniti teškim. Akademski svijet prestao je predavati o investiranju u vrijednost u zadnjih 30 godina. Vjerojatno će se tako i nastaviti. Brodovi će ploviti oko svijeta, ali Udruga za promicanje plošnog oblika planeta Zemlje i dalje će postojati. I dalje će postojati velike razlike između

cijene i vrijednosti na tržištu, dok će oni koji čitaju Grahama i Doda i dalje prosperirati."

Koliko će biheviorističke financije pomoći boljem shvaćanju financija ovisi o tome koliko će intenzivno ući u zvanične financije. Kako su zvanične financije uključile u fenomen savršenog tržišta probleme agenata, tako će vjerojatno uključiti i druge psihološke fenomene. Konačno, već je dulje vrijeme u zvaničnim financijama prisutna činjenica o ograničenom dometu arbitraže. Štoviše, ova je činjenica ušla baš u svijet Nobelovim nagradama ovjenčanog područja strukture kapitala. Koliko će sve to reafirmirati u zvaničnim financijama stavove o investiranju u vrijednost pokazati će budućnost.

LITERATURA

1. *Advances in Behavioral Finance*, urednik R. Thaler, Russel Sage Foundation, 1993.
2. Louis Bachelier, *Théorie de la Spéculation*, *Annales Scientifiques de l'École Normale Supérieure*, doktorska disertacija, Paris, 1900.
3. Louis Bachelier, *Théorie des Probabilités Continues*, *Journal de Mathématiques Pures et Appliquées*, 1906.
4. William J. Baumol, *Business Behavior, Value and Growth*, MacMillan, New York, 1950, revidirano izdanje 1967.
5. William J. Baumol, "On the theory of Expansion of the firm", *American Economic Review*, December, 1962.
6. F. Black, M. Scholes, "The Pricing of Option and Corporate Liabilities", *Journal of Political Economy*, 3/1973.
7. Richard A. Brealey, Steward C. Myers i Franklin Allen, *Principles of Corporate Finance*, osmo izdanje, McGraw-Hill Book Company, New York, 2006.
8. James W. Bronson, Matthew H. Scanlan, Jan R. Squires, "Managing Individual Investment Portfolios", u *Managing Investment Portfolios, A Dynamic Process*, treće izdanje, redakcija John L. Maginn, Donald L. Tuttle, Jerald E. Pinto i Dennis W. McLeavey, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey, 2007.
9. John P. Calerley, Alan M. Meder, Brian D. Singer i Renato Staub, "Capital Market Expectations", u: *Managing Investment Portfolios, A Dynamic Process*, treće izdanje, redakcija John L. Maginn, Donald L. Tuttle, Jerald E. Pinto i Dennis W. McLeavey, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey, 2007.
10. Richard Cyert i March James, *Behavioral theory of firm*, Oxford, Blackwell, 1963.
11. E. F. Fama, "The Behavior of Stock Prices", *Journal of Business*, January, 1965.
12. E. F. Fama, "Random Walks in Stock Market Price", *Financial Analysts Journal*, September-October, 1965.
13. E. F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review if Theory and Empirical Work*, *Journal of Business*, May 1970.
14. E. F. Fama, "Insiders and Market Efficiency", *Journal of Finance*, September, 1976.
15. Eugene Fama i Kennet French, "The Cross-Section of Expected Stocks Returns", *Journal of Finance*, 1992.
16. Irving Fisher, *Mathematical Investigations in the Theory of Value and Prices*, novo izdanje, Cosimo, inc., 2007.

²⁸ Esaj u počast pedesetgodišnjici prvog izdanja Graham i Doodove Securities Analysis (1934).

17. Irving Fisher, *The Nature of Capital and Income*, novo izdanje, Cosimo, inc., 2007.
18. Irving Fisher, *The Rate of Interest*, The MacMillan Company, 1907.
19. Jack Clark Francis, *Management of Investment*, drugo izdanje, McGraw-Hill Book Company, New York, 1988.
20. Benjamin Graham, *Inteligentni investitor*, komentari Jason Zweig, predgovor Warren E. Buffett, komentari uz hrvatsko izdanje Silvije Orsag, Masmedia, Zagreb, 2006.
21. B. Graham i D. Dodd, *Security Analysis*, McGraw-Hill, New York, 1934, revidirana izdanja 1940. i 1951, revidiranog četvrtog izdanja u suradnji s Sidney Cottleom 1962, te najnovijeg izdanja autora Sidney Cottle, Roger F. Murray, Franc E. Block u suradnji s Martin L. Laibowic, 1988.
22. Chris R. Hansel i William T. Ziemba, "Investment Result from Exploiting Turn-of-the-Mont Effects", *Journal of Portfolio Management*, proljeće 1996.
23. Lawrence Harris i Eithan Gurel, "Price and Volume Effects Associated with Changes in the S&P List: New Evidence for the Existence of Price Pressures", *The Journal of Finance*, vol. XLI, rujan 1986.
24. Robert Haugen i Philippe Jorion, "The January Effect: Still There after All These Years", *Financial Analysts Journal*, siječanj-veljača, 1996
25. Damir Krcivoj, "Eksterna analiza dionica tehničkom analizom", *Računovodstvo i financije*, Zagreb, 6/96.
26. Daniel Kahneman, Amos Tversky, "Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk", *Econometrica*, Vol. 47, No. 2, 1979.
27. D. Kahneman, P. Slovic, A. Tversky, *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*. Cambridge University Press, New York, 1982.
28. John Lintner, "The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets", *Review of Economics and Statistic*, February 1965.
29. Burton G. Malkiel, *A Random Walk Down Wall Street, The Time-Tested Strategy for Successful Investing*, osmo izdanje, W. W. Norton and Company, New York, 2007.
30. *Managing Investment Portfolios, A Dynamic Process*, treće izdanje, redakcija John L. Maginn, Donald L. Tuttle, Jerald E. Pinto i Dennis W. McLeavey, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey, 2007.
31. Robin Maris, *The Economic Theory of Managerial Capitalism*, Glence: Free Press, 1964.
32. Harry Markowitz, "Portfolio selection", *Journal of Finance*, March, 1952.
33. R. C. Merton, "Theory of Rational Option Pricing", *The Bell Journal of Economics and Management Science*, 4/1973.
34. Franco Modigliani i Merton H. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, June 1958.
35. Franco Modigliani i Merton H. Miller, "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", *American Economic Review* 53, June 1963.
36. Franco Modigliani i Merton H. Miller, "Reply to Heins and Sprengle", *American Economic Review*, September 1969.
37. John Murphy, *Tehnička analiza financijskih tržišta*, Masmedia, Zagreb, 2007.
38. Michael B. O'Higgins, *Beating the Dow*, HarperCollins, 1991.
39. Silvije Orsag, *Vrijednosni papiri*, Revicon, Sarajevo, 2003.
40. James Pardoe, *How Buffett Does It, 24 Simple Investing Strategies from the World's Greatest Value Investor*, McGraw-Hill, New York, 2005.
41. Michael M. Pompian, *Behavioral Finance and Wealth Management, How to Build Optimal Portfolios That Account for Investor Biases*, John Wilwy & Sons, 2006.
42. William F. Sharpe, "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium", *Journal of Finance*, September 1964.
43. William F. Sharpe, Peng Chen, Jerald E. Pinto i Dennis W. McLeavey, "Asset Allocation", u *Managing Investment Portfolios, A Dynamic Process*, treće izdanje, redakcija John L. Maginn, Donald L. Tuttle, Jerald E. Pinto i Dennis W. McLeavey, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey, 2007.
44. Hers Shefrin, *Beyond Greed and Fear, Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*, Oxford University Press, 2000.
45. Andrei Shleifer, "Do Demand Curves for Stocks Slope Down?" *The Journal of Finance*, vol. XLI, srpanj 1986.
46. A. Tversky, D. Kahneman, "Judgment under uncertainty: Heuristics and biases", *Science*, 185, 1974.
47. Oliver E. Williamson, *The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of The Firm*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1966.
48. Jeffrey Wurtler i Ekaterina V. Zhuravskaya, "Does Arbitrage Flatten Demand Curves for Stocks?", *Journal of Business* vol. 75, October 2002.
49. www.harvard-magazine.com/issues/mj99/damnd.html

Summary

Only in recent times, intensive review of psychological elements and the behavior of investors and professionals on securities market have led to the development of a more specific approach within the finance and behavioral finance. Fundamental analysis looks at stocks, or more broadly securities and long term investments, and the company itself as a strategic investment and economic value that depends on the fundamental value drivers.

While technical analysis is trying to find the right moment for trading, fundamental analysis seeks undervalued and overvalued investments. Although it is difficult to believe that one can predict the turning point, the application of fundamental analysis does not exclude a particular application of technical analysis. Even more, in today's terms, financier practitioners at the same time use these two approaches in order for better decision making.

The essence of behavioral finance might be described as a blend of finance and psychology, on which are based different behaviors from those which assumes traditional economy and traditional finance. Financial markets are certainly not perfect. They show the variety of anomalies that call into question their effectiveness. However this does not mean that financial markets are completely irrational. Traditional finance based on an efficient market show that it is impossible to beat the market. Registered market anomalies that explore behavioral finance show that market can be beaten. It is probably best to say that market can be beaten, but there is little likelihood that this happens. As the official finance have included in the phenomenon of perfect market problems of agents, they will probably also include other psychological phenomena.

Prof. dr Vladimir Poznanić*

Mr Bojan Ćurić**

Organizacija državne revizije prema međunarodnim standardima

Rezime

U radu se razmatra uloga državne revizije i način njenog organizovanja prema savremenim standardima, koje donosi Međunarodna organizacija vrhovnih revizorskih institucija - INTOSAI. Zemlje u tranziciji nastoje da uspostave kontrolne mehanizme i da obezbijede transparentnost i pravičnost u trošenju javnih sredstava. Zbog toga se osnivaju državne revizorske institucije, koje obavljaju kontrolu poslovanja državnih organa, preduzeća i institucija. Državna revizija doprinosi racionalnijem trošenju budžetskih sredstava, što može značajno da smanji javnu potrošnju, ali je veoma važno da se pravilno shvate njeni dometi, kako se ne bi stvarao jaz u očekivanjima od strane korisnika izvještaja državne revizije.

UVOD

Sve zemlje u tranziciji danas nastoje da smanje javnu potrošnju i da, istovremeno, obezbijede transparentnost i pravičnost u pogledu načina i dinamike trošenja sredstava povjerenih različitim korisnicima budžeta. S tim u vezi, javlja se i potreba za savremenom državnom revizijom, koja ima ulogu kontrolnog mehanizma u trošenju javnog novca, u sprečavanju prekomjerne javne potrošnje i u povećanju efikasnosti, efektivnosti i ekonomičnosti javnih institucija. S obzirom na to da je, u zemljama jugoistočne Evrope, državna revizija u početnim fazama razvoja, u ovom radu će biti razmatrane mogućnosti za uspostavljanje i organizovanje državne revizije prema međunarodnim standardima, odnosno prema standardima koje donosi i promovise Međunarodna organizacija vrhovnih revizorskih institucija (INTOSAI – International Organization of Supreme Audit Institutions).

1. ZNAČAJ DRŽAVNE REVIZIJE

U literaturi iz oblasti revizije, državna revizija¹ se najčešće definiše kao redovna kontinuirana aktivnost koju obavlja vrhovna revizorska institucija (VRI), radi objelodanjivanja iznosa i načina na koji određeni korisnik troši odobrena budžetska sredstva. Državna revizija obuhvata: (1) reviziju državnih prihoda i rashoda, (2) reviziju finansijskih izvještaja i finansijskih transakcija jedinica državnog sektora, jedinica lokalne samouprave, pravnih lica (koja se

djelimično ili u cijelosti finansiraju iz budžeta), javnih preduzeća, društava i drugih pravnih lica u kojima država, ili jedinice lokalne samouprave imaju većinsko vlasništvo u akcijama, ili udjelima i (3) reviziju korišćenja kredita uzetih od međunarodnih finansijskih institucija za finansiranje javnih potreba.² Drugim riječima, klijenti državne revizije su svi oni kojima su, prema regulativi o budžetu, odobrena budžetska sredstva.

Revizija se obavezno obavlja jedanput godišnje za državni budžet, državne fondove i budžete jedinica lokalne samouprave. Revizija jedinica državnog sektora, jedinica lokalne samouprave, javnih preduzeća, društava i drugih pravnih lica, u kojima država, odnosno jedinice lokalne samouprave imaju većinsko vlasništvo nad akcijama ili udjelima, kao i revizija drugih subjekata obavlja se prema godišnjem programu VRI. Reviziju obavljaju ovlašćeni državni revizori, nezavisna stručna lica koja posjeduju sertifikat ovlašćenog državnog revizora i ispunjavaju druge uslove iz regulative koja definiše reviziju javnog sektora.

Osnovna svrha državne revizije je dvojaka. Sa jedne strane, ona pruža uvjeravanje da su finansijski izvještaji budžetskih korisnika pouzdani i realni, čime zainteresovana javnost stiče povjerenje u mehanizme finansijskog poslovanja državnih organa. Sa druge strane, državna revizorska institucija ima pravo i obavezu da, u postupku revizije, ostvari potpuni uvid u poslovanje budžetskog korisnika i da, odgovarajućim savjetima i prijedlozima, doprinese povećanju efektivnosti, efikasnosti i ekonomičnosti (prema tzv. konceptu „3E“). Prilikom obavljanja svoje funkcije, državna revizorska institucija bi trebalo da bude potpuno nezavisna i da za

* Redovni profesor Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Beogradu

** Glavna služba za reviziju javnog sektora Republike Srpske

¹ Umesto termina „državna revizija“ najčešće korišćeni termini su „revizija javnog sektora“ i „revizija budžeta“.

² B.Ćurić, „Uloga interne kontrole i interne revizije u javnom sektoru“ (magistarski rad) Ekonomski fakultet, Beograd, 2010. godine, str. 15

svoj rad isključivo odgovara skupštini kao najvišem zakonodavnom tijelu u zemlji.

Dometi i koristi koje društvo očekuje od državne revizije mogu se sistematizovati na sljedeći način³:

- Državnom revizijom se bavi državna revizorska institucija, koja bi trebalo da bude u potpunosti institucionalizovana, kako ne bi postojale dileme u pogledu njenog legitimiteta i legaliteta.
- Revizija finansijskih izvještaja državnih organa, trebalo bi da poboljša njihov kvalitet, pouzdanosti i uporedivost, tj. da posredno doprinese unapređenju finansijskog izvještavanja državnih organa u cjelini.
- Revizija pozitivno utiče na zakonitost poslovanja državnih organa i na efektivnost, efikasnost i ekonomičnost, što javnu potrošnju čini racionalnijom.
- Revizorski izvještaji dostavljaju se nadležnim državnim organima, a godišnji izvještaj o radu državne revizije podnosi se skupštini, čime se ispunjava zahtjev za transparentnošću trošenja budžetskih sredstava.
- Misija državne revizije realizuje se u skladu sa: propisima, standardima, opšteprihvaćenim načelima, metodama i principima, etičkim zahtjevima i specifičnostima okruženja u kome posluje klijent.
- Državna revizorska institucija bi trebalo da ostvaruje intenzivnu stručnu saradnju sa profesionalnim asocijacijama revizora, članicama Međunarodnog saveza računovođa (IFAC - International Federation of Accountants), kao i sa Međunarodnom organizacijom vrhovnih revizorskih institucija (INTOSAI – International Organization of Supreme Audit Institutions).
- Državna revizorska institucija bi trebalo da edukuje kadar za obavljanje državne revizije, u saradnji sa profesionalnom asocijacijom računovođa i revizora.

2. JAZ U OČEKIVANJIMA OD DRŽAVNE REVIZIJE

Pravilno razumijevanje uloge državne revizije može doprinijeti smanjenju jaza u očekivanjima. Naime, korisnici finansijskih izvještaja i šira javnost, očekuju da državna revizija pruži čitav niz uvjeravanja, koja se ne odnose samo na finansijske izvještaje budžetskih korisnika i zakonitost njihovog poslovanja, već i na pojave u društvu koje bi, prema svojoj prirodi, trebalo da budu predmet interesovanja drugih institucija. Državna revizija, sa druge strane, ne može da ispuni takva očekivanja, jer nisu u njenom domenu, koji je definisan zakonskom regulativom i međunarodnim standardima. Jedan od karakterističnih primjera jaza u očekivanjima odnosi se na prevare i korupciju. Od državne revizije se očekuje da da ključni doprinos u borbi protiv prevara i korupcije, iako se institucija koja se bavi državnom revizijom ne formira sa tim ciljem pa nije ni osposobljena za njegovu realizaciju.

Osnovna uloga državne revizije je da provjerava da li sistemi interne kontrole dobro funkcionišu i da li obezbjeđuju zakonito i efikasno poslovanje. Ona je, na ovakav način, definisana i u standardima i drugim dokumentima relevantnih međunarodnih institucija, koji predstavljaju osnovu za rad državnih revizorskih institucija, posebno u evropskim zemljama. Prema tome, državna revizija se ne bavi prevarama i korupcijom kao svojom osnovnom funkcijom. Na

primjer, u INTOSAI deklaraciji iz Lime, koja predstavlja vrlo važan međunarodni akt u oblasti državne revizije, najviše prostora je posvećeno nezavisnosti državnih revizora i drugim bitnim pitanjima, a prevare i korupcija se sporadično pominju. Isto važi i za INTOSAI standarde koji se, u vrlo ograničenoj mjeri, odnose na revizorske postupke u slučajevima prevara i korupcije.

Bez obzira na nedovoljno definisane zahtjeve u međunarodnoj regulativi, jasno je da državna revizija ne može ignorisati rizike od prevara i korupcije, pa bi, u tom smislu, trebalo:

- uzimati u obzir te rizike prilikom planiranja revizije,
- preduzeti adekvatne mjere u slučaju otkrivanja prevare (skretanje pažnje menadžmentu, navođenje u revizorskom izvještaju, prijava policiji ili tužilaštvu).
- prijaviti policiji i tužilaštvu ukoliko se sumnja na korupciju (najčešće povezanu sa tenderskim postupcima koje sprovode državni organi i drugi korisnici budžeta).

3. STANDARDI ZA OBAVLJANJE DRŽAVNE REVIZIJE

Standardi predstavljaju značajnu osnovu za uspostavljanje procedura koje se sprovode tokom obavljanja državne revizije kod određenog budžetskog korisnika. Oni su razvijeni polazeći od uloge državne revizije, koja podrazumijeva reviziju poslovanja i reviziju finansijskih izvještaja i od činjenice da je državna revizija, svuda gdje postoji, regulisana zakonom. Postoje tri grupe revizorskih standarda relevantnih za državnu reviziju:

- Standardi Međunarodne organizacije vrhovnih revizorskih institucija (INTOSAI standardi),
- Standardi Odbora za međunarodne standarde revizije (Međunarodni standardi revizije) i
- Standardi Kancelarije za opšte računovodstvo u SAD (Opšteprihvaćeni standardi državne revizije).

U nastavku će biti riječi samo o INTOSAI standardima, s obzirom na to da oni predstavljaju najvažniju grupu standarda za obavljanje državne revizije u evropskim zemljama, za razliku od Opšteprihvaćenih standarda državne revizije koji se dominantno primjenjuju u SAD. Međunarodni standardi revizije mogu takođe biti korišćeni u postupku državne revizije, ali su oni prevashodno namijenjeni reviziji finansijskih izvještaja preduzeća i drugih subjekata koji nisu korisnici budžeta.

INTOSAI standardi se zasnivaju na sljedećim zajedničkim načelima: javna odgovornost, objektivnost, prihvatljivost, konzistentnost primjene i sprečavanje sukoba interesa. Standardi su klasifikovani u tri grupe:

Opšti standardi. Vrlo detaljni standardi koji regulišu važne aspekte državne revizije, kao što su:

- Stručnost (osposobljenost),
- Nezavisnost VRI i revizora,
- Dužna profesionalna pažnja,
- Zapošljavanje i obuka revizora,
- Osiguranje kvaliteta rada.

Standardi izvođenja revizije. Preciziraju postupak obavljanja državne revizije prema fazama:

- Planiranje,
- Nadzor i supervizija osoblja,
- Revizijski dokazi,
- Upoznavanje i vrednovanje internih kontrola,
- Analiza finansijskih izvještaja.

Standardi izvještavanja. Regulišu fazu izvještavanja u revizorskom postupku i sadrže detaljna uputstva koja se odnose na:

- Formu i sadržaj revizorskog izvještaja,
- Revizorsko mišljenje,
- Izvještaj o reviziji uspješnosti poslovanja.

Pored opštih karakteristika, na koje upućuje naziv i specifična namjena svakog pojedinog standarda, važno je imati u vidu i njihove posebne karakteristike, koje se uglavnom odnose na praktičnu primjenu. Te se karakteristike mogu opisati na sljedeći način:

- Iako standarde donosi međunarodna asocijacija (INTOSAI), njihova primjena u svakoj zemlji podrazumijeva da: (1) zemlja ima status članice INTOSAI, (2) postoji zakonska regulativa koja se odnosi na državnu reviziju i standarde prema kojima se ona izvodi.
- Standardi predviđaju mogućnost korišćenja slične metodologije i dokumentacije koja se koristi i prilikom revizije privrednih subjekata, što olakšava uvođenje i primjenu u praksi.
- Standardi preporučuju da se edukacija revizora izvodi kontinuirano, jer se tako oni informišu o novim zahtjevima korisnika finansijskih i revizorskih izvještaja i o modifikacijama postupka revizije koje nastaju kao posljedica tih zahtjeva.
- Otkrivanje grešaka, špekulativnih i kriminalnih radnji, kao i provjera usaglašenosti sa relevantnim propisima, inkorporirano je, prema standardima, u postupak državne revizije, što pozitivno utiče na kvalitet njenih rezultata.
- Standardi omogućuju državnim revizorskim institucijama da identifikuju relevantne revizorske rizike i da postupak revizije prilagode specifičnostima svakog budžetskog korisnika, čime se revizija izvodi uz prihvatljive troškove.
- Standardi zahtijevaju korišćenje posebne terminologije, ali su inače vrlo fleksibilni što se tiče mogućnosti primjene u specifičnim okolnostima svake zemlje.

Donošenje i promovisanje standarda za obavljanje državne revizije nije jedino polje djelovanja Međunarodne organizacije vrhovnih revizorskih institucija (INTOSAI). Ova organizacija ostvaruje razmjenu informacija i iskustava među svojim članicama i na taj način jača njihove kapacitete neophodne za sprovođenje važne društvene misije, kao što je informisanje javnosti o radu budžetskih korisnika i zaštita javnog interesa kada je u pitanju trošenje budžetskih sredstava. Pored toga, INTOSAI publikuje i distribuira razne vrste uputstava, koja se odnose na rad institucija javnog sektora, razvija metodologiju revizije javnog sektora i organizuje obuku zaposlenih u javnom sektoru. Sličnu djelatnost u Evropi ima Evropska organizacija vrhovnih revizorskih institucija (EUROSAI - European Organization of Supreme Audit Institutions).

4. MOGUĆI OBLICI ORGANIZACIJE DRŽAVNE REVIZIJE

Državna revizija se najčešće osniva od strane vrhovnog zakonodavnog tijela, mada je moguće da ona bude ustrojena i na osnovu ustavne odredbe. Prilikom osnivanja, neophodno je zakonski regu-

lisati nadležnosti, obaveze i funkcije državne revizije, kao i način organizovanja i upravljanja ovom institucijom.

Osnovni dokument na međunarodnom planu, koji propisuje pravila za organizovanje državne revizije, je deklaracija INTOSAI, donijeta 1977. godine u Limi (Peru) na IX kongresu ove organizacije. Deklaracija je donijeta sa intencijom da pomogne nacionalnim zakonodavstvima u regulisanju ove oblasti i da stvori adekvatne uslove za obezbjeđenje nezavisnosti nacionalnih tijela za državnu reviziju. Smjernice i revizorska pravila grupisana su u deklaraciji na sljedeći način:

Opšti dio. U ovom delu deklaracije, državna revizija se definiše kao nužan vid kontrole i upravljanja javnim finansijama, koji doprinosi jačanju povjerenja javnosti u poslovanje budžetskih korisnika i u njihove finansijske izvještaje. U ovom dijelu dati su i principi na kojima bi trebalo da se zasniva funkcionisanje nacionalnog tijela za državnu reviziju ili VRI., od kojih su najznačajniji: legalitet, legitimitet, ekonomičnost, efikasnost i efektivnost.

Nezavisnost. U deklaraciji se navodi da VRI može postići ciljeve samo ako je funkcionalno nezavisna od subjekta revizije i zaštićena od spoljnih uticaja, sa značajnom dozom finansijske i organizacione nezavisnosti.

Odnos sa skupštinom, vladom i državnim institucijama. Deklaracija predviđa da VRI vrši reviziju poslovanja i finansijskih izvještaja vlade i državnih institucija i da podnosi revizorski izvještaj skupštini, najčešće odboru za računovodstvo i reviziju.

Ovlašćenja nacionalnih tijela za državnu reviziju. VRI mora imati pristup svim dokumentima relevantnim za upravljanje finansijskim sredstvima, kao i za poslovanje državnih institucija u najširem smislu. Deklaracijom se predviđa da VRI može pružiti konsalting skupštini o pitanjima koja zahtijevaju ekspertsko mišljenje.

Predmet državne revizije. Deklaracija zahtijeva da klasifikacija budžetskih pozicija bude jednostavna i da sve finansijske transakcije budu predmet državne revizije.

Metode revizije, revizori i međunarodna iskustva. Deklaracija zahtijeva da se svaka revizija obavlja prema posebnom programu, kojim se predviđa korišćenje revizorskih postupaka adekvatnih za konkretnog klijenta revizije. Revizori moraju imati odgovarajuće kvalifikacije, moralni integritet, znanje i profesionalno iskustvo. Razmjena iskustava, iz domena revizije poslovanja pojedinih budžetskih korisnika, posebno se preporučuje u deklaraciji.

Izveštavanje. Revizorski izvještaji, koji se podnose skupštini, trebalo bi da budu razumljivi i da se odnose samo na najvažnije oblasti koje su bile predmet revizije kod određenog budžetskog korisnika.

Deklaracija INTOSAI predstavlja osnovu, koju danas koriste zemlje u regionu za uspostavljanje državne revizije. Te zemlje obično donose zakon o državnoj revizorskoj instituciji, zasnovan, u znatnoj mjeri, na smjernicama iz deklaracije i na INTOSAI standardima. Što se tiče institucionalnog ustrojstva i organizacije državne revizije, postoje sljedeće mogućnosti:

Sud. Ovaj oblik institucionalnog ustrojstva državne revizije pojavio se u Francuskoj krajem XIX vijeka, a kasnije se proširio i van njenih granica. Državna revizije funkcionišu kao poseban sud, a državni revizori sude o legalnosti izvršenih transakcija, pri čemu imaju širok spektar mogućnosti za izricanje kazni.

Kolegijalno tijelo. Ovaj model je sličan sudu, ali nema njegove ingerencije u pogledu kažnjavanja. Kao oblik državne revizije postoji u Holandiji i Njemačkoj.

Državni ured. Ustrojen je u Finskoj i Švedskoj, a podrazumijeva postojanje dvije revizorske organizacije. Prva je vrhovna revizorska institucija, koja sprovodi detaljne revizorske preglede i odgovara

ministarstvu finansija, što značajno umanjuje njenu nezavisnost, a drugu organizaciju predstavljaju zaposleni u državnoj administraciji, koji su direktno odgovorni za zakonitost poslovanja.

Nezavisna revizorska kancelarija. Ovaj oblik institucionalnog ustrojstva, najviše je rasprostranjen (SAD, Velika Britanija, Austrija, Danska i dr.), a prihvatljiv je i primjenljiv i u zemljama našeg regiona. Zato će u nastavku, nešto detaljnije biti razmotrena uloga i način funkcionisanja nezavisne revizorske kancelarije.

Nezavisnom revizorskom kancelarijom rukovodi glavni (generalni) državni revizor, koji bi trebao da bude zaštićen od političkih i drugih uticaja, tokom obavljanja svog mandata. Osnovni zadatak glavnog revizora je provjera poslovanja, internih kontrola i računovodstvenog sistema državnih organa i drugih budžetskih korisnika, radi formulisanja revizorskog mišljenja i sastavljanja revizorskog izvještaja. Prilikom obavljanja tog zadatka, glavni revizor se pridržava standarda državne revizije o kojima je ranije bilo riječi.

Veza nezavisne revizorske kancelarije sa skupštinom, podrazumijeva dostavljanje godišnjeg revizorskog izvještaja, koji se u skupštini razmatra i usvaja. Na taj način se ostvaruje transparentnost sveukupnog poslovanja državnih organa i drugih budžetskih korisnika. Glavni državni revizor takođe učestvuje u različitim skupštinskim odborima, utiče na koncipiranje prijedloga zakona i daje odgovore na poslanička pitanja.

Veoma je važno da u nezavisnoj revizorskoj kancelariji rade kompetentni revizori, koji posjeduju profesionalni i moralni integritet i koji dobro poznaju relevantna revizijska načela, principe i standarde, kako bi svoj posao mogli da obavljaju sa dužnom profesionalnom pažnjom. Zahtjevi u tom pogledu su izuzetno visoki, jer je državna revizija i vrlo delikatan posao, od čijih rezultata može zavisići sudbina upravljačkih struktura u institucijama čije je poslovanje predmet revizije.

Državni revizori su u obavezi da se pridržavaju kodeksa profesionalne etike. Ovaj kodeks sadrži načela i pravila kojima državni revizori, izražavaju svoje stavove o odgovornosti prema javnosti, subjektima revizije i svojim kolegama. U formiranju tih stavova, državni revizori polaze od dobrovoljno prihvaćene obaveze da se samodisciplinuju, u skladu sa zahtjevima koje nameće kodeks. Stoga su zakonske odredbe o državnoj reviziji tek minimum onoga što usmjerava državne revizore u izvršavanju njihovih profesionalnih obaveza.

Summary

The paper discusses the role of state audit and manner of its organization by modern standards, issued by the International Organization of Supreme Audit Institutions- INTOSAI. Countries in transition are trying to establish control mechanisms to ensure transparency and fairness in the spending of public funds. Due to that State Audit Institutions are established. They control the operations of state organs, enterprises and institutions. State audit contributes to more rational spending of budget funds, which can significantly reduce public spending, but it is very important to properly understand its scope, so that there would not be a gap in expectations of the user of a report of state audit.

ZAKLJUČAK

Uspostavljanje državne revizije i njeno organizovanje prema međunarodnim standardima, može biti vrlo cjelishodno za zemlje koje nastoje da jačaju kapacitete države i da popravljaju svoj ugled u međunarodnom okruženju. Djelovanje državne revizije, kao specifičnog mehanizma kontrole poslovanja državnih organa, preduzeća i institucija, doprinosi racionalnijem trošenju budžetskih sredstava, a time i smanjenju javne potrošnje. Pored ove osnovne funkcije, državna revizija ima još dvije bitne funkcije. Prvo, ona podiže opšti nivo transparentnosti u zemlji, jer informiše javnost o poslovanju subjekata koji se finansiraju iz budžeta. Drugo, utiče na finansijsko izvještavanje, tako da se ono unapređuje na osnovu primjedbi i sugestija revizora, pa postaje pouzdan instrument za upravljanje poslovanjem korisnika budžeta. Realizujući pomenute funkcije, državna revizija štiti javni interes, što čini suštinu njene misije.

LITERATURA

1. www.scribd.com
2. www.intosai.com
3. www.eurosai.com
4. www.riksrevisionen.se
5. Ćurić B., "Uloga interne kontrole i interne revizije u javnom sektoru" (magistarski rad), Ekonomski fakultet, Beograd, 2010.
6. Ljubisavljević S., "Uloga eksternog revizora u okruženju", Ekonomski fakultet, Kragujevac, 2000.
7. Andrić M., Krsmanović B., Jakšić D., "Revizija – Teorija i praksa", Ekonomski fakultet, Subotica, 2004.
8. Wittington R., Pany K., "Principles of Auditing", Mc Graw – Hill Irwin, 2010.
9. Elifsen A., Messier W., Glover S., "Auditing and Assurance Services", Mc Graw – Hill, 2010.
10. Rittenberg L., Johnstone K., Gramling A., "Auditing", 2010.

Dr Tamara Stojanović*

Novi pristup upravljanju rizicima

Rezime

Ovaj tekst nastoji da ukaže na ono što čini upravljanje rizicima, koja je njegova svrha, te zašto se ono proteklih deceniju – dvije našlo u žiži interesovanja kako akademske javnosti tako i poslovne prakse. Polazeći od osnovnih karakteristika tradicionalnog pristupa upravljanju rizicima, ukazuje se na potrebu za uvođenjem novog pristupa koji za cilj ima unapređenje kvaliteta upravljanja uopšte, a posebno aspekta uspješnosti poslovanja. Opšteprihvaćena alternativa tradicionalnom, fragmentisanom pristupu je COSO-ov model 'upravljanja rizicima preduzeća' sa svojih osam komponenti. Ovaj pristup polazi od potpuno novog načina poimanja rizika i karakterističan je po tome što čini sastavni dio svih poslovnih procesa unutar preduzeća. Razvoj novog pristupa upravljanju rizicima treba da počiva na prevazilaženju postojećih slabosti procesa upravljanja uopšte, a moguće ga je realizovati kroz: fokus na pozitivne ciljeve, viziju i misiju kompanije, preuzimanje potpune odgovornosti za vlastite postupke i podizanjem svijesti o međusobnoj povezanosti kompanije sa svim njenim stakeholderima.

UVOD

"Uspješno upravljanje rizicima je u potpunosti vezano za balans."¹ Najprije je potrebno obezbijediti balans između rizika i nagrade. Poslovni lideri su, po svojoj prirodi, preduzimači rizika jer su i stavljeni na lidersku poziciju zbog njihovih uspjeha u prošlosti. Glavni izazov koji se pred njima nalazi je preuzimanje 'inteligentnih' rizika. Vođenje uspješnog poslovanja se, u principu, svodi na traženje pravih poslovnih mogućnosti polazeći od finansijskih i upravljačkih kapaciteta datog preduzeća.

Upravljanje rizicima bi, isto tako, trebalo da obezbijedi ravnotežu između vještine i nauke. Činjenica je, naime, da se značajna pažnja posvećuje prednostima kvantitativnog pristupa upravljanju rizicima. Međutim, ako se ima u vidu da su se finansijske katastrofe, po pravilu, dešavale po scenarijima koji su uključivali nepredviđen slijed događaja, onda je jasno da kvantitativni modeli vrlo teško mogu predvidjeti ovakva scenarija. Stoga, uvijek je važno imati na umu da je upravljanje rizicima vještina, i to vještina koja se zasniva na iskustvima i ocjenama menadžmenta.

Ravnoteža između procesa i ljudi je, vjerovatno, najvažnija stvar koju upravljanje rizicima treba da obezbijedi. „Neka kompanija može opstati i čak napredovati ako ima dobre ljude i loše procese, ali ako je suprotan slučaj, onda ne može.“² Na kraju krajeva, profil rizika nekog preduzeća zavisi od odluka i postupaka ljudi koji su u njemu zaposleni. Dok procesi upravljanja rizicima, kao što su izvještavanje o riziku i interna revizija, mogu obezbijediti nadzor, mnogo je važnije osigurati da pravi ljudi budu na pravim mjestima, te da su oni motivisani pravom organizacionom kulturom i podsticajima. Konačno, upravljanje rizicima se uvijek svodi na ljude – ljudi osmišljavaju procese, oni ih sprovode i oni ih razaraju.

1. POTREBA ZA NOVIM PRISTUPOM

Rizici su, po svojoj prirodi, veoma dinamični, fluidni i izuzetno međuzavisni. Iz tog razloga, nemoguće ih je razbiti na posebne dijelove i njima nezavisno upravljati. Preduzećima, koja danas posluju u izuzetno promjenljivom okruženju, potreban je jedan cjelovitiji pristup upravljanju rizicima od onoga koji je preovladavao u prošlosti.

Tradicionalno, preduzeća su upravljala rizicima koji su bili svrstani u strogo odvojene kategorije. Tako su tržišni, kreditni i operativni rizici tretirani posebno i vrlo često su se njima bavili različiti pojedinci unutar organizacije. Međutim, sada je postalo jasno da ovako fragmentisan pristup jednostavno više ne funkcioniše jer su rizici međusobno zavisni i ne mogu se podijeliti u segmente, niti njima mogu upravljati potpuno odvojene i nezavisne poslovne jedinice. Iz tog razloga, menadžment je ispoljio potrebu za jednim cjelovitim okvirom za upravljanje ukupnim poslovnim rizicima koji bi omogućio ne samo opstanak, već i rast preduzeća na dugi rok.

Jedan od najpopularnijih novih pristupa svakako je 'upravljanje rizicima preduzeća' (eng. Enterprise Risk Management – ERM) koji je okosnica kako COSO-ovog modela tako i interne revizije procesa upravljanja rizicima i korporativnog upravljanja uopšte.

2. ZNAČAJ UPRAVLJANJA RIZICIMA PREDUZEĆA

Osnovna pretpostavka upravljanja rizicima preduzeća je da svaka organizacija, bilo da je profitna ili neprofitna orijentisana, postoji kako bi obezbijedila vrijednost za svoje stakeholdere. Takođe, sve organizacije se suočavaju sa neizvjesnostima, a zadatak

* Agencija za osiguranje Republike Srpske

¹ James Lam, *Enterprise Risk Management*, John Wiley & Sons, New Jersey, 2003, str. xiii.

² *Ibidem*, str. xiv.

je menadžmenta da odredi koliko neizvjesnosti je preduzeće spremno prihvatiti dok nastoji da uveća vrijednost za stejkholdere. Neizvjesnost, pri tome, podrazumijeva kako rizik tako i mogućnost da se smanji, odnosno poveća ova vrijednost. Upravljanje rizicima preduzeća je okosnica Okvira³ koji je COSO⁴ objavio 2004. godine s ciljem da pomogne menadžmentu u efikasnom upravljanju neizvjesnostima, odnosno rizicima i mogućnostima u vezi sa njima, kako bi na taj način poboljšao svoju sposobnost stvaranja vrijednosti.

S obzirom na to da ne postoji poslovno okruženje u kojem nema rizika, zadatak upravljanja rizicima preduzeća i nije da stvori takvo okruženje. Umjesto toga, ovaj pristup upravljanju rizicima trebalo bi da omogući menadžmentu veću efikasnost upravo u okruženjima koja karakterišu rizici.

Upravljanje rizicima preduzeća bi trebalo da obezbijedi veću sposobnost da se:

- “usklađe strategija i sklonost ka rizicima (eng. risk appetite) – Menadžment razmatra sklonost preduzeća ka rizicima najprije prilikom ocjene strategijskih alternativa, zatim prilikom postavljanja ciljeva u skladu sa izabranom strategijom, i na kraju prilikom kreiranja mehanizama za upravljanje pratećim rizicima;
- poveže rast, rizik i prinos – Upravljanje rizicima preduzeća pruža veću sposobnost za identifikaciju i ocjenu rizika, i uspostavlja prihvatljive nivoe rizika u odnosu na ciljeve rasta i prinosa;
- poveća broj odluka kao odgovor na rizike – Upravljanje rizicima preduzeća obezbjeđuje strogost u identifikovanju i izboru alternativnih reakcija na rizike – izbjegavanje rizika, smanjenje, podjela i prihvatanje;
- minimiziraju iznenađenja i gubici u poslovanju – Preduzeća imaju veću sposobnost da identifikuju moguće događaje, procijene rizik i odrede način reagovanja, čime se smanjuju pojave iznenađenja i prijeteci troškovi ili gubici;
- identifikuju i da se upravlja rizicima širom preduzeća – Svako preduzeće se suočava sa mnoštvom rizika koji utiču na različite dijelove organizacije. Menadžment bi trebalo ne samo da upravlja pojedinačnim rizicima, već i da razumije njihove međuzavisnosti;
- obezbijede cjeloviti odgovori na višestruke rizike – Poslovni procesi nose sa sobom mnoge inherentne rizike, a upravljanje rizicima preduzeća pruža integralna rješenja za upravljanje rizicima;
- ugrabe mogućnosti – Menadžment uzima u obzir moguće događaje, a ne samo rizike, i razmatrajući čitav spektar događaja, on shvata kako pojedini događaji predstavljaju mogućnosti;
- racionalno koristi kapital – Opsežnije informacije o ukupnim rizicima preduzeća omogućavaju menadžmentu da efikasnije ocijeni ukupne potrebe za kapitalom i tako poboljša raspodjelu kapitala.”⁵

Upravljanje rizicima preduzeća nije samo sebi cilj, već je, prije svega, značajno sredstvo za ostvarivanje ciljeva. Ono ne djeluje samostalno i nezavisno od ostalih procesa, već omogućava odvijanje procesa upravljanja uopšte. Upravljanje rizicima preduzeća je usko vezano za proces korporativnog upravljanja tako što odboru direktora (upravi) obezbjeđuje informacije o najznačajnijim rizicima i o tome kako se njima upravlja. Takođe je povezano i sa upravljanjem uspješnošću tako što pruža sredstva za mjerenje uspjeha prilagođenog rizicima, kao i sa internom kontrolom, koja je sastavni dio procesa upravljanja rizicima preduzeća. Osim toga, ovaj pristup upravljanja rizicima pomaže organizacijama da obezbijede usklađenost za zakonima i propisima, izbjegnju gubitak reputacije i ostala iznenađenja koja ih vrebaju na putu do cilja.

3. POJMOVNO ODREĐENJE ‘UPRAVLJANJA RIZICIMA PREDUZEĆA’

COSO-ov okvir definiše ‘upravljanje rizicima preduzeća’ na sljedeći način:

“Upravljanje rizicima preduzeća je proces na koji utiče odbor direktora preduzeća, menadžment i ostalo osoblje, koji se primjenjuje prilikom definisanja strategije i širom preduzeća, koji je kreiran s ciljem da se identifikuju potencijalni događaji koji mogu uticati na preduzeće i da se rizicima upravlja tako da oni ostaju u granicama njegove sklonosti ka rizicima, te da se obezbijedi razumno uvjerenje u pogledu ostvarivanja ciljeva organizacije.”⁶

Ova definicija sadrži osnovne pojmove vezane za proces upravljanja rizicima preduzeća, kao što su:

- To je proces – ovdje se ne radi o jednoj pojedinačnoj aktivnosti, već o nizu postupaka koji prožimaju sve poslovne aktivnosti. Proces upravljanja rizicima preduzeća je najefikasniji kad čini dio organizacione infrastrukture i onoga čime se preduzeće bavi. Tri su osnovne prednosti mehanizama upravljanja rizicima, koji su ovako ugrađeni u poslovanje preduzeća:
 - 1) direktno utiču na sposobnost implementacije strategije preduzeća i ostvarivanja njegove vizije i misije;
 - 2) pozitivne su implikacije na ukupne troškove poslovanja jer nije potrebno uvoditi nove procedure, već samo usmjeriti postojeće aktivnosti tako da one doprinesu upravljanju rizicima preduzeća; i
 - 3) s obzirom na to da čini sastavni dio svih poslovnih aktivnosti, omogućava lakše uočavanje prilika za poslovni rast.
- Na njega utiču ljudi – Ljudi su ti koji definišu misiju, viziju, strategiju i ciljeve i oni primjenjuju mehanizme upravljanja rizicima preduzeća. Svaki pojedinac ima jedinstvena znanja i sposobnosti, različite potrebe i prioritete i stoga ima različit pristup identifikaciji, ocjeni i reagovanju na rizike. Sve ovo utiče na upravljanje rizicima i obratno. Ljudi moraju poznavati svoje dužnosti i biti svjesni povezanosti između izvršavanja tih dužnosti i ostvarivanja strategije i ciljeva preduzeća. Iako svi ljudi utiču na upravljanje rizicima, odbor direktora je posebno

³ COSO, *Enterprise Risk Management Framework – Executive Summary*, Exposure Draft for Public Comment, dostupno na: [http://www.erm.coso.org/Coso/coserm.nsf/vwWebResources/PDF_Manuscript/\\$file/COSO_Manuscript.pdf](http://www.erm.coso.org/Coso/coserm.nsf/vwWebResources/PDF_Manuscript/$file/COSO_Manuscript.pdf)

⁴ COSO (Committee of Sponsoring Organizations) – ‘Komitet organizacija sponzora’ iza koga stoji pet profesionalnih organizacija: Institut internih revizora (IIA), Američki institut ovlaštenih javnih računovođa (AICPA), Institut finansijskih izvršilaca (FEI), Američko udruženje računovođa (AAA) i Institut upravljačkih računovođa (IMA).

⁵ COSO, *Enterprise Risk Management Framework – Executive Summary*, Exposure Draft for Public Comment, str. 2–3, dostupno na: [http://www.erm.coso.org/Coso/coserm.nsf/vwWebResources/PDF_Manuscript/\\$file/COSO_Manuscript.pdf](http://www.erm.coso.org/Coso/coserm.nsf/vwWebResources/PDF_Manuscript/$file/COSO_Manuscript.pdf)

⁶ *Ibidem*, str. 3.

- važan za ovaj proces jer on daje smjernice, odobrava strategiju i donosi odluke o najznačajnijim transakcijama i politikama.
- Primjenjuje se prilikom definisanja strategije – Strateški ciljevi su ciljevi najvišeg nivoa koji doprinose ostvarivanju misije i vizije preduzeća. Strategija preduzeća služi upravo ostvarivanju strateških ciljeva, a da bi se oni ostvarili, potrebno ih je svesti na ciljeve nižeg nivoa (poslovnih jedinica, odjela, procesa). Prilikom definisanja strategije preduzeća, rukovodstvo mora razmotriti i rizike koji su vezani za svaku od alternativnih strategija.
 - Primjenjuje se širom preduzeća – Upravljanje rizicima preduzeća razmatra sve aktivnosti na svim nivoima, od onog najvišeg (npr. strateško planiranje i alokacija resursa), preko poslovnih jedinica (npr. marketing i upravljanje ljudskim resursima) do poslovnih procesa (npr. proizvodnja i analiza kreditne sposobnosti novog klijenta). Upravljanje rizicima se primjenjuje i na nove projekte i poslovne inicijative koje još uvijek nemaju svoje mjesto u organizacionoj strukturi preduzeća. Osnovna karakteristika upravljanja rizicima preduzeća je da se rizik posmatra kao portfolio. To znači da svaki menadžer treba da, kvantitativno ili kvalitativno, procijeni rizik poslovnog segmenta za koji je odgovoran. A svaki sljedeći nivo menadžmenta ima širi pogled na rizike preduzeća. Prednost ovog modela je u razmatranju međusobne povezanosti rizika na najvišem nivou preduzeća i sagledavanje ukupnog portfolija rizika. Jer, iako pojedinačni rizici na nižim nivoima mogu biti u granicama tolerancije, njihova međuzavisnost može dovesti do toga da oni prevazilaze sklonost preduzeća ka rizicima.
 - Kreiran je s ciljem da se identifikuju potencijalni događaji koji mogu uticati na preduzeće i da se rizicima upravlja tako da oni ostaju u granicama njegove sklonosti ka rizicima – Iznos rizika koji je preduzeće spremno da prihvati u procesu stvaranja vrijednosti predstavlja njegovu sklonost ka rizicima. Ona se može iskazati kvalitativno (visoka, umjerena, niska) ili kvantitativno, tako da odražava željeni odnos između rasta, prinosa i rizika. Sklonost ka rizicima je direktno povezana sa strategijom preduzeća jer ono uvijek bira onu strategiju koja je konzistentna sa njegovim 'apetitom' za rizike. Takođe je povezana i sa alokacijom resursa, tako što preduzeće alokira

resurse u one poslovne segmente koji mu, sa aspekta sklonosti ka rizicima, obezbjeđuju željeni prinos na uložena sredstva. Osim toga, rukovodstvo bi uvijek trebalo da razmotri sklonost ka rizicima kada upravlja organizacijom, ljudima, procesima ili kada kreira infrastrukturu neophodnu za efikasno reagovanje na rizike i nadzor nad rizicima.

- Pruža razumno uvjeravanje rukovodstvu i odboru direktora preduzeća – Efikasan proces upravljanja rizicima preduzeća bi trebalo da omogući razumno uvjeravanje u pogledu ostvarivanja strateških ciljeva preduzeća, operativnih ciljeva preduzeća, pouzdanosti izvještavanja i primjene važećih zakona i propisa. Međutim, budućnost donosi neizvjesnosti i rizike koje često nije moguće predvidjeti. Takođe, tu su i ograničenja koja proizlaze iz same ljudske prirode (pogrešne procjene ljudi, greške i propusti), kontrole koje se zasnivaju na relativnom odnosu koristi i troškova (nije isplativo sve kontrolisati), zaobilaznje kontrola... Sve su ovo faktori koji ne mogu obezbijediti apsolutnu sigurnost da će zacrtani ciljevi biti ostvareni.
- Prilagođen je ostvarivanju ciljeva organizacije – Neke ciljeve, kao što su to pouzdanost izvještavanja i primjena važećih zakona i propisa, preduzeće može lako kontrolisati. Međutim, kada je riječ o stratejskim i operativnim ciljevima, oni nisu uvijek pod kontrolom preduzeća. U pogledu ovih ciljeva, upravljanje rizicima preduzeća može pružiti samo razumno uvjeravanje da su rukovodstvo, i odbor direktora kao funkcija nadzora, pravovremeno obaviješteni o stepenu u kome se preduzeće kreće ka ostvarivanju svojih ciljeva.

4. KOMPONENTE UPRAVLJANJA RIZICIMA PREDUZEĆA

Prema COSO-ovom okviru, upravljanje rizicima preduzeća čini osam međusobno povezanih komponenti.⁷ One proizlaze iz načina na koji rukovodstvo upravlja poslovanjem i sastavni su dio ukupnog procesa upravljanja. Ove komponente obuhvataju:



Interno okruženje – S obzirom na to da obezbjeđuje disciplinu i strukturu, interno okruženje je osnova svih ostalih komponenti upravljanja rizicima preduzeća. Ono utiče na definisanje strategije i ciljeva, strukturisanje poslovnih aktivnosti, identifikovanje, ocjenu i reagovanje na rizike, kreiranje i funkcionisanje kontrolnih aktivnosti, informacionih sistema i aktivnosti nadzora. Interno okruženje čine mnogi elementi, kao što su: etičke vrijednosti kompanije, stručnost

i razvoj osoblja, stil upravljanja menadžmenta, te raspodjela ovlašćenja i odgovornosti. Odbor direktora je kritičan element internog okruženja jer on značajno utiče na sve ostale elemente. Kao dio internog okruženja, rukovodstvo utvrđuje filozofiju upravljanja rizicima, određuje sklonost preduzeća ka rizicima, stvara kulturu ponašanja u vezi sa rizicima i integriše upravljanje rizicima preduzeća sa ostalim poslovnim aktivnostima.

⁷ COSO, *Enterprise Risk Management Framework – Executive Summary*, Exposure Draft for Public Comment, dostupno na: [http://www.erm.coso.org/Coso/coserm.nsf/vwWebResources/PDF_Manuscript/\\$file/COSO_Manuscript.pdf](http://www.erm.coso.org/Coso/coserm.nsf/vwWebResources/PDF_Manuscript/$file/COSO_Manuscript.pdf), str. 11–19.

Postavljanje ciljeva – Ukoliko ne postoje ciljevi, nemoguće je identifikovati događaje koji mogu uticati na ostvarivanje tih ciljeva. Upravljanje rizicima preduzeća osigurava postojanje kako procesa postavljanja ciljeva, tako i procesa povezivanja ciljeva sa misijom i vizijom preduzeća, a sve to polazeći od njegove sklonosti ka rizicima. Ciljevi preduzeća se obično svrstavaju u četiri kategorije: stratezijske ciljeve (koji proizlaze iz misije i vizije preduzeća), operativne ciljeve (efektivnost, efikasnost, uspješnost i rentabilnost), ciljeve izvještavanja (finansijskog i nefinansijskog) i ciljeve usklađenosti (sa važećim zakonima i propisima). Ovakva kategorizacija ciljeva omogućava menadžmentu i odboru direktora da se fokusiraju na posebne aspekte upravljanja rizicima preduzeća, ali i da uoče razliku između onoga šta se očekuje od svake kategorije ciljeva.

Identifikacija događaja – Važno je zapaziti da se, za razliku od tradicionalnog pristupa upravljanju rizicima, ovdje identifikuju događaji, a ne rizici. Razlog za to je činjenica da događaji mogu imati kako negativan tako i pozitivan uticaj na poslovanje. Ovdje se rizicima smatraju događaji sa potencijalno negativnim posljedicama, koje menadžment treba da procijeni, a zatim i odgovori na njih. Događaji sa potencijalno pozitivnim posljedicama mogu predstavljati prilike za rast ili protivtežu negativnim posljedicama rizika. Prilike za rast se razmatraju u procesima donošenja strategija i ciljeva, kako bi se preduzele potrebne akcije radi iskorištavanja datih prilika, dok se događaji, koji imaju sposobnost da ublaže negativne posljedice rizika, razmatraju prilikom procjene rizika i odlučivanja o reagovanju na rizike.

Ocjena rizika – Ocjenom rizika se utvrđuje kako potencijalni događaji mogu uticati na ostvarivanje ciljeva. Pri tome, rukovodstvo procjenjuje događaje sa dva aspekta – vjerovatnoće (kakva je šansa da se neki događaj desi?) i uticaja (koje su njegove posljedice, ako se desi?). Procjena rizika bi trebalo da obuhvati kako pozitivne tako i negativne posljedice potencijalnih događaja, individualno ili u njihovoj međuzavisnosti, u čitavom preduzeću. S obzirom na to da neki ciljevi (stratezijski) podrazumijevaju širi vremenski horizont, rukovodstvo često pravi propuste time što rizike procjenjuje samo u kratkom ili srednjem roku, dok se oni dugoročni rizici zanemaruju.

Prvo se vrši ocjena inherentnog rizika – rizika koji prijeti preduzeću u odsustvu bilo kakvih aktivnosti koje bi rukovodstvo moglo preduzeti da izmijeni bilo vjerovatnoću rizika ili njegov uticaj. Kada preduzeće donese odluku o načinu reagovanja na ove rizike, primjenjuju se tehnike za procjenu rezidualnog rizika – rizika koji preostaje nakon što je rukovodstvo preduzelo aktivnosti uticanja na promjenu vjerovatnoće ili uticaja rizika.

Reagovanje na rizike – Razmatranje mogućih reakcija na rizike, te izbor i implementacija odgovora na rizike sastavni su dio upravljanja rizicima preduzeća. Efikasan proces upravljanja rizicima zahtijeva od menadžmenta da izabere one odgovore za koje se očekuje da će držati vjerovatnoću i uticaj rizika unutar definisanih granica tolerancije rizika. Preduzeće može reagovati na rizike tako što će ih izbjegavati (napuštanje aktivnosti koje karakterišu veliki rizici), smanjivati (vjerovatnoću, uticaj ili oboje), dijeliti (prenosom rizika ili smanjenjem učešća u riziku) ili prihvatati (ne uticati na vjerovatnoću ili posljedice rizika). Ipak, izvjestan nivo rizika (rezidualni rizik) uvijek ostaje, ne samo zato što su mogućnosti za upravljanje rizicima ograničene, već i zbog nepredvidivosti budućih događaja i ograničenja koja su svojstvena svim aktivnostima.

Kontrolne aktivnosti – Kontrolne aktivnosti čine politike (koje definišu šta treba da se uradi) i procedure (kojima se sprovode politike) čiji je cilj osigurati adekvatno sprovođenje odgovora preduzeća na rizike. One su prisutne u čitavoj organizaciji, na svim nivoima i u svim funkcijama. S obzirom na to da svako preduzeće ima različite, samo njemu svojstvene ciljeve i načine ostvarivanja tih ciljeva, njegove kontrolne aktivnosti će se takođe razlikovati. Čak i da dva preduzeća imaju identične ciljeve i strukturu, kontrolne aktivnosti će biti različite jer ih sprovode različiti ljudi koji svojim individualnim postupcima i prosuđivanjem utiču na internu kontrolu. Interne kontrole, kao i proces upravljanja rizicima preduzeća, pomoćna su sredstva koja omogućuju preduzeću da maksimira vrijednost i tako ostvari svoje ciljeve, ali dobro je uvijek imati na umu da su ljudi ti koji ih kreiraju, sprovode, ali i zanemaruju.

Informacije i komunikacija – Informacije su neophodne na svim nivoima organizacije da bi se identifikovalo, procijenilo i odgovorilo na rizike, te da bi se uopšte moglo upravljati preduzećem i ostvarivati njegove ciljeve. Informacije dolaze iz različitih izvora (internih i eksternih) i u različitim oblicima (kvantitativne i kvalitativne), a od suštinskog su značaja za pravovremeno reagovanje menadžmenta na uslove koji se stalno mijenjaju.

Informacije su osnova za komunikaciju, koja mora zadovoljiti očekivanja grupa i pojedinaca, omogućavajući im da efikasno ispune svoje odgovornosti. Jedan od najvažnijih kanala komunikacije je onaj između najvišeg rukovodstva i odbora direktora. Rukovodstvo je dužno izvještavati odbor o rezultatima, razvoju događaja, rizicima i funkcionisanju upravljanja rizicima preduzeća, kao i ostalim važnim pitanjima. Što je komunikacija bolja, to će odbor biti efikasniji u sprovođenju nadzora, odlučivanju o kritičnim pitanjima, pružanju savjeta i smjernica. Ništa manje važna je i komunikacija između rukovodstva i zaposlenih. Ova komunikacija bi trebalo da uveća svijest o tome koliko je značajno efikasno upravljanje rizicima preduzeća, da ukaže na to koliko rizika je preduzeće spremno da prihvati i toleriše, da uvede jedan zajednički jezik rizika, te da upozna osoblje sa ulogama i odgovornostima koje ono ima u podršci i sprovođenju komponenti procesa upravljanja rizicima preduzeća.

Nadzor – Nadziranje procesa upravljanja rizicima preduzeća je proces kojim se procjenjuje kako postojanje i funkcionisanje njegovih komponenti tako i njihov kvalitet tokom vremena. Nadzor se može sprovoditi kroz tekuće aktivnosti i/ili posebne evaluacije. Tekući nadzor se odvija paralelno sa tekućim poslovnim aktivnostima, obavlja se u realnom vremenu, dinamično reaguje na izmijenjene okolnosti i integrisan je u poslovanje. Upravo iz tog razloga, ovakav nadzor je efikasniji od posebnih evaluacija koje se obavljaju nakon što se događaj desi i problem pojavio. Međutim, i pored tekućeg nadzora, mnoga preduzeća se opredjeljuju za posebne evaluacije upravljanja rizicima preduzeća, čija učestalost zavisi od procjene samog menadžmenta. Interna revizija u ovoj fazi dolazi do izražaja, jer je upravo njen zadatak da, kao funkcija internog nadzora, "procijeni efikasnost i doprinese poboljšanju procesa upravljanja rizikom"⁸.

Međutim, važno je imati na umu da upravljanje rizicima preduzeća nije proces koji se odvija strogo definisanim redosljedom u kome jedna komponenta utiče samo na onu narednu. Ovdje je riječ o višesmjernom, multidimenzionalnom procesu u kome svaka komponenta utiče na one ostale.

⁸ Institut internih revizora, *Međunarodni okvir profesionalne prakse (IPPF)*, Udruženje internih revizora u BiH, priznato kao Institut internih revizora BiH kod IIA Global, Sarajevo, 2009. godine, str. 51.

ZAKLJUČAK

Treba imati u vidu da je model upravljanja rizicima preduzeća nastao kao odgovor na potrebu da se korporativno upravljanje učini efikasnijim i, svakako, efektivnijim, kako bi odgovorio na potrebe svih zainteresovanih strana (stejkholdera). Sve veći akcenat na upravljanje rizicima je nastao kao odgovor na velike korporativne skandale i nastojanje da se aspekt 'usklađenosti' upotpuni sa aspektom 'uspješnosti'.

Da bi se procesi korporativnog upravljanja i upravljanja rizicima u potpunosti mogli uskladiti i dalje razvijati rezultirajući 'dodanom vrijednošću' za sve stejkholdere, potrebno je prevazići neke od 'slabosti' oba procesa koje su opšteprihvaćene kao zadate varijable. Analizirajući teoriju i primjere iz prakse korporativnog upravljanja i upravljanja rizicima, može se izvući zaključak da su njihove 'slabosti' u sljedećem:

- 1) I jedan i drugi proces je nastao kao odgovor na potrebu da se riješe problemi, a ti problemi se uvijek rješavaju na tradicionalni način, tj. fokusom na same probleme. COSO-ov model upravljanja rizicima preduzeća je uočio taj nedostatak i dao veliki doprinos poboljšanju ovih procesa time što je proširio pojam rizika i u njega uključio kako nepoželjne događaje tako i pozitivne poslovne šanse. Još jedan korak dalje bi bio potpuni fokus na viziju, misiju i ciljeve kompanije, koja treba da služi interesima svih stejkholdera, te prihvatanje nepoželjnih događaja kao dragocjenih 'lekcija' da se očigledno nešto ne radi kako treba (princip efikasnosti) ili da je kompanija, pak, skrenula sa pravog puta (tj. da se ne rade prave stvari – princip efektivnosti).
- 2) Možda najveći nedostatak leži u ograničenoj odgovornosti. Po svojoj zamisli, korporacija je neživo biće koje ne može da odgovara za svoja djela, a njeni osnivači (akcionari), investitori, uprava, zaposleni, revizori uvijek su samo djelimično odgovorni. Čak i COSO-ov ERM model priznaje da je jedno od ograničenja njegovog modela u ograničenoj odgovornosti menadžmenta (u vidu 'razumnog' a ne 'apsolutnog' uvjeravanja) za upravljanje rizicima jer postoje neki događaji na koje uprava ne može uticati.⁹ Međutim, ova konstatacija bi onda značila da reakcija nije nastala iz akcije koja ju je potakla ili da posljedica nema svoj uzrok. Iz toga bi se moglo zaključiti da ograničena odgovornost

zapravo ukazuje na nespremnost da se igra pošteno što su, uostalom, i potvrdili sve brojniji i sve češći krahovi i velikih i malih kompanija.

- 3) Treća slabost proizlazi iz nedovoljne svijesti o stvarnoj povezanosti kompanije i njenih stejkholdera, odnosno nepostojanja svijesti da svaka aktivnost, svaka odluka, svaki model ponašanja, uvjerenje, namjera... utiču ne samo na dato preduzeće, već i na sve druge koji imaju bilo kakvog dodira sa njim. I u ovom pogledu, COSO je dao dragocjen doprinos jer je u oba svoja okvira – Okvir internih kontrola i Okvir za upravljanje rizicima preduzeća – značajan akcenat stavio na interno okruženje. Upravo ovo okruženje treba da stvori određenu svjesnost kod nosilaca svih procesa (upravljanja, kontrole, poslovnih aktivnosti...) i uvede one vrijednosti koje će obezbijediti ostvarivanje 'dodane vrijednosti'.

Prema tome, fokus na pozitivne ciljeve, viziju i misiju kompanije, koja služi svima, a ne samo pojedincima, preuzimanje potpune odgovornosti za vlastite postupke i odluke, te svijest o međusobnoj povezanosti kompanije i svih njenih internih i eksternih stejkholdera, čine temelj na kome bi dalje trebalo da se gradi upravljanje uopšte, a posebno upravljanje rizicima. Ovakvim pristupom preduzeća mogu opravdati svrhu svog postojanja, a njihov uspjeh se može postizati na dugoročnoj osnovi.

LITERATURA

1. COSO, *Enterprise Risk Management Framework (Executive Summary)*, Exposure Draft for Public Comment, dostupno na: [http://www.erm.coso.org/Corso/coserm.nsf/vwWebResources/PDF_Manuscript/\\$file/COSO_Manuscript.pdf](http://www.erm.coso.org/Corso/coserm.nsf/vwWebResources/PDF_Manuscript/$file/COSO_Manuscript.pdf).
2. Institut internih revizora, *Međunarodni okvir profesionalne prakse (IPPF)*, Udruženje internih revizora u BiH, priznato kao Institut internih revizora BiH kod IIA Global, Sarajevo, 2009. godine
3. James Lam, *Enterprise Risk Management*, John Wiley & Sons, New Jersey, 2003
4. Paul J. Sobel, *Integrating Risk Management and ERM, Auditors Risk Management Guide*, CCH Incorporated, Chicago, 2004.

Summary

This article strives to point out the essence of risk management, what its purpose is and why it has become the subject of interest of both the academic public and business practice during the last two decades. Considering the basic characteristics of the traditional approach to risk management, the article emphasises the need for introducing a new approach which aims to improve the quality of governance process and specifically its performance aspect. Generally accepted alternative to the traditional selective approach is COSO's Enterprise Risk Management (ERM) model which integrates eight components. This approach is based on the completely new risk definition and it is distinctive by the fact that it is integrated in all business processes. The development of new risk management approach should be based on the overcoming of current governance weaknesses and it is possible to realize it through the focus on positive goals, vision and mission of a company, complete acceptance of the responsibility for own actions and the awareness of mutual connections between company and all its stakeholders.

⁹ COSO, *Enterprise Risk Management Framework – Executive Summary*, Exposure Draft for Public Comment, str. 23, dostupno na: [http://www.erm.coso.org/Corso/coserm.nsf/vwWebResources/PDF_Manuscript/\\$file/COSO_Manuscript.pdf](http://www.erm.coso.org/Corso/coserm.nsf/vwWebResources/PDF_Manuscript/$file/COSO_Manuscript.pdf)

Dr Saša Petković*

Planiranje marketinga u malim i srednjim preduzećima i poslovni uspjeh

Rezime

Marketing kao koncept i poslovna filozofija u preduzećima iz Republike Srpske nije u potpunosti shvaćen niti u potpunosti primjenjivan. Najveći broj preduzeća je prodajno orijentisan. To posebno dolazi do izražaja u malim i srednjim preduzećima koja čine srž evropske, ali i ekonomije Republike Srpske. Istraživanja u svijetu su pokazala, da iako ne postoji konsenzus u akademskoj zajednici koji potvrđuje superiornost poslovanja malih i srednjih preduzeća koja su usvojila marketinški koncept poslovanja, posebno u odnosu na druge koncepte, preduzeća koja ga primjenjuju imaju u pravilu kao rezultat primjene, poboljšane performanse mjerene povećanjem izvoza, većeg procenta inovacija i profitne stope. U radu smo istraživali da li postoji povezanost između malih i srednjih preduzeća sa područja Banje Luke koja praktikuju planiranje marketinga i poslovno planiranje uopšte i uspjeha njihovog poslovanja. Istraživanje u Banjoj Luci je potvrdilo da postoji statistički značajna korelacija između preduzeća koja imaju biznis plan i ukupnog kapitala i aktive preduzeća, te između preduzeća koja imaju marketinški plan i ukupnog prihoda i ukupne aktive preduzeća.

UVOD

Mala i srednja preduzeća su motorna snaga evropske ekonomije. U Bosni i Hercegovini, zemlji sa složenim uređenjem, zemlji u kojoj tranzicija još nije okončana, u zemlji sa neadekvatnom privrednom strukturom, mala i srednja preduzeća u oba entiteta u ukupnoj strukturi privrede zauzimaju više od 99% od ukupnog broja preduzeća. Koliko vlasnika malih biznisa i menadžera u malim i srednjim preduzećima u Republici Srpskoj primjenjuje marketinški koncept poslovanja, koliko preduzeća redovno praktikuju izradu biznis i/ili marketinških planova i da li u malim i srednjim preduzećima koja razumiju i sprovode koncept marketinga takva praksa dovodi do poboljšanja performansi mjerenih povećanjem poslovnog uspjeha? U ovome radu ćemo tražiti odgovore na gore postavljena pitanja i cilj rada je predstaviti ulogu i značaj planiranja marketinga u malim i srednjim preduzećima (MSP u daljem tekstu) i vezu poslovnog i marketinškog planiranja i poslovnog uspjeha, na primjeru istraživanja sprovedenog u Banjoj Luci. Da li se koncept marketinga i marketinške orijentacije može primijeniti u malim i srednjim preduzećima? Većina autora smatra da može i mora, s time da se sva organizaciona rješenja primjene koncepta marketinga iz velikog biznisa ne mogu primjenjivati u malom biznisu¹. Metodama klasifikacije, istorijskom metodom, grafičkom i metodom analogije, pregledom literature i prezentacijom rezultata kvantitativnog istraživanja, pokušaćemo odgovoriti na gore postavljena pitanja. Da li mala i srednja preduzeća posluju loše

i zbog neprimjenjivanja koncepta marketinga, pitanje je od kojeg ćemo započeti istraživanje u radu. Predmet istraživanja su mala i srednja preduzeća i analiza praktikovanja poslovnog i marketinškog planiranja, kao i uticaj planiranja na poslovne performanse.

Pregledom literature, u radu smo predstavili rezultate dosadašnjih istraživanja u svjetskoj akademskoj zajednici i provjerili da li postoji povezanost između primjene marketinškog koncepta i planiranja marketinga i poslovnih performansi MSP mjerenih povećanjem poslovnog uspjeha? Poslovni uspjeh možemo različito tretirati: poslovni uspjeh mjeren povećanjem ukupnih prihoda, mjeren povećanjem profita pa do povećanja ukupne aktive i kapitala preduzeća. U radu polazimo od hipoteze da mala i srednja preduzeća koja praktikuju poslovno i marketinško planiranje ostvaruju bolje poslovne rezultate od preduzeća koja to ne čine. U prvome dijelu, predstavili smo marketing kao pojam i poslovnu filozofiju, kao i shvatanje pojma marketinga u malim i srednjim preduzećima. U drugome dijelu rada predstavili smo različite poglede akademske zajednice o shvatanju pojma marketinške orijentacije preduzeća. U trećem dijelu rada prezentovali smo dio rezultata sveobuhvatnog istraživanja sprovedenog u Banjoj Luci, a tiču se istraživanja postojanja korelacije između planiranja marketinga i poslovnog uspjeha malih i srednjih preduzeća.

U svome radu, Marketing u MSP², autori su napravili uporedni pregled rezultata istraživanja vodećih istraživača marketinga MSP u posljednje dvije decenije, što će nam u analizi, uz pregled drugih istraživanja, poslužiti kao dio „umjesto uvoda“ u prezentovanju

* Viši asistent Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Banjoj Luci

¹ Pogledati detaljnije u knjizi: Dostić, M., *Menadžment malih i srednjih preduzeća*, Drugo izdanje, Sarajevo: Ekonomski fakultet, 2003.

² Detaljan pregled literature o ovoj problematici možete pročitati u radu: Simpson, M. and Padmore, J., *Marketing in SMEs*, Sheffield: Sheffield University Management School, UK, Discussion Paper No. 2005.08, 2005.

teorijskih modela i pretpostavki značaja i uloge marketinga u povećanju efektivnosti poslovanja MSP. Generalno je prihvaćeno da su bazični principi marketinga univerzalno primjenljivi kako za velike, tako i za male biznise.³ Međutim, studije o marketingu u MSP su prepoznate kao problematično područje za istraživače preko 20 godina.⁴ Ipak, akademska istraživanja su izgleda nesposobna da odgovore na veliki broj pitanja o malim biznisima i njihovim vezama sa korišćenjem marketinga. Pojedini autori ukazuju da su empirijski dokazi generisani na ad hoc način, posljedica generalnog odsustva sistemskog pristupa problemu.⁵ Nedovoljno znanje o marketingu u malom biznisu i dalje postoji. Uputno je da li mali biznisi treba da praktikuju marketing uopšte da bi preživjeli i rasli?⁶ Međutim, Hogarth-Scott i ostali autori u svome istraživanju zaključuju da su vlasnici–menadžeri MSP često generalisti, a ne marketing specijalisti i kompleksne marketinške teorije nisu podesne za male biznise i vjerovatno ne bi pomogle u razumijevanju njihovih tržišta. Bez obzira na sve, marketing je primjenjivan u određenom stepenu u malom biznisu. U većini slučajeva, konkurentska prednost je bazirana na kvalitetu i uslugama, dok su oni koji se takmiče cijenama na visoko konkurentnim tržištima sa malom ili nikakvom proizvodnom diferencijacijom i slabim ulaznim barijerama.⁷ Proizvodna diferencijacija je bila izvor konkurentske prednosti u pojedinim biznisima, dok su drugi tražili tržišne niše.⁸ Čini se iz te studije da je marketing pozitivno doprinio uspjehu malih biznisa i njihovoj sposobnosti da misle strateški. U poslovima gdje su odnosi sa potrošačima veoma dobro definisani i relativno stabilni, strateška svjesnost je obično niska. To je zbog toga što je njihova percepcija vanjskog poslovnog okruženja usko definisana i stabilna. U kompanijama koje su iskusile brz rast i turbulentne tržišne uslove, nivo strateške svjesnosti je jednoobrazno bio visok i motivacija za kontinualno bolje razumijevanje eksternog poslovnog okruženja je bila veoma jaka.⁹ Odnos između prefinjenosti planiranja i uspjeha u 253 mala preduzeća u Džordžiji, Sjedinjene Američke Države, istraživali su Rue i Ibrahim.¹⁰ Njihovi rezultati su jasno pokazali da su ona MSP sa većom posvećenošću planiranju takođe pokazala veći rast u prodaji, predstavljenih finansijskim izvještajima. Ipak, objektivne mjere kao što su povrat na uložene investicije, Rue i Ibrahim su potvrdili da nije bilo uticaja. Isti autori sugerisu da mala preduzeća sa sofisticiranim procesom planiranja mogu osjetiti koristi od takvih napora u dužem periodu. S druge strane, Perry¹¹ je sugerisao da MSP koristeći sofisticirane aktivnosti planiranja (uključujući pisani biznis plan) mogu poboljšati vlastite šanse za opstanak i uspjeh. Postoje određene debate

između akademika o vrijednosti marketinške orijentacije i kako se ona dovodi u vezu sa uspjehom firmi.¹² Pelham u svome radu citirajući Levitta sugerise da preduzeća koja usvoje marketinšku filozofiju/marketinšku orijentaciju i prevedu je u aktivnosti, trebalo bi da imaju superiorne rezultate.¹³ Međutim, Pelham takođe ukazuje da postoje preduzeća koja upravljaju na način koji vodi bez primjene ovog koncepta, ali sa naglašavanjem tehničkih ili proizvodnih mogućnosti. U literaturi postoji generalna usaglašenost da je marketinški orijentisana firma ona firma u kojoj su svi zaposleni posvećeni kontinuelnoj kreaciji superiornih vrijednosti za kupca.¹⁴ Takođe postoji i konfuzija u literaturi u vezi sa ispravošću korišćene terminologije i autora koji se upućuju na „tržišnu orijentaciju”, „marketing orijentaciju”, „potrošački vođenu” ili „tržišno vođenu”.¹⁵ Ipak, takvih istraživanja o efektima primjene koncepta marketinga u malim biznisima je bilo relativno malo. Npr. uprkos činjenici da su u Velikoj Britaniji više od 95% preduzeća mali biznisi, kako to navode u svome radu Blankson i Stokes¹⁶, sprovedeno je veoma malo istraživanja o marketinškoj orijentaciji britanskih MSP. Denison i McDonald ukazuju da su studije konzistentno pokazivale da su firme koje su bile marketinški orijentisane, ili koje su bile kompetentni praktičari marketinga, pokazivale bolje rezultate u odnosu na povrat na uložena sredstva i tržišno učešće.¹⁷ Rafiq i Pallett su pronašli određene limitirane dokaze da su marketinški orijentisane inženjerske firme iz Velike Britanije imale veću vjerovatnoću da ostvare veće profite.¹⁸ Zaista postoje mnoge druge orijentacije ili pristupi koje preduzeća mogu da usvoje, ali kao marketinšku orijentaciju mogu da je usvoje samo u odnosu na određene poslovne uslove. Poslovno okruženje u kojem MSP posluju je dinamično i može da pruža različite uspješne pristupe i strategije. Prema tome, marketing u malim biznisima se može kategorizovati kao: marketing kao kultura, marketing kao strategija i marketing kao taktika.¹⁹ Doprinos u izučavanju ove problematike dao je i Macura objašnjavajući specifičnosti primjene marketinške orijentacije u mikro, malim i srednjim preduzećima, vodeći računa o organizacionim specifičnostima na ovakav način diferenciranih biznisa, što većina gore citiranih autora nije radila u svojim istraživanjima.²⁰ Stoga, zbog različitosti pristupa definisanja ne možemo generalizovati i u potpunosti prihvatiti sve rezultate istraživanja uticaja marketinga i aplikativno ih primijeniti u našim uslovima.

³ Siu, W. and Kirby, D.A., Approaches to small firm marketing: A Critique. *European Journal of Marketing*, 32 (1/2), 1998, str. 40-60.

⁴ Pogledati u knjizi: Chaston, I and Mangles, T., *Small Business Marketing Management*, Palgrave MacMillan, ISBN: 978-0-333-98075-0, ISBN10: 0-333-98075-1, 2002.

⁵ Supra, str. 40-60.

⁶ Ovu dilemu su u formi pitanja za buduća istraživanja u svome radu postavili sljedeći autori: Hogarth-Scott, S., Watson, K. Wilson, N., Do small businesses have to practice marketing to survive and grow? *Marketing Planning and Intelligence*, 14 (1), 1996, str. 6-18.

⁷ Campbell-Hunt, C., What have we learned about generic competitive strategy? A meta-analysis, *Strategic Management Journal*, 21, 2000, str. 127-154.

⁸ Supra, str. 6-18.

⁹ Hannon, P. D. and Atherton, A., Small Firm Success and the Art of Orienteering: the value of plans, planning and strategic awareness in the competitive small firm, *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 5 (2), 1998, str. 102-119.

¹⁰ Rue, L. W. and Ibrahim, N. A., The Relationship Between Planning Sophistication and Performance in Small Business, *Journal of Small Business Management*, 36 (4), 1998, str. 24-32.

¹¹ Perry, S. C., The relationship between written business plans and the failure of small businesses, U.S., *Journal of Small Business Management*, 39 (3), 2001, str. 201-208.

¹² Narver, J.C., and Slater, S.F., The Effect of Market Orientation on Business Profitability, *Journal of Marketing*, 62, 1990, str. 20-35.

¹³ Pogledati u radu: Pelham, A. M., Market Orientation and Other Potential Influences on Performance in Small and Medium-Sized Manufacturing Firms, *Journal of Small Business Management*, 38 (1), 2000, str. 48-67. i knjizi: Levitt, T., Marketing Myopia, *Harvard Business Review*, 1960, str. 24-27.

¹⁴ Blankson, C. and Stokes, D., Marketing practices in the UK small business sector, *Marketing Intelligence & Planning*, 20 (1), 2002, str. 49-61.

¹⁵ O čemu je u svome radu pažnju skrenuo Harris: Harris, L. C., Cultural Obstacles to Market Orientation, *Journal of Marketing Practice: Applied Marketing Science*, 4 (2), 1996, str. 36-52.

¹⁶ Supra, str. 49-61.

¹⁷ Denison, T. and McDonald, M., The Role of Marketing Past, Present and Future, *Journal of Marketing Practice: Applied Marketing Science*, 1 (1), 1995, str. 54-76.

¹⁸ Rafiq, M. and Pallett, R.A., Marketing Implementation in the UK Engineering Industry, *Journal of Marketing Practice: Applied Marketing Science*, 2 (4), 1996, str. 13-35.

¹⁹ Romano, C. and Ratnatunga, J., The Role of marketing: Its impact on small enterprise research, *European Journal of Marketing*, 29 (7), 1995, str. 9-30.

²⁰ Pogledati detalje u knjizi: Macura, P., *Marketing – mikro, mala i srednja preduzeća*, Banja Luka: Ekonomski fakultet, 2009.

1. SHVATANJE KONCEPTA MARKETINGA MALOG I SREDNJEG BIZNISA

Da li se koncept marketinga i marketinške orijentacije može primijeniti u malim i srednjim preduzećima? Većina autora smatra da može i mora, s time da se, po mišljenju Dostića, sva organizaciona rješenja primjene koncepta marketinga iz velikog biznisa ne mogu primjenjivati u malom biznisu. „Bitno je reći da se u malom biznisu marketing ne može praktikovati na istovjetan način kao u velikim preduzećima, niti je potrebno opširno savlađivanje teorije marketinga da bi se primjenjivao u praksi malog biznisa“. ²¹ Isti autor navodi da su pretpostavke uspješnog upravljanja preduzećima, uspostavljanje poslovnih funkcija, kao što su kadrovska, pravna, razvojno-planska, marketing, računovodstvo, informatika i druge. Od svih tih funkcija, marketing funkcija je ipak najvažnija funkcija. Ona obuhvata praćenje i istraživanje tržišta, prodaju, nabavu, tržišnu distribuciju, ekonomsku propagandu, formiranje cijena i dr. „Rijetka su mala preduzeća koja mogu obezbijediti specijaliste i izvršioce za sve navedene potfunkcije marketinga. To mogu samo velika preduzeća i to ona u kojima je marketing funkcija dosegla zavidan stepen razvijenosti“. ²² Naravno, ne postoji receptura za primjenu koncepta marketinga, ali je svakako ekonomski neopravdano i neracionalno formirati čak i marketinško odjeljenje u mikropreduzeću, uvesti marketinšku organizacionu funkciju u malo preduzeće, ili sve poslove marketinga isključivo samostalno obavljati u srednjem preduzeću. Mala preduzeća niti imaju šansi, materijalnih, ljudskih i drugih resursa da se bore sa velikim preduzećima, niti imaju potrebu za diverzifikacijom marketing funkcija prema gore navedenim principima. Prema mišljenju Macure, najčešći je slučaj da preduzetnik kao vlasnik i osnivač mikropreduzeća u početnoj fazi poslovanja uopšte nije svjestan i ne razumije definiciju i značaj poslovnog koncepta koji usvaja i primjenjuje. Međutim, kod većine mikropreduzeća izdvajaju se dva poslovna koncepta koja ova preduzeća usvajaju: (1) komercijalni ili prodajni koncept poslovanja, i (2) marketinški koncept poslovanja. Većina mikropreduzeća djeluje na sljedećim osnovama: „Prihodi se ne mogu ostvariti bez prodaje proizvoda ili usluga. Prodaje nema bez tržišta i kupaca. Uspješan je onaj biznis koji prodaje“. ²³ Preduzeća koja isključivo posluju primjenjujući komercijalni koncept poslovanja, a to su uglavnom mikropreduzeća, ali većinom i mala preduzeća, padaju u zamku dugoročnog opstanka na tržištu. „Marketing kao poslovnu koncepciju najčešće definišemo kao način poslovnog razmišljanja ili načelan stav preduzeća prema svojoj ulozi u privredi i društvu – usmjerenost ka zadovoljenju potreba građana kao potrošača, privrede i društva u proizvodima i uslugama uz ostvarivanje dobiti“. ²⁴ Jedan broj autora smatra da je marketing nastao sa industrijskom revolucijom, dvadesetih godina prošlog vijeka u Sjedinjenim Američkim Državama. Pojavom hiperprodukcije postavljalo se pitanje kako prodati višak proizvoda, a ne kako proizvesti? Lancaster i Massingham evoluciju marketinga u razvoju kroz poslovnu praksu, posmatraju kroz tri jasno razgraničene faze:

- 1) proizvodna orijentacija;
- 2) prodajna orijentacija;
- 3) marketinška orijentacija.²⁵

S druge strane, Kotler razvoj marketinga posmatra kroz pet faza.²⁶ O svakoj ćemo reći ponešto. *Proizvodna koncepcija* jedna je od najstarijih koncepcija poslovanja. Proizvodna koncepcija pretpostavlja da će potrošač favorizovati one proizvode koji su šire dostupni po nižoj cijeni. Menadžeri proizvodno-orijentisanih organizacija se fokusiraju na postizanje visoke produktivnosti proizvodnje i šire distribucije. *Koncepcija proizvoda* pretpostavlja da će potrošači favorizovati one proizvode koji nude najbolje karakteristike kvaliteta, performansi i inovativnosti. Voditelji proizvodno-orijentisanih organizacija usmjeravaju svoju energiju na izradu superiornih proizvoda i njihovo stalno poboljšavanje. *Prodajna koncepcija* pretpostavlja da potrošači sami po sebi obično neće kupiti dovoljno proizvoda organizacije. Stoga organizacija mora preduzeti agresivne prodajne i promotivne napore. Koncepcija marketinga pretpostavlja da se ključ u postizanju organizacijskih ciljeva sastoji od veće efikasnosti od konkurencije u integrisanim marketinškim aktivnostima koje su usmjerene prema određivanju i zadovoljavanju želja i potreba ciljnih tržišta. *Koncepcija društvenog marketinga* smatra da je zadatak organizacije određivanje potreba, želja i interesa ciljnih tržišta te ispunjenje željenog zadovoljstva efikasnije i produktivnije od konkurencije i to na način kojim se štiti, odnosno poboljšava ukupan boljitak potrošača i cjelokupnog društva.

2. OD PRODAJNE DO MARKETINŠKE ORIJENTACIJE PREDUZEĆA

Najveći broj preduzeća, a posebno mikro i malih biznisa je formiran na osnovu ideje da prodaju vlastiti proizvod (ako se radi o proizvodnim preduzećima) i da uvećaju kapital uložen u biznis. „Istorijski posmatrano, nastanak prodajne koncepcije se vezuje za prodajnu eru kada dvadesetih godina prošlog vijeka snažna potražnja za proizvodima opada. Preduzeća su shvatila da proizvod čija je proizvodnja tada već bila prilično djelotvorna, treba „prodati“ kupcima. Od sredine dvadesetih do pedesetih godina, preduzeća su prodaju smatrala glavnim sredstvom povećanja profita“. ²⁷ Međutim, u 21. vijeku, pogotovo krajem 2008. godine, kada su počeli da se osjećaju prvi negativni efekti globalne finansijske krize i kod nas, ponovo su se u centru pažnje našla preduzeća, a posebno MSP koja su sposobna da odgovore na istančane, a možemo slobodno reći i redukovane zahtjeve kupaca stisnutih bremenom nedostatka lako dostupnih finansijskih sredstava za široku potrošnju. Shvaćen kao nezadovoljstvo potrošača postojećim stanjem stvari, konzumerizam je prisutan u sve većem broju zemalja u kojima se stvaraju organizacije potrošača. „Dva su se teoretska objašnjenja pokreta konzumerista pojavila u literaturi. Jedno je teorija razočaranog potrošača koji otkriva da maksima „potrošač je kralj“ više ne stoji ili

²¹ Dostić, M., *Menadžment malih i srednjih preduzeća*, drugo izdanje, Sarajevo: Ekonomski fakultet, 2003, str. 302.

²² Ibid., str. 303.

²³ Macura, P., *Marketing – mikro, mala i srednja preduzeća*, Banja Luka: Ekonomski fakultet, 2009, str. 207.

²⁴ Ibid., str. 207.

²⁵ Pogledati u knjizi: Lancaster, G. i Massingham, L., *Menadžment u marketingu*, Beograd: PS Grmeč, 1997.

²⁶ Pogledati u knjizi: Kotler, P., Armstrong, G., Saunders, J., Wong, V., *Principles of Marketing*, Second European Edition, New Jersey: Prentice Hall, 1999. Interpretirali smo sažetak faza razvoja marketinga sa str. 17-24. (prim.aut.).

²⁷ Macura, P., *Marketing – mikro, mala i srednja preduzeća*, Banja Luka: Ekonomski fakultet, 2009, str. 22.

je ozbiljno ugrožena. Drugo je teorija manipulisano potrošača koji je bespomoćan da se suprotstavi manipulaciji njegovim potrebama i ponašanjem kao potrošača od strane velikih kompanija²⁸. Prelaz sa prodajne na marketinšku orijentaciju, djelimično je i rezultat djelovanja nevladinih organizacija čija je osnovna misija djelovanja zaštita ljudskih prava, prava manjina, prava hendikepiranih osoba, zaštita životne sredine, zaštita privatnosti, zaštita od raznih vrsta manipulacija, ali i sve veće osviještenosti kupaca koji slobodno raspoložu vlastitim resursima i samostalno donose odluke o kupovini i potrošnji. „Ulogu američkog državnog aparata u zaštiti potrošača prvi put je definisao predsjednik Džon F. Kenedi u svom čuvenom govoru o pravima:

1. pravo na bezbjednost,
1. pravo da budu informisani,
2. pravo da izaberu i
3. pravo da budu saslušani²⁹.

Postoje brojna mišljenja i definicije šta je to marketinški orijentisana organizacija. Postojanje marketing orijentisanim preduzećem, ključ je uspjeha u mnogim kompanijama. Vodeća snaga na pravcu sticanja konkurentne prednosti je isporučivanje superiorne vrijednosti za potrošače, što ukratko predstavlja marketinšku orijentaciju preduzeća³⁰. „Marketing koncept predstavlja namjeru da se prepoznaju i razumiju potrebe i želje potrošača, i namjeru da se prilagode neki od elemenata marketing miksa, uključujući proizvod, u cilju zadovoljavanja tih potreba i želja³¹. Lancaster i Massingham identifikuju marketinški orijentisanu firmu na sljedeći način: „Marketinški orijentisana kompanija proizvodi robu i usluge koje potrošač želi da kupi, umjesto one koje firma želi da proda“³². Prema Kotleru:

„Mudre marketinški orijentisane kompanije unapređuju sopstveno znanje o kupcima, tehnologije za povezivanje kupaca i razumijevanje njihovog poslovanja. Oni pozivaju kupce da učestvuju u kreiranju proizvoda. Spremni su da obrazuju fleksibilne tržišne ponude. Koriste usmjerenija sredstva i integrišu svoje marketinško komuniciranje da bi slali ujednačenu poruku u okviru svakog kontakta sa kupcem. Više koriste tehnologije kao što su video-konferencije, automatizacija prodaje, softver (software, engl.),

internet veb (web, engl.) stranice, intranet i ekstranet. Dostupni su sedam dana u nedjelji, 24 časa dnevno putem telefona namijenjenog kupcima ili putem elektronske pošte. Oni imaju više mogućnosti da identifikuju profitabilne kupce i da uspostave različite nivoe usluge. Svoje distributivne kanale posmatraju kao partnere, a ne kao oponente. Sve u svemu, pronašli su način da svojim kupcima isporuče izvanrednu vrijednost.“³³

Kohli i Jaworski definišu marketinšku orijentaciju kao organizaciono ponašanje, ili aktivnosti vezane za biznis, prema marketinškim principima, dok Narver i Slater posmatraju marketinšku organizaciju organizacionom kulturom.³⁴ U vezi s time, Kohli i Jaworski definišu tri grupe aktivnosti koje karakterišu marketinšku orijentaciju:

- (1) generisanje marketinških informacija u vezi sa sadašnjim i budućim potrebama potrošača,
- (2) distribucija informacija po sektorima i odjeljenjima organizacije, i
- (3) organizaciona odgovornost.³⁵

Narver i Slater vide marketinšku orijentaciju kao međudimenzionalnu konstrukciju sastavljenu od tri bihevioralne komponente:

- (1) potrošačka orijentacija,
- (2) konkurentska orijentacija, i
- (3) međufunkcionalna koordinacija i dva kriterijuma donošenja odluka: dugoročni fokus i orijentacija na profit.³⁶

I konačno, na kraju ovoga pregleda literature, neophodno je istaći da je većina studija o značaju marketinške orijentacije rađena u razvijenim zemljama, prvenstveno u Sjedinjenim Američkim Državama. Pozitivan uticaj marketinške orijentacije na poslovne performanse preduzeća u zemljama u tranziciji je dokazan u istraživanju Hooleya i ostalih.³⁷ Na osnovu rezultata njihove studije, preduzeća u tranzicionim zemljama koja su prihvatila marketinšku orijentaciju su pokazala značajne pozitivne rezultate. Takođe, za naše istraživanje su svakako relevantni i rezultati istraživanja o efektima primjene koncepta marketinške orijentacije među MSP sprovedenog u Hrvatskoj.³⁸ U istraživanju je potvrđeno da preduzeća koja su više marketinški orijentisana imaju veći proporciju prihoda od izvoza kao i od inovacija.



Slika 1. Razlika između koncepcije prodaje i koncepcije marketinga

(Izvor: Kotler, P., Wong, V., Saunders, J., Armstrong, G., *Osnove marketinga*, Zagreb: MATE, 2006, str. 16)

²⁸ Milisavljević, M., *Marketing*, 16. izdanje, Beograd: Savremena administracija, 1996, str. 17.

²⁹ Lancaster, G. i Massingham, L., *Menadžment u marketingu*, Beograd: PS Grmeč, 1997, str. 17-18.

³⁰ Pogledati u knjizi: Cravens, D. *Strategic Marketing*, Fifth Edition, Irwin McGraw-Hill, 1997.

³¹ Houston F. S., *The Marketing Concept: What It Is and What It Is Not*. Chicago: AMA, *Journal of Marketing*, 50 (2), 1986, str. 81-87, citat preuzet sa str. 86.

³² Lancaster, G. i Massingham, L., *Menadžment u marketingu*, Beograd: PS Grmeč, 1997, str. 198.

³³ Kotler, P., Armstrong, G., Saunders, J., Wong, V., *Principles of Marketing*, Second European Edition, New Jersey: Prentice Hall, 1999, str. 22.

³⁴ Pogledati u radovima: Kohli, A.K. and Jaworski, B.J., *Market Orientation: The Construct, Research Proposition and Managerial Implications*, *Journal of marketing*, 54, 1990, str. 1-18. i Narver, J.C., and Slater, S.F., *The Effect of Market Orientation on Business Profitability*, *Journal of Marketing*, 62, 1990, str. 20-35.

³⁵ Ibid., str. 1-18.

³⁶ Narver, J.C., and Slater, S.F., *The Effect of Market Orientation on Business Profitability*, *Journal of Marketing*, 62, 1990, str. 20-35.

³⁷ Hooley, G.J., Cox, A.J., Fahy, J., Beracs, J., Fonfara, K. and Snoj, B., *Marketing capabilities and firm performance: a hierarchical model*, *Journal of Market-Focused Management*, 4 (3), 1999, str. 259-278.

³⁸ Rajh, E. and Božić, Lj., *Market orientation of Enterprises in Croatia*. Proceedings of International Round Table Conference: Comparative Analysis of Economic Transition – Russian Federation, Croatia and SEE Countries, *Institute of Economics*, 2005, str. 175-186.

U gornjem prikazu se vide glavne razlike između ova dva koncepta. Istraživačko pitanje koje se samo po sebi nameće je zašto MSP u tranzicionim zemljama, a pogotovo MSP u Bosni i Hercegovini ne primjenjuju marketinški koncept, iako postoje empirijski dokazi o uspjehu primjene ovoga koncepta mjereni povećanjem prihoda, stepena komercijalizacije kontinuiranih i diskontinuiranih inovacija i dugoročnog profita?

3. ISTRAŽIVANJE O POSTOJANJU VEZE IZMEĐU PLANIRANJA MARKETINGA I POSLOVNOG USPJEHA MALIH I SREDNJIH PREDUZEĆA

Istraživanje³⁹ je sprovedeno upitnikom čija pitanja su dizajnirana na način da su ispitivala i činjenice i stavove, te je istraživanje imalo karakteristike i kvantitativnog i kvalitativnog istraživanja. Po kojem se modelu ponašaju MSP u Banjoj Luci? Istraživanje je potvrdilo ono što se u akademskoj zajednici odavno znalo: preduzeća ne ulažu u tzv. intangible assets (engl.) ili neopipljivu imovinu (istraživanje i razvoj, inovacije, obrazovanje i edukaciju zaposlenih, neznatne su veze između preduzeća i obrazovnih ustanova) ili to rade na neznatno niskom nivou. Dugoročno posmatrano, poslovanje na lokalnom tržištu, bez ulaganja u istraživanje, razvoj, transfer novih tehnologija, obrazovanja i edukacije zaposlenih, u očekivanju ulaska BiH u Evropsku uniju i dalje će pogoršati konkurentsku poziciju naših preduzeća i konkurentnost privrede uopšte. Predstavljamo dio rezultata istraživanja koja se tiču povezanosti između poslovnog i marketinškog planiranja i poslovnog uspjeha MSP. Primjenom Hi-kvadrat testa, veći statistički značaj koji potvrđuje korelaciju između nezavisnih varijabli i zavisne varijable (uspješnost preduzeća) našli smo u sljedećim slučajevima:

Tabela 1. Distribucija odgovora na pitanje:

Veza između posjedovanja biznis plana i ukupnog prihoda u preduzećima?

		Crosstab		
		Finansijski pokazatelji: Prihodi od prodaje		
Count		do 1 mil.	preko 1 mil.	Total
Da li posjedujete biznis plan?	da	10	34	44
	ne	7	8	15
	Total	17	42	59
Chi-Square Tests		Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square		3.126 ^a	1	.077
N of Valid Cases		59		

Ne postoje statistički značajne razlike u prihodima od prodaje kod preduzeća koja ne posjeduju biznis plan i onih sa biznis planom,

iako je razlika blizu statistički značajne na nivou 0.05 (značajnost hi kvadrata je 0.077). Vidimo da u grupi preduzeća koja imaju prihode preko 1 milion KM ima prilično više onih sa biznis planom, što nam ipak govori da je veća uspješnost preduzeća koja planiraju svoje poslovne aktivnosti i formalizuju svoje planove. Ako uporedimo ukupnu aktivnu preduzeća koja planiraju svoje poslovne aktivnosti i onih koja to ne rade, doći ćemo do interesantnih podataka o korelaciji između varijabli, što možete vidjeti u Tabeli 2.

Tabela 2. Distribucija odgovora na pitanje:

Veza između posjedovanja biznis plana i iznosa ukupnog kapitala preduzeća?

		Crosstab		
		Finansijski pokazatelji: Ukupan kapital		
Count		do 1 mil.	preko 1 mil.	Total
Da li posjedujete biznis plan?	da	12	28	40
	ne	7	3	10
	Total	19	31	50
Chi-Square Tests		Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square		5.433 ^a	1	.020
N of Valid Cases		50		

U ovome slučaju primjećujemo statistički značajne razlike na nivou 0.05 (značajnost hi kvadrata je 0.02). Vidimo da je u grupi preduzeća sa ukupnim kapitalom preko 1 milion KM veća razlika između preduzeća sa biznis planom i preduzeća bez plana nego kod preduzeća sa kapitalom ispod 1 milion. Znači da sa ukupnjavanjem kapitala posjedovanje biznis plana dolazi do izražaja, tj. planiranjem aktivnosti i uspješnost preduzeća je veća. Slične rezultate smo dobili posmatrajući varijable posjedovanje biznis plana i ukupne aktive, što možemo vidjeti u tabeli 3.

Tabela 3. Distribucija odgovora na pitanje:

Veza između posjedovanja biznis plan i iznosa ukupne aktive preduzeća?

		Crosstab		
		Finansijski pokazatelji: Ukupna aktiva		
Count		do 1 mil.	preko 1 mil.	Total
Da li posjedujete biznis plan?	da	7	28	35
	ne	7	3	10
	Total	14	31	45
Chi-Square Tests		Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square		9.073 ^a	1	.003
N of Valid Cases		45		

I u ovome slučaju primjećujemo statistički značajne razlike na nivou 0.01 (značajnost hi kvadrata je 0.003). Vidimo da je u grupi preduzeća sa ukupnom aktivom preko 1 milion KM veća razlika

³⁹ U periodu između novembra 2009. godine i januara 2010. godine, u dvije faze je sprovedeno istraživanje za potrebe izrade nacrtu Strategije razvoja malih i srednjih preduzeća i preduzetništva u gradu Banjoj Luci 2010-2015. godina. Upitnik se sastojao od ukupno 32 pitanja, i to zatvorenih pitanja, pitanja sa više mogućih odgovora, pitanja u formi odgovora Likertovim skalama, uz opisno ocjenjivanje stavova ispitanika, i nekoliko otvorenih pitanja. U periodu od 10.11.2009. do 15.01.2010. urađeno je prikupljanje anketnih upitnika direktnim slanjem upitnika elektronskim putem metodom slučajnog uzorka, s time da je stepen odgovora iznosio 24,85%. Uzorak je obuhvatao 87 preduzeća iz Banje Luke. Upitnici su poslani na oko 350 adresa. Zainteresovanost naših privrednika za bilo koju vrstu istraživanja je zaista na izuzetno niskom nivou, što svakako otežava posao akademskoj zajednici. Reprezentativnost uzorka je osigurana (N=87) i u odnosu na statističku masu, uzorak iznosi 2,18% (ako uzmemo u obzir podatak da je prema procjeni PIO Republike Srpske u Banjoj Luci u maju 2009. godine bilo registrovanih oko 3.982 preduzeća svih veličina, ne računajući preduzetničko-zanatske djelatnosti).

između preduzeća sa biznis planom i bez plana, dok kod preduzeća sa manjom aktivom te razlike nema. Kao i u prethodnom slučaju, ovo znači da sa ukupnjavanjem aktive posjedovanje biznis plana dolazi do izražaja. Sa aspekta planiranja marketinga, takođe smo dobili rezultate koji potvrđuju statističku značajnost između varijabli posjedovanja marketig plana i ukupnog prihoda, što možemo vidjeti u tabeli 4.

Tabela 4. Distribucija odgovora na pitanje:

Veza između posjedovanja marketing plana i iznosa ukupnog prihoda preduzeća?

Count		Crosstab		
		Finansijski pokazatelji: Prihodi od prodaje		
		do 1 mil.	preko 1 mil.	Total
Posjedujete li marketing plan?	da	3	22	25
	ne	13	20	33
	Total	16	42	58
Chi-Square Tests		Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square		5.343 ^a	1	.021
N of Valid Cases		58		

Iz ovih podataka možemo uočiti statistički značajne razlike na nivou 0.05 (značajnost hi kvadrata je 0.021). Vidimo da je u grupi preduzeća sa ukupnim prihodima ispod 1 milion KM veća razlika između preduzeća sa marketing planom i bez plana, dok kod preduzeća sa prihodima preko 1 milion KM razlike gotovo da nema. I pored toga što se vidi da dosta firmi nema nikakav marketing plan, vidimo da postoji tendencija da marketing plan dobija na značaju sa većim prihodima, jer ga većina firmi sa prihodom ispod 1 mil. KM i nema (svega 3 firme ispod 1 mil. KM imaju marketinški plan). U sljedećoj tabeli vidjećemo razliku između preduzeća koja posjeduju marketinški plan i onih koja ne posjeduju marketinški plan i ukupne aktive preduzeća.

Tabela 5. Distribucija odgovora na pitanje:

Veza između posjedovanja marketing plana i iznosa ukupne aktive preduzeća?

Count		Crosstab		
		Finansijski pokazatelji: Ukupna aktiva		
		do 1 mil.	preko 1 mil.	Total
Posjedujete li marketing plan?	da	3	18	21
	ne	10	13	23
	Total	13	31	44
Chi-Square Tests		Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square		4.494 ^a	1	.034
N of Valid Cases		44		

Iz tabele možemo zaključiti da postoje statistički značajne razlike na nivou 0.05 (značajnost hi kvadrata je 0.034). U grupi preduzeća sa ukupnom aktivom iznad 1 milion KM imamo veći broj preduzeća koja posjeduju marketing plan, dok je u grupi onih ispod 1 milion KM upravo obrnuto. Ovo takođe govori u prilog tome da marketing plan dobija na značaju sa porastom aktive preduzeća. U istraživanju smo došli do sljedećih podataka: 71% ispitanika u banjolučkim preduzećima ima izrađen biznis plan, 43% ima marketing plan, a 18% koristi usluge agencija za istraživanje tržišta. Ipak, velika

većina MSP ne koristi usluge agencija za istraživanje tržišta. Najveći broj MSP, 46% ne koristi usluge marketinških ili agencija za istraživanje tržišta zato što su, po njihovom mišljenju preskupe, dok 12% ne vjeruje u njihov kvalitet.

ZAKLJUČAK

Mala i srednja preduzeća koja primjenjuju filozofiju marketinga, u najvećem broju slučajeva, što potvrđuje pregled literature, postižu bolje rezultate od preduzeća koja ne primjenjuju koncept marketinški orijentisane organizacije. Međutim, ne postoje empirijski dokazi koji potvrđuju superiornost primjene marketinškog koncepta u MSP. Preduzeća koja praktikuju izradu biznis i marketinških planova, ostvaruju bolje poslovne rezultate. Kada je riječ o malim i srednjim preduzećima iz Banje Luke, istraživanje je pokazalo da generalno posluju loše:

- jer vlasnicima i menadžerima prvenstveno nedostaje bazičnih znanja iz ekonomije i menadžmenta malog biznisa oličenih;
- ne poznaju vlastite proizvodno-uslužne kapacitete i strukturu troškova, pogotovo ne mogu da donose kvalitetne poslovne odluke u kratkom i dugom roku na osnovu poznavanja zakonitosti kretanja troškova i iskorišćenosti kapaciteta;
- ne planiraju poslovne i marketinške aktivnosti, ne rade permanentno istraživanje tržišta; ovaj zaključak o planiranju ne možemo donijeti za banjolučka preduzeća u potpunosti. Međutim, pitanje za dalje istraživanje je da li preduzeća koja praktikuju izradu biznis plana to rade iz nužde, zbog zahtjeva finansijskih i kreditno-garantnih ustanova ili je to dio strateškog opredjeljenja preduzeća;
- istraživanje u Banjoj Luci je potvrdilo da postoji statistički značajna korelacija između preduzeća koja imaju biznis plan i ukupnog kapitala i aktive preduzeća, te između preduzeća koja imaju marketinški plan i ukupnog prihoda i ukupne aktive preduzeća;
- ne razumiju marketinški koncept poslovanja i predominantno su prodajno orijentisani;
- uglavnom ne posjeduju niti jedan od sertifikata sistema kvaliteta;
- nemaju na raspolaganju kvalitetna eksterna sredstva finansijske i nefinansijske podrške;
- nisu povezani sa univerzitetima tako da ne možemo govoriti o transferu znanja i novih tehnologija;
- većina preduzeća nije zainteresovana da učestvuje u klasterima.

Istraživanje je pokazalo i da preduzeća koja praktikuju poslovno planiranje i planiranje marketinga, ipak postižu bolje poslovne rezultate mjerene povećanim ukupnim prihodom, povećanjem aktive i kapitala, što potvrđuje tezu da takva preduzeća, primjenom koncepta marketinga, uz dejstvo drugih faktora, obezbjeđuju veći rast i razvoj preduzeća, čemu većina MSP teži.

LITERATURA

1. Blankson, C. and Stokes, D., Marketing practices in the UK small business sector, Marketing Intelligence & Planning, 20 (1), 2002, str. 49-61.
2. Campbell-Hunt, C., What have we learned about generic competitive strategy? A meta-analysis, Strategic Management Journal, 21, 2000, str. 127-154.

3. Chaston, I and Mangles, T., *Small Business Marketing Management*, Palgrave MacMillan, ISBN: 978-0-333-98075-0, ISBN10: 0-333-98075-1, 2002.
4. Cravens, D. *Strategic Marketing, Fifth Edition*, Irwin McGraw-Hill, 1997.
5. Denison, T. and McDonald, M., *The Role of Marketing Past, Present and Future*, *Journal of Marketing Practice: Applied Marketing Science*, 1 (1), 1995, str. 54-76.
6. Dostić, M., *Menadžment malih i srednjih preduzeća*, Drugo izdanje, Sarajevo: Ekonomski fakultet, 2003.
7. Hannon, P. D. and Atherton, A., *Small Firm Success and the Art of Orienteering: the value of plans, planning and strategic awareness in the competitive small firm*, *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 5 (2), 1998, str. 102-119.
8. Harris, L. C., *Cultural Obstacles to Market Orientation*, *Journal of Marketing Practice: Applied Marketing Science*, 4 (2), 1996, str. 36-52.
9. Hogarth-Scott, S., Watson, K. Wilson, N., *Do small businesses have to practice marketing to survive and grow?* *Marketing Planning and Intelligence*, 14 (1), 1996, str. 6-18.
10. Hooley, G.J, Cox, A.J., Fahy, J., Beracs, J., Fonfara, K. and Snoj, B., *Marketing*
11. *Capabilities and firm performance: a hierarchical model*, *Journal of Market-Focused Management*, 4 (3), 1999, str. 259-278.
12. Houston F. S., *The Marketing Concept: What It Is and What It Is Not*. Chicago: AMA, *Journal of Marketing*, 50 (2), 1986, str. 81-87.
13. Kohli, A.K. and Jaworski, B.J., *Market Orientation: The Construct, Research Proposition and Managerial Implications*, *Journal of marketing*. 54, 1990, str. 1-18.
14. Kotler, P., Wong, V., Saunders, J., Armstrong, G., *Osnove marketinga*, Zagreb: MATE, 2006.
15. Kotler, P., *Upravljanje marketingom: analiza, planiranje, primjena i kontrola*, 9. izdanje, Zagreb: Mate, 2001.
16. Kotler, P., Armstrong, G., Saunders, J., Wong. V., *Principles of Marketing*, Second European Edition, New Jersey: Prentice Hall, 1999.
17. Lancaster, G. i Massingham, L., *Menadžment u marketingu*, Beograd: PS Grmeč, 1997.
18. Levitt, T., *Marketing Myopia*, *Harvard Business Review*, 1960, str. 24-27.
19. Milisavljević, M., *Marketing*, 16. izdanje, Beograd: Savremena administracija, 1996.
20. Macura, P., *Marketing – mikro, mala i srednja preduzeća*, Banja Luka: Ekonomski fakultet, 2009.
21. Narver, J.C., and Slater, S.F., *The Effect of Market Orientation on Business Profitability*, *Journal of Marketing*, 62, 1990, str. 20-35.
22. Pelham, A. M., *Market Orientation and Other Potential Influences on Performance in Small and Medium-Sized Manufacturing Firms*, *Journal of Small Business Management*, 38 (1), 2000, str. 48-67.
23. Perry, S. C., *The relationship between written business plans and the failure of small businesses, U.S.*, *Journal of Small Business Management*, 39 (3), 2001, str. 201-208.
24. Rafiq, M. and Pallett, R.A., *Marketing Implementation in the UK Engineering Industry*, *Journal of Marketing Practice: Applied Marketing Science*, 2 (4), 1996, str. 13-35.
25. Rajh, E. and Božić, Lj., *Market orientation of Enterprises in Croatia. Proceedings of International Round Table Conference: Comparative Analysis of Economic Transition – Russian Federation, Croatia and SEE Countries*, Institute of Economics, 2005, str. 175-186.
26. Romano, C. and Ratnatunga, J., *The Role of marketing: Its impact on small enterprise research*, *European Journal of Marketing*, 29 (7), 1995, str. 9-30.
27. Rue, L. W. and Ibrahim, N. A., *The Relationship Between Planning Sophistication and Performance in Small Business*, *Journal of Small Business Management*, 36 (4), 1998, str. 24-32.
28. Simpson, M. and Padmore, J., *Marketing in SMEs*, Sheffield: Sheffield University Management School, UK, Discussion Paper No. 2005.08, 2005.
29. Siu, W. and Kirby, D.A., *Approaches to small firm marketing: A Critique*. *European Journal of Marketing*, 32 (1/2), 1998, str. 40-60.

Summary

Marketing as a concept and philosophy of companies from Bosnia and Herzegovina is not fully understood nor fully implemented. The largest number of companies is sales oriented. It especially comes into play in small and medium sized enterprises which form the core of European, as well as the B&iH economy. Research worldwide has shown that although there is no consensus in the academic community which confirmed superiority of small and medium sized enterprises that have adopted the marketing concept of business, particularly in relation to other concepts, companies that have applied it to rule as a result of the application, improved performance measured by increasing export, a larger percentage of innovation and increased profit. In this paper, we investigated whether there is a correlation between small and medium sized enterprises from the area of Banja Luka who practice marketing planning and business planning in general and the success of their business. Research in Banja Luka has confirmed that there is a statistically significant correlation between companies with a business plan and the total capital and assets of the company and between companies that have marketing plan and the total revenue and total assets of the company.

Mr Duško Daničić*

Mogući modeli uvođenja poreza na dodatu vrijednost u složenim državnim zajednicama

Rezime

Oporezivanje potrošnje višefaznim porezom na dodatu vrijednost u složenim državama u kojima su zakonodavne nadležnosti, kada su u pitanju indirektni porezi, zadržane u federalnim jedinicama, može biti složeno kako za poreske obveznike, tako i za poresku administraciju.

Modeli uvođenja poreza na dodatu vrijednost u složenim državama koje nudi nauka o javnim finansijama su brojni. Međutim, njihova se praktična primjena svodi na tri ili četiri modela, koji su u pojedinim federalnim zajednicama modifikovani i prilagođeni specifičnim potrebama konkretne državne zajednice. Kombinacijom i modifikacijom postojećih modela moguće je stvoriti pretpostavke za stvaranje racionalnog modela koji je prihvatljiv kako za centralnu vlast, tako i za federalne jedinice. Računarska, telekomunikaciona i informatička revolucija koja je u toku, može dati podsticaj generisanju novih modela i načina uvođenja PDV-a na subnacionalnom nivou.

UVOD

Porez na dodatu vrijednost predstavlja vjerovatno najznačajniji „izum“ nauke o javnim finansijama dvadesetog vijeka. Ovim porezom stvorene su osnove efikasnom i vrlo izdašnom izvoru finansiranja sve većih potreba koje su se trebale finansirati iz državnih budžeta. Zato i ne čudi da je PDV svoj „pobjedonosni put“¹ započeo krajem šezdesetih godina XX vijeka nametanjem prihvatljive alternative porezu na promet u maloprodaji u zemljama članicama Evropske ekonomske zajednice², kada ga je u vrlo kratkom roku prihvatilo tadašnjih šest država EEZ-a (Njemačka, Belgija, Holandija, Luksemburg, Italija i Francuska), da bi ga do danas u svoj poreski sistem ugradilo preko stotinu država svijeta.

Porez na dodatu vrijednost uvodi se kao neto svefazni porez na promet, tako da se od oporezivanja ne izuzima niti jedna faza proizvodno-prometnog ciklusa, zaključno sa krajnjom potrošnjom. Veličina prihoda koji se dobije primjenom PDV-a i jednofaznog poreza zaračunatog i naplaćenog u malopodaji, pod pretpostavkom identičnog obuhvata, iste poreske stope i nivoa naplate, trebalo bi da bude ista. Stoga je porez na dodatu vrijednost višefazni u pogledu obračuna, a jednofazni u pogledu rezultata naplate.

Za razliku od jednofaznog poreza na promet za koji se može tačno locirati mjesto oporezivanja prometa i lice koje ima obavezu da ukupan realizovani porez obračuna i plati, kod PDV-a kao višefaznog poreza to nije moguće, jer kako proizvod prolazi kroz proizvodno-prometni ciklus tako se vrši sukcesivna uplata dijela ukupnog poreza, a prema mjestu

gdje se odvija oporeziva faza prometa (proizvodnja, veleprodaja, maloprodaja ili pružanje usluga).

Njegova višefaznost i ubiranje u dijelovima, prateći uvećanje vrijednosti proizvoda (dodatu vrijednost), uzrokuju da porez koji se iskazuje na kraju proizvodno-prometnog ciklusa može biti u cjelosti obračunat i naplaćen u jednoj teritorijalnoj jedinici jer se cjelokupni proizvodno-prometni lanac tu i desio, ali i u više teritorijalnih jedinica, ako je proizvod bio u prometu i u drugim teritorijalnim jedinicama. Za razliku od jednofaznog poreza na promet, teritorijalnu pripadnost PDV-a često nije moguće sa sigurnošću utvrditi.

U nastavku će se razmotriti osnovne karakteristike poreza na dodatu vrijednost kao i teorijski modeli koji se susreću u literaturi, a koji predlažu različite modele uvođenja PDV-a u federalnim, odnosno složenim državama.

1. OSNOVNE KARAKTERISTIKE PDV-a

U literaturi koja se bavi historijom javnih finansija još se postavlja pitanje kada se prvi put pojavio pojam poreza na dodatu vrijednost, pa i pitanje koja je zemlja prva uvela ovaj porez? Od zakonodavnih prijedloga koji su izneseni u Njemačkom parlamentu 1919. godine od strane V.F. Siemens³, ali koji nisu ozbiljno ni razmatrani u ratom

* Finrar doo, Banja Luka

¹ D.Popović «Nauka o porezima i poresko pravo», Savremena administracija, Beograd 1997., str. 785

² Pariskim ugovorom 1951. godine uspostavljena je Evropska zajednica za uglj i čelik (ECSC - European Coal and Steel Community), Rimskim ugovorom, koji je zaključen 1957. godine uspostavljena je Evropska ekonomska zajednica (EEC - European Economic Community), dok je 1992. godine 12 zemalja EEZ zaključilo Ugovor o Evropskoj uniji (EU - European Union), koji se uobičajeno naziva i Maastritskim ugovorom (Maastricht, 1992.).

³ Njemački teoretičar i preduzetnik Wilhelm von Siemens je ideju o mogućem uvođenju poreza na promet sa svim karakteristikama PDV-a kakvog ga danas imamo, iznio još početkom dvadesetih godina prošlog vijeka, pa se W.v. Siemens smatra stvaraočem ideje o porezu na dodatu vrijednost. „VAT: Road to GST“ Project Report on Contemporary issues, Department of management lovely professional University Phagwara, <http://www.scribd.com/doc/28728832/VAT-Road-to-GST>.

opustošenoj zemlji, trebalo je da prođu tri decenije kako bi se ideja o uvođenju "oplemenjenog poreza na promet"⁴ i stvarno oživotvorila kroz praktičnu primjenu poreskog zakona u Francuskoj koji je uređivao višefazni neto porez na promet, kasnije nazvan PDV (VAT). Taj porez uveden je samo u proizvodnji i veletrgovini, a ne i u maloprodaji kao zadnjoj karici u prometnom lancu. Dopune zakona donesenog 1949. godine, koje su u sistem oporezivanja uključile i maloprodaju Francuski parlament je usvojio 1954. godine. Iako manje poznata činjenica, treba spomenuti da je 1950. godine, znači jednu godinu poslije Francuske, japanski parlament usvojio zakon o porezu na potrošnju koji je zasnovan na principima poreza na dodatu vrijednost. To je učinjeno na preporuku grupe stručnjaka koju je predvodio profesor univerziteta Kolumbija Karl Šjup⁵. Ovaj zakon, koji je predviđao uvođenje PDV-a na subnacionalnom nivou, tj. na nivou provincija, nikada nije stupio na snagu zbog velikog otpora radnika uslovljenog regresivnim djelovanjem PDV-a, kao i prigovora poslodavaca da bi njegova primjena dovela u nepovoljan položaj radno intenzivne privredne grane, preduzeća i preduzetnike. Zakon je na kraju povučen i stavljen van snage 1954. godine⁶. Japan je poslije 35 godina u svoj fiskalni sistem ponovo uveo PDV na vrlo sličan način kako je to standardizovano direktivom Evropske unije. Zbog konzistentnosti zakonskih rješenja, najveći broj teoretičara smatra da je prvi put sveobuhvatni neto porez na dodatu vrijednost primijenjen 1967. godine u Danskoj⁷. Od tog vremena se i naziv PDV⁸ (VAT) koristi u službenoj korespondenciji i kao izraz u terminologiji poreskog prava.

Krajem šezdesetih bilo je ukupno devet država koje su porez na promet zamijenile PDV-om, a do 1970. godine ovaj poreski oblik prihvata 28 zemalja. U osamdesetim taj broj je porastao na 48, a do 1994. godine PDV je, kao osnovni oblik oporezivanja potrošnje, koristilo više od 90 država⁹. Na svjetskoj konferenciji posvećenoj dijalogu o porezima, sa posebnim osvrtom na PDV, održanoj u martu 2005. godine u Rimu, potvrđena je informacija da je od 206 nezavisnih država i slobodnih teritorija u svijetu, njih 135 (ili preko 65 %) prihvatilo porez na dodatu vrijednost kao osnovni poreski oblik oporezivanja potrošnje.¹⁰ Prema saznanjima koja se mogu dobiti iz Evropske asocijacije poreskih uprava¹¹ do kraja 2009. godine, broj zemalja koje su uvele PDV je značajno veći i premašio je brojku od 140 država svijeta.

U posljednjih 50-tak godina na temu PDV-a napisan je veliki broj naučnih dijela, studija, teoretskih rasprava i projekata čiji je predmet način prelaska na ovaj porez, njegove prednosti i

problemi kod uvođenja, prilagođavanje poreske administracije novim zahtjevima, poreskoj evaziji i njenom suzbijanju i dr. Kao značajni se mogu istaći brojni projekti Svjetske banke, Evropske unije i OECD-a¹² koji su u nizu studija razmatrali probleme uvođenja poreza na dodatu vrijednost i specifičnosti njegovog funkcionisanja u različitim društvenim i privrednim sistemima, kako na nacionalnom, subnacionalnom, tako i nadnacionalnom nivou¹³. U nekim raspravama data je tvrdnja da je PDV posljednja i vjerovatno zadnja faza u istorijskom razvoju opšteg poreza na promet¹⁴.

U dosadašnjoj literaturi, kada je u pitanju porez na dodatu vrijednost, mogu se susresti ovi oblici, načela i način utvrđivanja poreske osnovice poreza na dodatu vrijednost. U teorijskim raspravama prisutna su osnovna tri faktora koji određuju njegov karakter:

1. oblik poreza, koji se može uvesti kao
 - proizvodni oblik,
 - dohodovni oblik, i
 - potrošni oblik PDV-a.
2. svaki od ova prethodna tri oblika mogu se zasnivati na ovim načelima:
 - oporezivanju po načelu porijekla, i
 - oporezivanju po načelu odredišta.
3. dok se PDV može utvrđivati primjenom tri različita metoda:
 - metodom sabiranja,
 - metodom oduzimanja, i
 - odbitnom (kreditnom) metodom.

1.1. Oblik poreza na dodatu vrijednost

Iako se u praksi kao najprihvatljiviji potvrdio potrošni oblik poreza na dodatu vrijednost, u nastavku će u najkraćim crtama biti opisan način utvrđivanja i suštinske razlike ova tri oblika PDV-a.

Proizvodni oblik podrazumijeva oporezivanje bruto dodate vrijednosti, što znači da se do poreske osnovice dolazi na način da se od vrijednosti prodaje oduzima samo nabavna vrijednost sirovina i materijala, dok se vrijednost investicija i ulaganja u stalnu imovinu kao i obračunata amortizacija ne odbijaju. To je

⁴ Pojam koji se često susreće u literaturi starijih datuma.

⁵ Japan je u periodu od 1945. do 1953. godine bio pod američkom okupacijom, pa su u okviru reforme poreskog sistema u toj zemlji od strane okupacionih vlasti bili angažovani Carl Shoup, William Warren i William Vickrey, kasnije nazvani kao Shoup Tax Commission (Šjupova poreska komisija).

⁶ Povlačenje zakona se poklapa sa odlaskom američkih okupacionih vlasti iz Japana.

⁷ Opširnije o istorijatu poreza na promet i PDV-a vidjeti u knjizi Božidara Jelčića: "Porez na dodanu vrijednost", SRIFRH, Zagreb 1992. g. Str. 51-58.

⁸ Prema navodima u knjizi "Porez na dodanu vrijednost" Božidara Jelčića (str. 51), "Porez na dodanu vrijednost" u nas se javljao i pod nazivom porez na dodatu vrijednost, porez na dodajnu vrijednost, porez na dodatnu vrijednost. Engleski naziv za ovaj porez je Value-added tax ili samo VAT, francuski Taxe sur la valeur ajoutée ili TVA, njemački Mehrwertsteuer odnosno MWS, italijanski Imposta sul valore aggiunto, danski Merværdsdiagtift, holandski Omzelsbelasting, norveški Merværdsdiagtift, španski Impuesto sobre el valor anadido, švedski Merværdeskatl, portugalski Imposto sobre o valor aerescentado, ruski Налог на добавленнују стоимост, turski Katma Deger Vergisi, Mađarski naziv za porez na dodanu vrijednost je Ertektobbletdo, premda se ovaj porez u zakonu kojim se reguliše materija oporezivanja prometa neto porezom na promet zove Altala "nos forgalmi ado - opšti porez na promet."

⁹ Hrustić Hasiba: "Porez na dodatu vrednost", Stilos, Novi Sad, 2004.

¹⁰ www.itdweb.org/VATConference/Pages/PressRelease.aspx: Na ovoj konferenciji (Value Added Tax System in a Global Environment Conference, 15-16 March 2005.) koju je uz pomoć Vlade Italije i Evropske komisije, organizovala međunarodna asocijacija za dijalog o porezima, istaknuto je da od velikih svjetskih privreda jedino SAD nisu odustale od oporezivanja potrošnje porezom na promet koji se obračunava i naplaćuje u maloprodaji.

¹¹ www.iota-tax.org

¹² Vidjeti bibliografiju na kraju rada

¹³ To se jedino odnosi na zemlje Evropske unije.

¹⁴ Carl Sumner Shoup, Public Finance, Aldine Transaction, 2005. preuzeto sa Web-stranice: <http://www.columbia.edu/cu/economics/faculty/cshoup.html>

sistem koji destimuliše investiciona ulaganja u modernizaciju i povećanje vrijednosti opreme i postrojenja, a na drugoj strani se čini da je sa poreske tačke gledišta i «ušteda» na ovom porezu, prihvatljivije povećati učešće radne snage u proizvodnim, odnosno ukupnim troškovima.

Dohodovni oblik je sličan proizvodom tipu, s tim da se od ukupne prodaje osim vrijednosti uloženi sirovina i materijala, oduzima i amortizacija, dok se neto investicije ipak uključuju u osnovicu za oporezivanje. Za razliku nabavne vrijednosti na kraju u odnosu na početak poreskog perioda vrši se uvećanje poreske osnovice (za neto investicije), dok se za ispravku vrijednosti stalne imovine osnovica poreza umanjuje (amortizacija). Na ovaj način se tek djelimično udovoljava zahtjevu da porez na potrošnju bude neutralan u odnosu na nabavku opreme i mašina kao i drugih stavki stalne materijalne imovine.

Potrošni oblik oporezivanja porezom na dodatnu vrijednost zasniva se na konceptu da se sve nabavke koje se koriste u poslovne svrhe (sirovine, materijal i stalna poslovna imovina), osim nekih izuzetaka¹⁵, odbijaju prilikom utvrđivanja dodatne vrijednosti poreskog obveznika. Ovim se poreska osnovica svodi na ukupnu ličnu potrošnju, a iz osnovice se isključuju sredstva za rad i predmeti rada. Prednost ovog tipa PDV-a jeste u tome što onemogućava da dođe do kumulativnog dejstva poreza koji se zaračunava u svim fazama kroz koje proizvod prolazi, bilo to sirovina, energent, postrojenje i oprema, nova nekretnina ili proizvod krajnje potrošnje. Na kraju, oporezivanjem bi se trebala obuhvatiti samo vrijednost ukupne lične potrošnje.

1.2. Načela oporezivanja PDV-om

U zavisnosti gdje se kumulira porez odnosno gdje se generiše poreska osnovica, moguće je porez na dodatnu vrijednost uvesti po načelu oporezivanja prema mjestu gdje se dobro troši ili po načelu porijekla.

Načelo oporezivanja prema porijeklu utvrđuje pravo poreske zajednice da oporezuje svaki promet na svojoj teritoriji, pa i izvoz, dok se uvoz oslobađa poreza. Proizvodi koji su predmet međunarodne razmjene oporezuju se u zemlji u kojoj su proizvedeni, dok se dobra koja se izvoze ne oporezuju sve dok se ne stave u domaći promet.

Oporezivanje proizvoda prema načelu odredišta zahtijeva da se porez na dodatnu vrijednost plaća tamo gdje se dobro troši, odnosno stavlja u promet u maloprodaji. Tako proizvodi koji se izvoze i napuštaju zemlju oslobođeni su poreza na dodatnu vrijednost, ali se oporezuju u zemlji u kojoj će se prometovati u svrhu krajnje potrošnje. To znači da se PDV obračunava i plaća kod uvoza svih dobara čiji je promet oporezovan u zemlji u

koju proizvod ulazi, bez obzira ko se deklarira kao uvoznik. Kod utvrđivanja poreske osnovice u postupku uvoza u osnovicu se uračunava i visina obračunate carine¹⁶.

1.3. Metod utvrđivanja poreske osnovice

Metod sabiranja podrazumijeva da se do poreske osnovice dolazi na način da se sabere pojedini elementi prodajne cijene: (1) plate, naknade plata i socijalne pomoći zaposlenima; (2) direktni porezi; (3) kamate i zakupnine (4) kamate na vlastiti kapital; (5) dobit; (6) amortizacija i (7) trošak sirovina, materijala, energije i drugih elemenata cijene koštanja, osim onih koji su već pobrojani. Ako se traži isključenje dvostrukog oporezivanja, tada se izostavljaju stavke navedene pod brojem (6) i (7). Sabiranjem pojedinih elemenata prodajne cijene dolazi se do poreske osnovice koja služi za utvrđivanje poreske obaveze.

Metod oduzimanja je obrnut metodu sabiranja. Kod utvrđivanja poreske osnovice polazi se od prodajne (oporezive) vrijednosti prometa te se od tog iznosa oduzimaju elementi koji su već opisani u modelu sabiranja. Kako model sabiranja, tako i model oduzimanja je vrlo složen i samo jednom je pokušana njegova praktična primjena. U periodu od 1953-1967. godine ovaj metod je bio ugrađen u zakon o porezu na potrošnju u državi Mičigen, jednoj od saveznih država SAD.

Kreditni metod¹⁷ podrazumijeva da se iznos poreza koji je obveznik dužan platiti utvrđuje tako da se iznos plaćenog poreza sadržanog u računima inputa oduzima od poreza koji je iskazan na računima koje je obveznik ispostavio za prodaju svojih proizvoda. Bitno je da je na svakom računu za isporučene proizvode ili izvršene usluge posebno iskazan PDV, što isto važi i za račune koji su primljeni za nabavljene proizvode i primljene usluge. Porez sadržan u računima o nabavci proizvoda i korištenim uslugama smatra se odbitnim / ulaznim porezom¹⁸.

1.4. Model iz 112. (6) direktive EU

Nakon ocjene prednosti i nedostataka svih navedenih oblika uvođenja poreza na dodatnu vrijednost, mogućih metoda koje se mogu primijeniti i reperkusija na ekonomske odnose jedne privrede u međunarodnoj trgovini, u većini poreskih sistema koji su prihvatili PDV kao osnovni poreski oblik oporezivanja potrošnje, prednost je data konceptu koji se preporučuje 6. (sada 112¹⁹) direktivom Evropske unije. Potrošni oblik PDV-a, kreditni metod i oporezivanje dobara prema načelu odredišta postao je standard, ali se u nekim zemljama modifikuje, naročito kada je u pitanju načelo oporezivanja, da li po načelu odredišta ili porijekla. To je posebno karakteristično za zemlje koje su uvele ovaj oblik poreza na subnacionalnom nivou, tj. za složene države

¹⁵ PDV koji je sadržan u nabavkama putničkih automobila koji se ne koriste u poslovne / zarađivačke svrhe, nije moguće priznati kao ulazni PDV i time umanjiti porez koji treba platiti, što je u nekim zemljama EU ipak djelimično korigovano pa se uzima da se dio tog poreza, ali i poreza vezanog za korištenje tih sredstava može uzeti kao odbitna stavka (npr. u Njemačkoj se priznaje 50 % PDV-a koji se odnosi na nabavku i korištenje putničkih automobila).

¹⁶ Na ovaj način se dolazi do kumuliranja poreza i dvostrukog oporezivanja, jer carina, kao indirektni porez, ulazi u osnovicu za obračun PDV-a.

¹⁷ Isto što i: metod računa, metod odbijanja ili metod faktura.

¹⁸ Isto što i: prethodni porez, pret porez, avansni porez.

¹⁹ Savjet Evropske unije donio je 28.11.2006. godine Novu direktivu „Council Directive 2006/112/EC“ koja je objavljena u službenom glasniku Unije L 341 od 11.12.2006. godine. Ovaj akt stupio je na snagu 01.01.2007. godine. Tekst koji je sadržan u Direktivi 112 predstavlja prečišćeni tekst Šeste direktive iz 1977. godine i niza izmjena i dopuna, kojih je ukupno bilo 32. U stručnoj literaturi autori će se vjerovatno još dugo pozivati na Šestu direktivu, jer je Šesta direktiva postala sinonim načina uređenja oporezivanja potrošnje PDV-om, kako u zemljama Unije, drugim evropskim, ali i u mnogim državama na drugim kontinentima. U Novoj direktivi sadržane su i odredbe o izuzećima koja se odnose na novoprimiteljne članice EU, kao što su odredbe o posebnim poreskim stopama i načinu oporezivanja nekih grupa proizvoda i usluga u Sloveniji, Poljskoj, Mađarskoj i dr. (Komentar na osnovu teksta na Web stranici: www.eurunion.org/legislat/VAT o Council Directive 2006/112/EC).

gdje je poreski suverenitet podjeljen između centralne vlasti i federalnih jedinica odnosno članica složene državne zajednice.

Da bi se dobio konzistentan poreski sistem, zakonodavac mora tačno definisati odabrane faktore kako bi bilo nedvosmisleno koji je oblik poreza prihvaćen, na kojem se načelu oporezivanja zasniva ubiranje poreza. Pored navedenoga potrebno je utvrditi u kojoj se fazi proizvodnje ili prometa vrši obračun i ubiranje poreza i odrediti tehniku utvrđivanja PDV-a.

2. PORESKI SUVERENITET

Jedna od bitnih karakteristika nezavisnosti i suvereniteta savremene države jeste legitimno pravo da organi vlasti osmišljaju i realizuju poresku politiku u skladu sa sopstvenim interesima, te da samostalno usvaja poreske zakone, organizuje poresku administraciju i sprovodi represivne mjere sa ciljem naplate poreza. Naravno, postavlja se pitanje – da li je to tako kada su u pitanju članice Evropske unije, kao svojevrsne nadnacionalne zajednice? U slučaju Evropske unije, članice su se dobrovoljno odrekle tek dijela svog poreskog suvereniteta i prenijele ga na institucije Unije, ali samo u jednom dijelu koji se odnosi na indirektno poreze. Direktni porezi (njihov broj, predmet oporezivanja, način utvrđivanja poreske obaveze, poreske stope i dr.), još su vrlo različiti od članice do članice, pa se zaključuje da načela uvođenja ovih poreza nisu dogovorena na nivou Zajednice. Kada je riječ o indirektnim porezima, dogovor koji se realizuje kroz sprovođenje obavezujućih direktiva, obuhvata osnovne principe koji su vezani za carine, akcize i PDV, ali ne i na pravo svake od članica da u okviru zadatih granica samostalno uređuje svoj poreski sistem. Usvajanje osnovnih principa indirektnih poreza (uključujući i carinu) bilo je neophodno da bi se mogao obezbijediti nesmetani protok robe i integracija zajedničkog tržišta.

Svako dijeljenje poreskih prihoda ili oporezivanje istog poreskog izvora sa porezima različite pripadnosti, zahtijeva posebna usaglašavanja i dogovor poreskih zajednica koje su akteri u takvom aranžmanu. Fiskalni federalizam²⁰ se odnosi na vertikalnu strukturu javnog sektora i istražuje fiskalne odnose između različitih nivoa vlasti bez obzira na političko uređenje, bilo da se radi o unitarnoj, federalnoj ili konfederalnoj organizovanoj državnoj zajednici. Iako bi se fiskalni federalizam jezički mogao vezati samo za složene države, teoretski, kad se s ekonomskog stajališta govori o donošenju fiskalnih odluka pri različitim nivoima vlasti, bilo da se radi o unitarnim ili složenim državama, odluke o poreskim pitanjima koje uređuju međudnose različitim nivoa vlasti zasnovane na principu usaglašenih i dogovorenih stajališta, uvijek imaju federalni karakter. U stvari, fiskalni federalizam je opšti normativni okvir za dodjelu funkcija na različitim nivoima vlasti i odgovarajućih fiskalnih instrumenata za obavljanje neke funkcije, pa se u složenim državama to može shvatiti kao uređenje međusobnih odnosa članica državne zajednice, a u unitarnim državama kao čin fiskalne decentralizacije.

U svijetu od oko 205 samostalnih država, njih 24 su složene države koje kao federalne, odnosno teritorijalne jedinice imaju u svom sastavu savezne države (Australija, Brazil, Meksiko, Indija, SAD i

dr.), zemlje (Austrija i Njemačka), provincije (Argentina, Etiopija, Kanada, Južnoafrička Republika, Pakistan i dr.), konstitutivne entitete (Švajcarska i Bosna i Hercegovina), distrikte i druge oblike organizovanja dijelova federacije, odnosno složene države. Jedno od važnih pitanja koje se uređuje najvišim aktom federalne, odnosno složene države jeste i način na koji će centralna vlast, članice državne zajednice i niži oblici vlasti ostvarivati prihode neophodne za formiranje budžeta, što podrazumijeva definisanje međusobnih odnosa o obimu i načinu realizacije fiskalnog federalizma. Modaliteti načina uvođenja i pripadnosti pojedinih vrsta poreza mogu biti vrlo različiti. Tako se može dogovoriti da indirektni porezi pripadaju centralnoj vlasti, a ostali porezi članicama zajednice ili obrnuto. Takođe je moguće dogovoriti zajednicu prihoda za određeni porez ili grupu poreza, što podrazumijeva jedinstveno ubiranje, dok se raspodjela vrši po unaprijed dogovorenim kriterijumima.

Kako se može zaključiti, kod indirektnih poreza razdvajanje naplaćenog iznosa poreza poštujući teritorijalni princip ne predstavlja veći problem kada su u pitanju akcize i jednofazni porez na promet koji se naplaćuje bilo u maloprodaji, veleprodaji ili proizvodnji. Međutim, kada je u pitanju višefazni oblik poreza, jednostavne formule za teritorijalnu raspodjelu tog javnog prihoda nema. Oporezivanje PDV-om je složen poreski oblik, ali se u unitarnim državama relativno lako uvodi, bez posebnih prilagođavanja i ozbiljnih rasprava o pripadnosti i "bježanju" poreza iz jedne teritorijalne jedinice u drugu, dok se to pitanje vrlo često postavlja u složenim državnim zajednicama.

3. MODELI MOGUĆEG UVOĐENJA POREZA NA DODATU VRIJEDNOST U SLOŽENIM DRŽAVNIM ZAJEDNICAMA

U državama koje imaju djeljivi poreski suverenitet ili je zakonska inicijativa na nivou članica zajedničke države, kod uvođenja PDV-a se zahtijeva prethodno rješavanje veoma važnog pitanja, a to je pripadnost poreza i njegov prostorni raspored.

Kod jednofaznog poreza na promet uplata cjelokupnog poreza se vrši u mjestu krajnje potrošnje, a iznos poreske obaveze je proporcionalan visini poreske stope te se sa te strane relativno lako može izvršiti razgraničenje prihoda i po teritorijalnom principu, bilo to na nivou članica zajedničke države ili na nivou lokalnih zajednica i samouprava. Samim tim raspored prihoda je dosta jednostavan, jer se sa određenjem kriterijuma raspodjele ukupno naplaćeni prihodi mogu dijeliti ili po principu učešća u ukupno naplaćenju svoti poreza na određenoj teritoriji ili po principu da svaka zajednica ima svoje prihode izražene kao posebna dodatna stopa koja se uključuje u ukupnu zbirnu stopu poreza na promet. Kako se radi o porezu čija se ukupna obaveza obračunava i naplaćuje u jednoj fazi proizvodno-prometnog ciklusa, jasno je da je iznos prikupljenog poreza proporcionalan ukupnom prometu u fazi u kojoj je porez lociran, a moguće je pratiti njegovu visinu za područje određene uže ili šire zajednice ili ukupno na nivou države. Znači, svakoj teritorijalnoj jedinici pripada upravo porez koji je realizovan na tom području i proporcionalan je kupovnoj snazi preduzeća, ustanova, stanovništva i drugih lica. Kod ovog sistema oporezivanja nema pojave "bježanja" poreza iz jedne u drugu administrativnu zajednicu, osim

²⁰ Ovaj pojam na opisani način definisali su Musgrave (1959) i Oats (1972): Peter Ozo-Eson Fiscal Federalism: Theory, Issues And Perspectives. <http://www.dawodu.com/eson1.htm>

djelomično kod oporezivanja usluga, jer se porez na promet usluga uobičajeno plaća prema sjedištu lica koje je izvršilo oporezivu uslugu.

U sistemu PDV-a to baš nije tako jer se porez plaća u nizu faza kroz koje prolazi proizvod na putu do krajnjeg potrošača. Pojedine faze mogu biti obavljene u različitim teritorijalnim zajednicama složene države i porez koji se odnosi na dodatu vrijednost te faze, uplaćuje se u toj federalnoj jedinici. Znači, ako je veći dio dodate vrijednosti sadržan u proizvodno-prometnim fazama koje su se desile u jednoj teritorijalnoj zajednici, toj zajednici će i biti uplaćen alikvotni dio poreza. U složenoj zajednici asimetrija teritorijalnog rasporeda poreza na dodatu vrijednost biće u korist članice zajedničke države u kojoj je industrija proizvoda finalne potrošnje razvijenija i zajednice koja ima aktivan trgovinski bilans tokova robe i usluga u odnosu na druge dijelove složene države. Kod asimetrične razvijenosti složene države i u slučaju slobodnog protoka robe i usluga i priznavanja računa iz drugih autonomnih zajednica bez usvajanja korektivnih faktora, sigurno bi prihodi od poreza na dodatu vrijednost iz nerazvijenijeg dijela države "bježali" u dio koji se može okarakterisati kao privredno razvijeniji i region koji je aktivan izvoznik robe i usluga.

Teorijske rasprave vođene na ovu temu dale su niz mogućih rješenja pitanja raspodjele poreza na dodatu vrijednost između članica složenih država kao i odnosa između centralne vlasti i federalnih jedinica.

Do sada su opisani ovi modeli mogućeg uvođenja PDV-a na subnacionalnom nivou:

"Čisti" model prema načelu porijekla - Promet se oporezuje u državi ili pokrajini u kojoj je sjedište prodavca – poreskog obveznika. Ulazni porez (fiskalni kredit) se priznaje samo unutar jedne poreske zajednice (federalne jedinice / provincije) i može se priznati isključivo ako je nabavka izvršena od drugog obveznika čije je sjedište u toj istoj federalnoj jedinici / poreskoj zajednici. Izvoz iz jurisdikcije (federalnih jedinica / provincije) se oporezuje, dok uvoz iz drugih područja ne generiše fiskalni kredit, tj. porez obračunat na fakturama za isporuke primljene iz drugih federalnih jedinica se ne može priznati kao ulazni porez.

"Modifikovani" model prema načelu porijekla - Porez se naplaćuje u državi u kojoj se nalaze prodavac/proizvođač. Ulazni porez se priznaje za kupovinu unutar iste jurisdikcije (federalnih jedinica / provincije) kao i za isporuke koje dolaze iz drugih jurisdikcija (federalnih jedinica / provincija). Uvoz iz drugih jurisdikcija (federalnih jedinica / provincija) se ne oporezuje, ali za razliku od prethodnog modela, moguće je priznati ulazni porez (fiskalni kredit) po principu odredišta, a izvozi se oporezuje. Pošto se fiskalni kredit uvažava po načelu odredišta, potrebno je periodično u skladu sa dogovorom, vršiti obračun između federalnih jedinica, odnosno članica složene države. Na ovaj način se izbjegava "izvoz poreza".

"Ograničeni" model prema načelu porijekla - Prodaja unutar jurisdikcija (federalnih jedinica / provincija) pa i u okviru federacije se oporezuje po načelu porijekla, to jest tamo gdje se nalazi prodavac, uz sporazum da se poreske stope u potpunosti izjednače u svim jurisdikcijama. Prodaja izvan federalne jedinice / provincije se

oporezuje nultom stopom. Tako se izbjegava potreba međusobnog obračuna, a prihodi provincija će zavisiti od međuprovinijskih komercijalnih tokova, koji neće biti pogođeni različitim stopama, jer su poreske stope iste u svim provincijama, pokrajinama ili jurisdikcijama. Svaka članica će dobiti ili izgubiti prihode u zavisnosti od toga da li prevladava promet unutar te teritorijalne jedinice ili izvoz u druge federalne jedinice.

"Hibridni" model koji uvažava načelo porijekla i odredišta - Transakcije između federalnih jedinica se oporezuju sa smanjenom stopom koja je niža od one koja se koristi za promet unutar te jurisdikcije (federalnih jedinica / provincija), kako bi se ostvario prenos resursa ili potencijalnih prihoda iz «proizvodne» provincije u "potrošačku" provinciju²¹. Sugerise se da se visina poreskih stopa ograniči ili fiksno odredi od strane centralnih zakonodavnih vlasti, jer je moguće da, ako se ostavi sloboda kod propisivanja poreskih stopa, dođe do svojevrsne poreske konkurencije između članica federacije i "poreskog rata".

Model uvođenja PDV-a po načelu odredišta sa "odloženim plaćanjem" - Prodaja unutar jurisdikcije (federalne jedinice / provincije) se oporezuje lokalnom stopom, a isporuke koje su usmjerene prema kupcu iz druge provincije se oporezuju nultom stopom. Fiskalni kredit u ovom slučaju odgovara PDV-u iskazanom u računu za (polu)proizvode koje je primio prodavac unutar jurisdikcije (federalne jedinice / provincije) porijekla. Uvoz iz druge provincije (jurisdikcije) nije oporezovan pošto se sa odloženim plaćanjem oporezuje prema načelu odredišta, te se ne stvara fiskalni kredit na plaćanje PDV-a kod uvoza (tj. isporuka primljenih iz drugih federalnih jedinica). Da bi se izbjeglo odloženo plaćanje poreza pri uvozu, bilo bi potrebno da kupac prilikom napuštanja provincije prodavca plati iznos poreza prilikom izvoza, ali po stopi odredišta. Iznos poreza kupac bi usmjerio poreskoj upravi prodavca (izvoznika iz druge jurisdikcije), a poreska uprava bi taj porez prosljedila provinciji odredišta preko institucije za međusobne obračune.

"Prepaid" model uvođenja PDV-a - Prema ovom modelu dobavljači registrovani u bilo kojoj provinciji ili pokrajini trebaju primijeniti lokalnu stopu poreza na sve prodaje, osim ako kupci koji žive u drugoj državi ili pokrajini osiguraju validnu potvrdu kojom dokazuju da je porez koji se odnosi na njihovu buduću kupovinu već plaćen u njihovoj provinciji tj. jurisdikciji njihove poreske uprave. Po ovom sistemu, firme koje žele kupiti robu iz druge provincije bi trebale izvršiti dva plaćanja prije nego što izvoznik iz provincije porijekla otpremi robu. Jedna doznaka (plaćanje) bi išla izvozniku, u visini poreske osnovice ("cijena prije oporezivanja"), a druga doznaka u visini poreza u korist poreskog organa pokrajine u kojoj je prijavljen kupac tj. po načelu odredišta i destinaciji robe. Nakon dobijanja takve potvrde, izvoznik će moći svoju robu izvesti u drugu pokrajinu s nultom stopom a dokazom o uplati će opravdati ovakav poslovni događaj poreskoj upravi svoje federalne jedinice.

"Održivi integrisani" model PDV (VIVAT) - U ovom sistemu postoje zajednička i jedinstvena fiksna poreska stopa u svim provincijama za transakcije između registrovanih trgovaca, pri čemu je dozvoljeno da svaka provincija odredi stopu koja važi za promet neregistrovanih kupaca. Dakle, ovaj sistem ne zahtijeva da se

²¹ Ovaj model se primjenjuje u Brazilu gdje je centralna vlast odredila niže poreske stope i maksimalne više stope koje se koriste unutar federalnih država. Takođe, zbog izravnjanja prihoda, razvijenije države koriste niže poreske stope kod prodaje proizvoda u nerazvijenije države, dok se nerazvijenijim državama dopušta da „izvoz“ prema razvijenim državama – članicama federacije oporezuju sa višim poreskim stopama.

pravi razlika kada je u pitanju promet unutar provincije ili između federalnih jedinica. Ovim modelom je predviđeno da se prati kupac, tj. da li je to lice registrovano ili neregistrovano, dok je sporedna činjenica u kojoj provinciji je rezident. Porez naplaćen od prodaje neregistrovanim trgovcima ili kupcima bi zahtijevao uspostavljanje distributivnog mehanizma za podjelu poreskih prihoda²².

Model dualnog uvođenja PDV-a - Ovaj model predviđa paralelni sistem saveznog i pokrajinskog PDV-a²³, s tim da osnovica za jedan i drugi mora biti identična. Svaka jurisdikcija određuje svoju stopu, a zadatak prikupljanja oba poreza se dodjeljuje jednoj od dvije poreske uprave.

Model harmonizovanog poreza na promet (HST²⁴). Ovaj sistem se naziva i "udruženi-nacionalno-pokrajinski PDV", ili podnacionalni porez sa uniformnim poreskim stopama u svim provincijama i mehanizmom za dijeljenje prihoda. Kod ovog sistema pored PDV-a u pojedinim jurisdikcijama je dozvoljeno uvođenje jednofaznog poreza na promet.

"Partilhado" PDV ("Barkuinho" ili "Mali brodić" model)²⁵ - U ovom modelu, subnacionalna (provincijska) vlada oporezuje promet unutar svoje nadležnosti, koristeći pri tome svoju poresku stopu. Promet (prodaja) sa drugim provincijama oporezuje se nultom stopom provincijskog poreza. Međutim taj promet ipak podliježe porezu s tim da se oporezuje dodatnim saveznim porezom, čiju stopu i način ubiranja određuje savezna poreska vlast. Ovim postupkom fiskalne obaveze su izjednačene prema porijeklu, bez obzira gdje se roba isporučuje. Prihod od ovog dodanog saveznog poreza pripada saveznoj vladi i on će biti priznat kao fiskalni kredit (federalni) prilikom nabavke (polu) proizvoda u jurisdikciji (provinciji) odredišta. Ako je prodaja usmjerena ka krajnjem potrošaču, onda će ovaj dio prihoda od saveznog dodanog poreza biti podijeljen između provincija na osnovu dogovorenog mehanizma podjele.

"Radijalni" model PDV-a - Ovaj model je zapravo modifikacija "Partilhado" PDV modela. Varijacija se sastoji u tome što se mijenja način na koji se tretira fiskalni kredit. Savezni fiskalni kredit, koji odgovara poreskom opterećenju u provinciji porijekla, priznaje se u provinciji odredišta primjenom dodane stope saveznog PDV-a, koji se ubire u provinciji odredišta, a ne u provinciji porijekla, čijoj fiskalnoj odgovornosti pripada.

"Kompenzacijski" model uvođenja PDV-a - Ovaj model je takođe podvarijanta "Partilhado" PDV-a. Glavna razlika je da se međuprovincijski promet oporezuje saveznim PDV-om po stopi koju je odredila centralna vlast (CVAT stopa), a koja se utvrđuje kao prosječna ponderisana pokrajinska stopa poreza. Kupci registrovani u provinciji odredišta će imati fiskalni kredit za CVAT plaćen u provinciji porijekla, koji će biti prikupljen (uz odloženo plaćanje) u sljedećoj fazi u trenutku kada uvoznik proda robu

u provinciji u kojoj ima sjedište. Ako se roba prodaje registrovanim kupcima unutar iste provincije, oni će biti oporezovani lokalnom stopom (i oni će ostvariti fiskalni kredit kod odgovarajuće subnacionalne poreske uprave). Ako se roba prodaje registrovanim kupcima drugih provincija, CVAT ponovo djeluje i generisaće fiskalni kredit savezne poreske uprave za registrovane kupce iz drugih pokrajina. Konačno, ako prodaja ide neregistrovanim kupcima ili krajnjim potrošačima, CVAT prikupljen prilikom uvoza iz provincija će preuzeti funkciju konačnog PDV-a. Ove prodaje generišu višak prihoda saveznoj vladi koji bi kasnije trebao biti distribuisan između pokrajina (jer savezni porez na dodatu vrijednost radi samo kao "barkuinho"²⁶), bez ikakve namjere stvaranja pozitivnog prihoda za saveznu vladu). Dakle, ovaj sistem zahtijeva mehanizam razmjene na osnovu date formule²⁷.

Kratki prikaz modela mogućeg uvođenja PDV-a govori o složenosti uvođenja ovog višefaznog poreza na promet u složenim državama gdje se poreski suverenitet dijeli između članica / federalnih jedinica. U većini složenih država usvojen je princip zajednice prihoda koji se dijeli po dogovorenom ključu (Njemačka, Austrija, Švajcarska) ili postoji poseban subnacionalni dogovor sa elementima asimetrije za neke provincije (npr. Španija). Određivanje poreskih stopa i prikupljanje poreza na nivou provincije / federalne jedinice, kao najsloženiji oblik susreće se u Brazilu, Kanadi i Indiji. U većini složenih država koristi se oporezivanje po načelu odredišta, a ne porijekla, dok se porez raspodjeljuje na osnovu zajedničkog dogovora.

ZAKLJUČAK

Kod neto višefaznog poreza na promet, PDV / VAT, porez se plaća u nizu faza kroz koje prolazi proizvod na putu od proizvođača odnosno uvoznika pa do krajnjeg potrošača. U federalnim (složenim) državama pojedine faze mogu biti obavljene u različitim teritorijalnim zajednicama i porez koji se odnosi na dodatu vrijednost svake faze, uplaćuje se u federalnoj jedinici gdje je promet izvršen. U složenoj državnoj zajednici može se očekivati značajna asimetrija teritorijalnog rasporeda poreza na dodatu vrijednost, a u korist članice u kojoj je industrija proizvoda finalne potrošnje razvijena i zajednice koja ima aktivan trgovinski bilans tokova robe i usluga u odnosu na druge dijelove federalne jedinice. Ako se posmatra država sa značajnom asimetrijom u razvijenosti pojedinih provincija i pod pretpostavkom slobodnog protoka robe i usluga i priznavanja računa iz drugih autonomnih zajednica bez usvajanja korektivnih faktora, prihodi od poreza na dodatu vrijednost iz nerazvijenijeg dijela države "bježali" bi u dio koji se može okarakterisati kao privredno razvijeniji i region koji je aktivni izvoznik robe i usluga.

²² Sličan model je primijenjen u Bosni i Hercegovini jer je za raspodjelu potrebno pratiti prodaju neregistrovanim kupcima i ostali promet koji ima karakter krajnje potrošnje.

²³ Ovakav sistem funkcioniše u Kanadi u odnosima centralne vlasti i provincije Kvebek, a razradio ga je Richard M. Bird, vidjeti „Fiscal federalism” University of Toronto, opširnije vidjeti na internet stranici: www.taxpolicycenter.org/.../Fiscal-Federalism.cfm

²⁴ Ovaj model je uz Richard M. Birda zastupao i Pascal Gendron "Sales taxes in Sanada: the GST-HST-QST-RST "System", opširnije vidjeti na internet stranici: <http://www.americantaxpolicyinstitute.org/pdf/VAT/Bird-Gendron.pdf>

²⁵ Model koji je predložen od strane Varsano, R 1995. godine. O tome vidjeti opširnije u natpisu: Harmonizing Taxation of Interstate Trade under a Subnational VAT: Lessons from International Experience, na internet stranici: www.worldbank.org/.../Bird%20Gendron%20Subnational%20Consumption%20VATs.pdf

²⁶ Port.: mali brod / brodić / čamac

²⁷ Fenochietto, R. i Pessino, C. (2000) sugerisali su sličan podnacionalnih PDV-a za Argentinu, koji su nazvali "Dijeljeni PDV" (SVAT).

Pitanje poreskog suvereniteta je pravna stvar koja se uređuje najvišim aktom kojim je federalna zajednica konstituisana. Pravo centralne vlasti i pojedinih članica po pitanju uvođenja i naplate indirektnih poreza, pa i PDV-a, može biti uređeno na različite načine. Postoje mnogi modeli po kojima se PDV može uvesti u takvim državama. Međutim, od ponuđenih rješenja najviše zemalja se odlučilo na zajednicu prihoda i jedinstveno uređenje ove poreske oblasti, uz zakon koji je usvojen na nivou federacije / složene države ili kao poreski propis koji je u istom tekstu usvojen od strane svih federalnih jedinica.

U praksi najčešće se susreće modifikovani model po načelu odredišta, dok se u državama gdje su provincije i praktično zadržale poreski suverenitet doneseni zakoni koji uvažavaju dualni model ili model zasnovan na "Partilhado" principu. Ovaj model predviđa uvođenje posebnog saveznog PDV-a koji služi kao izravnavajući poreski kredit u međuprovincijskoj trgovini.

Svaki od opisanih modela ima svoje prednosti kao i loše strane, što se naročito odnosi na velike mogućnosti evazije i izbjegavanja poreza. Takođe, procjenjuje se da bi složenost eventualnog uvođenja nekih od prikazanih modela iziskivala nesrazmjerne troškove, tako da se neki od prikazanih modela svode na akademske prikaze, bez velikog praktičnog značaja (npr. «Prepaid» model uvođenja PDV-a). Novu šansu nekim od prikazanih modela može dati računarska, telekomunikaciona i informatička revolucija koja je u toku, a moguće je očekivati da se pojave i neki novi modeli uvođenja PDV-a na subnacionalnom nivou koji će iskoristiti tehničke mogućnosti informacionih tehnologija.

LITERATURA:

Knjige:

- Bjelica Vojin, Raičević Božidar, Radičić Marko, Babić Blagoje i Radmilović Stanko: "Finansije u teoriji i praksi", Stylos, Novi Sad, 2006:
- Brownlee II E. Richard, Ferris R. Kenneth, Haskins E. Mark: "Corporate Financial Reporting", Irwin McGraw-Hill, Boston, 1997.
- Brummerhoff Diter: "Javne financije", Mate, Zagreb, 2000.
- Daničić Duško i dr.: "Komentar zakona o PDV-u" SRR RS, Banja Luka 2006.
- Ilić-Popov Gordana: "Poresko pravo Evropske unije" Službeni glasnik, Beograd, 2004.
- Janjević Milutin: "Ugovor o Ustavu za Evropu" Službeni glasnik, Beograd, 2004.
- Jelčić Barbara: "Porezni sustav i porezna politika", Informator, Zagreb, 2000.
- Jelčić Barbara i Jelčić Božidar: "Porezno opterećenje i privredni rast", Pravo i porezi, Zagreb, 1997.
- Jelčić Božidar: "Porez na dodanu vrijednost", Savez računovođa i finansijskih radnika Hrvatske, Zagreb, 1992.
- Jelčić Božidar: "Financijsko pravo i finansijska znanost", Informator, Zagreb, 1998.
- Jurković Pero: "Javne financije", Masmedia, Zagreb, 2003.
- Krasulja Dragan i Ivanišević Milorad: "Poslovne finansije", Ekonomski fakultet Beograd, Beograd, 2000.
- Musgrave R. i P.: "Javne financije u teoriji i praksi", Institut za javne financije, Zagreb, 1993.
- Popović Dejan: "Nauka o porezima i poresko pravo", Savremena administracija, Beograd, 1997.
- Popović Dejan: "Ekonomski efekti posrednih poreza", Pravni fakultet, Beograd, 1983.
- Popović Dejan i Aleksić Stevan: "Primena Zakona o porezu na dodatu vrednost", CEKOS-IN, Beograd, 2006.
- Prokopijević Miroslav: "Evropska unija - uvod", Službeni glasnik, Beograd, 2005.
- Rosen Harvey C.: "Javne financije", Institut javnih financija, Zagreb, 1999.
- Tait Alan: "VAT Policy Issues: Structure, Regressivity, Inflation, and Exports", IMF, Washington, 1991.
- Hrustić Hasiba: "Porez na dodatu vrednost", Stilos, Novi Sad, 2004.
- Šimović J. i dr.: "Porez na dodanu vrijednost", Birotehnika, Zagreb, 1997.

Članci, rasprave, referati i studije

- Daničić Duško: "Porez na dodatu vrijednost – limiti, rizici i šanse", Finrar, 2/3 - 2002.
- Daničić Duško: "PDV - na entitetskom ili nivou BiH", Finrar, 11 - 2002.
- Daničić Duško: "Modeli oporezivanja PDV-om u složenim državnim zajednicama", Finrar, 12 - 2002.
- Daničić Duško: "Posebni postupci oporezivanja prema šestoj direktivi EU i predložena rješenja u BiH", Finrar, 6/2004.
- Daničić Duško: "Usvojena rješenja oporezivanja PDV-om u zemljama okruženja", Finrar, 4/2003.
- Daničić Duško: "Usvojena rješenja oporezivanja PDV-om u zemljama okruženja", Finrar, 4/2003.
- Kesner-Škreb Marina: "Tax policy and economic growth"; Financije i praksa, Zagreb, 1999.

Publikacije preuzete sa interneta:

- Bird M. Richard: "Fiscal federalism" University of Toronto, www.taxpolicycenter.org/.../Fiscal-Federalism.cfm
- Bird M. Richard i Pascal Gendron: "Sales taxes in Sanada: the GST-HST-QST-RST "System", <http://www.americantaxpolicyinstitute.org/pdf/VAT/Bird-Gendron.pdf>
- Brook Penelope, Symons Susan and others, "Paying Taxes 2009 - The global picture", World Bank Publications, Wahington, 2009. www.worldbank.org/
- Purohit Maheshc, "Harmonizing Taxation of Interstate Trade under a Subnational VAT: Lessons from International Experience", World Bank Publications, Wahington, 2005. www.worldbank.org/
- Shah, Anwar, "Fiscal federalism and macroeconomic governance : for better or for worse?" The World Bank. Wahington, 1998. www.worldbank.org/
- Shah Anwar, "Macro Federalism and Local Finance" The International Bank for Reconstruction and Development, World Bank Publications, Wahington, 2008, www.worldbank.org/

7. Varsano Ricardo: "Harmonizing Taxation of Interstate Trade under a Subnational VAT: Lessons from International Experience", www.worldbank.org/.../Bird%20Gendron%20Subnational%20Consumption%20VATs.pdf
8. www.britannica.com/eb/article-72008/taxation:HistoryofTaxation
9. www.europa.eu.int/scadplus/leg/en/
10. www.europa.eu.int/eur-lex/en/
4. www.europa.eu.int/comm/taxation_customs/taxation/index
5. www.eurunion.org/legislat/VAT
6. www.europa.eu.int/comm/eurostat/
7. www.oecd.org/document/19/
8. www.itdweb.org/VATConference/Pages/PressRelease.aspx
9. http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/vat/how_vat_works/rates/study_reduced_VAT.pdf
10. http://ec.europa.eu/taxation_customs/taxation/vat/how_vat_works/

Summary

Taxation of consumption by multiphase value added tax in complex states in which the legislative authorities, when it comes to indirect taxes, are retained in federal units, can be complex for both taxpayers and tax administration.

Models of introduction of VAT in complex countries offered by science of public finance are numerous. However their practical application boils down to three or four models, which are in some states modified and adapted to the specific needs of specific national community. By combining and modifying existing models it is possible to create conditions for the creation of a rational model that is acceptable for central government and for federal entities. Computer, telecommunications and informatics revolution which is in progress, can provide incentives for generating new models and ways of introducing VAT on sub-national level.

Mr Bojan Luburić*

Problemi u modernom bankarstvu

Univerzalno bankarstvo, trendovi i regulativa

Rezime

Kroz istoriju, finansijski sektor, a pri tome posebno bankarski, se mijenjao i prilagođavao pod uticajem sve bržeg privrednog i tehnološkog razvoja, internacionalizacije poslovanja, rasta tržišta kapitala, te sve zahtjevnije tražnje za posebnim, svestranim finansijskim instrumentima. Pored ovoga, snažan uticaj na trendove, evoluciju i oblik bankarskog sistema imala je regulativa, sa ciljem kroćenja i kontrole ovih sistema, koji su se oduvijek smatrali od posebnog socioekonomskog značaja na nacionalnom, a sve više i globalnom nivou. Upravo ovi trendovi, te način poslovanja i organizacija u modernom bankarstvu, s osvrtom na skorašnju recesiju i regulativu, su predmet ovog rada. Biće razjašnjene osnovne karakteristike i razlike između komercijalnog i investicionog bankarstva, te jasan trend doskorašnje dominacije univerzalnog bankarstva u modernom finansijskom sistemu, sve do aktualne finansijske krize.

UVOD

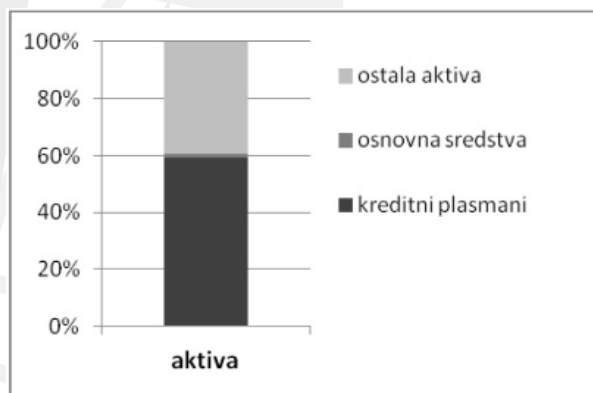
Banke su finansijski posrednici koji nude kredite i štedne proizvode, te usluge platnog prometa. Na taj način igraju izuzetno važnu ulogu u svakoj ekonomiji, tačnije intermedijaciju, usmjeravajući sredstva od štediša (jedinice sa viškom sredstava) ka korisnicima zajma (jedinice sa manjkom sredstava)¹. Ova prosta definicija predstavlja samu suštinu bankarstva, a ujedno i najvažniju ulogu – da premosti jaz između potreba zajmodavaca i korisnika zajma, tako što će vršiti transformaciju ročnosti, veličine i rizika. Ovo je ključna funkcija komercijalnog bankarstva.

Međutim, privredni i tehnološki razvoj uticao je na evoluciju bankarstva, diverzifikaciju i stvaranje izuzetno kompleksnih finansijskih proizvoda i usluga. Razvilo se investiciono bankarstvo – rane investicione banke u SAD su obezbjeđivale kapital velikim korporacijama i vladama kroz izdavanje korporativnih i državnih hartija od vrijednosti, te sprovodile i podržavale procese spajanja i akvizicija (eng. Mergers & Acquisitions). Pored ovoga, moderne investicione banke se aktivno angažuju u trgovanju svim vrstama hartija od vrijednosti, menadžmentu investicija, konsultantskim i uslugama starateljstva nad hartijama od vrijednosti za druga lica.²

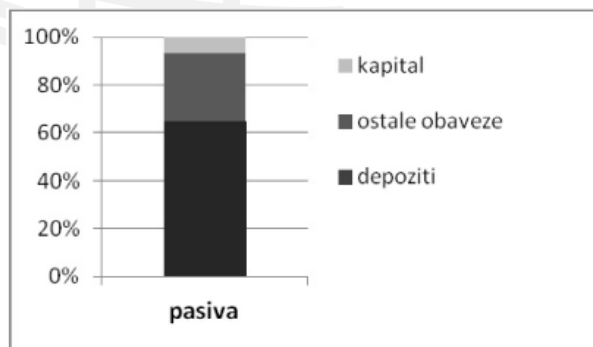
1. KOMERCIJALNO I INVESTICIONO BANKARSTVO

Uzimajući u obzir prethodno navedene aktivnosti, te posmatrajući strukturu finansijskih izvještaja banaka, moguće je razlučiti da li se radi o komercijalnoj ili pak investicionoj banci.

Ilustracija 1: Prikaz aktive bilansa stanja 2007, Banco Santander



Ilustracija 2: Prikaz pasive bilansa stanja 2007, Banco Santander



Izvor: BankScope, Consolidated Financial Statements 2007 – Banco Santander, S.A.

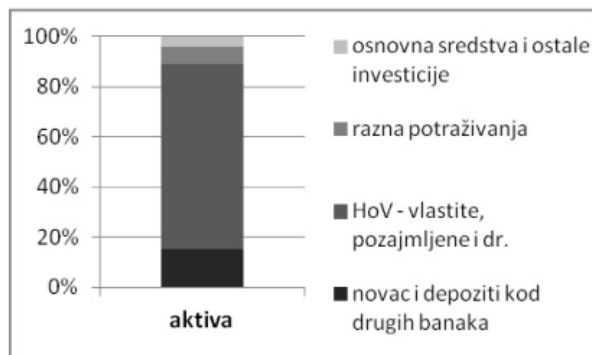
* Asistent Fakulteta za poslovne i finansijske studije Univerziteta za poslovne studije u Banjoj Luci i službenik za poslovanje sa pravnim licima u ProCredit Bank d.d., Filijala Banja Luka

¹ Casu B., Girardone C., and Molyneux P., Introduction to Banking, Prentice Hall, FT, England: Pearsons Education, 2006, str. 4

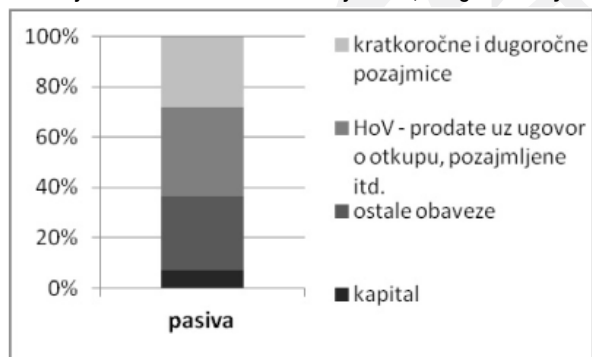
² Heffernan S., Modern Banking, John Wiley & Sons Ltd, London, 2005, str. 20.

Posmatrajući ilustracije 1 i 2, vidimo da su u 2007. godini skoro 60% aktive najveće španske banke, Banco Santander, činili plasirani krediti, dok se izvori sredstava uglavnom odnose na depozite (>64,75%). Na osnovu navedenoga, može se zaključiti da je riječ o pretežno komercijalnoj banci, koja obavlja suštinsku ulogu banke – intermedijaciju. U slučaju američke banke Morgan Stanley, iz ilustracije 3 vidimo da aktivom dominiraju stavke različitih hartija od vrijednosti i finansijskih instrumenata, čineći čak 73,38% ukupne aktive (ukupna fer vrijednost vlastitih finansijskih instrumenata, zatim pozajmljenih, te dobijenih HoV kao vrsta obezbjeđenja itd.). Dakle, nema kreditnih plasmana, a prema ilustraciji 4, ni značajnih depozita na strani pasive. Ovo je odličan primjer "čiste" investicione banke.

Ilustracija 3: Prikaz aktive bilansa stanja 2009, Morgan Stanley



Ilustracija 4: Prikaz aktive bilansa stanja 2009, Morgan Stanley



Izvor: FORM 10-K, Morgan Stanley Annual Report For the year ended December 31, 2009, United States S.E.C.

Ipak, primjeri "čistih" investicionih (npr. već pomenuti Morgan Stanley ili Goldman Sach), a naročito komercijalnih banaka, su sve rjeđi u modernom bankarstvu. U samim začetima razvoja finansijskog sektora, komercijalne banke su obavljale svoju fundamentalnu funkciju – alocirajući višak kapitala onima kojima najviše treba; sa momentom sazrijevanja najvećih svjetskih ekonomija, linije razgraničenja postajale su sve nejasnije, dok su banke evoluirale u univerzalno bankarstvo.

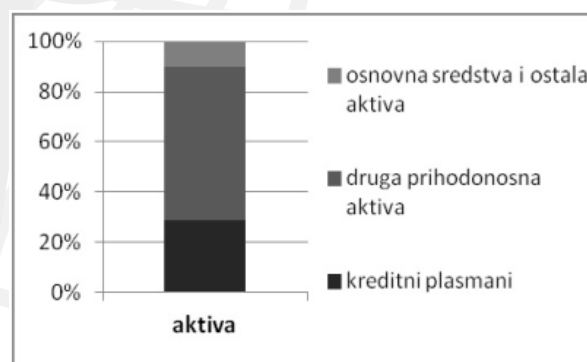
2. UNIVERZALNO BANKARSTVO – PITANJA EFIKASNOSTI

Univerzalno bankarstvo podrazumijeva angažovanje jedne institucije u širok spektar finansijskih usluga, kao što su primanje depozita,

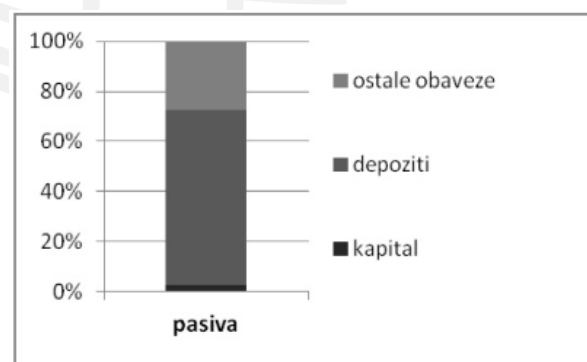
kreditiranje, trgovina devizama, finansijskim instrumentima i njihovim derivatima, emisija dužničkih i vlasničkih hartija od vrijednosti, brokerske i konsultantske usluge (M&A), menadžment investicija i osiguranje. Istorijski posmatrano, objedinjavanje svih ovih aktivnosti unutar jedne institucije smatrano je veoma kontroverzno, uz nametanje dugotrajnih zabrana (npr. Glass-Steagall Zakon u SAD)³ u nekim zemljama (SAD, Japan), dok su u drugim ovakva objedinjavanja bila norma (većina evropskih zemalja). Stoga ne čudi činjenica da je upravo Njemačka mjesto rođenja univerzalnog bankarstva, sa finansijskim institucijama kao što je Deutsche Bank, koja nudi doslovno sve gore pomenute usluge. Ipak, treba imati u vidu da su u kontinentalnoj Evropi, uključujući Švajcarsku, kao i u Japanu, tradicionalno, poslovi sa hartijama bili minorni u odnosu na klasične bankarske poslove sa depozitima i kreditima. U anglosaksonskim zemljama V. Britaniji i SAD bilo je obmuto. Krajem prošlog i početkom ovog vijeka prvo je smatrano konzervativnim, a drugo progresivnim. Međutim, aktuelna kriza je pokazala da to i ne mora biti tako. Trgovina poslovnih banaka hartijama i njihovim derivatima, po vlastitoj inicijativi i za vlastiti račun, smatra se jednim od glavnih uzročnika globalne finansijsko-ekonomske krize.

Posmatrajući sljedeće ilustracije 5 i 6, očito je da jedna od najznačajnijih britanskih banaka, Barclays plc, ima veliko učešće depozita u ukupnim izvorima sredstava, dok sa druge strane kreditni plasmani čine svega 28,52% ukupne aktive. Iako ova banka ima izuzetno razvijene proizvode i usluge iz domena komercijalnog bankarstva, jasno je da je riječ o univerzalnoj banci, u ovom slučaju jednoj od najvećih na svijetu, koja takođe nudi usluge investicionog bankarstva, menadžmenta investicija itd.

Ilustracija 5: Prikaz aktive bilansa stanja 2007, Barclays bank plc.



Ilustracija 6: Prikaz pasive bilansa stanja 2007, Barclays bank plc.



Izvor: BankScope, Consolidated Financial Statements 2007 – Barclays Bank plc.

³ Glass-Steagall Act of 1933 - nametnut u jeku Velike depresije, u svrhu ubzduvanja neprimjerenih bankarskih aktivnosti. Konkretno, zakon je, između ostalog, razdvojio investiciono i komercijalno bankarstvo, smatrajući da je pretjerano učešće komercijalnih banaka na tržištu kapitala neprikladna i suviše rizična upotreba novca štediša, a ujedno i glavni krivac Velike depresije. Zakon je, usljed dugogodišnjih kritika, poništen 1999. godine, donošenjem Gramm-Leach-Bliley zakona. Uzrokovano posljednjom globalnom finansijskom krizom, problem je ponovo aktualizovan, te tzv. Obamin Volstrit paket opet zahtijeva svojevrsno reaktiviranje Glass-Steagall zakona, odnosno podijeljen sistem poslovnog bankarstva – investiciono i depozitno-kreditno bankarstvo. Takođe, jedan od osnovnih ciljeva novog regulatornog paketa jeste konačno uništenje vjerovanja "Preveliki da bi propali", kako bi se spriječila buduća spašavanja velikih finansijskih institucija novcem poreskih obveznika.

Tokom XX i XXI vijeka, sprovedene su brojne studije sa namjerom da odgonetnu da li je neophodno odvojiti tradicionalno bankarstvo od ostalih finansijskih aktivnosti ili ne, radi sprečavanja moralnog hazarda i nepotrebnog izlaganja rizicima od strane menadžmenta banaka, čime bi se unaprijedila njihova efikasnost i stabilnost bankarskog sistema. Veliki dio ovih istraživanja je fokusiran na pronalaženje dokaza o kreiranju boljih bankarskih performansi i efikasnosti, kao rezultata ekonomije obima, dodatne diverzifikacije i "x-efikasnosti" (eng. x-efficiency). Naime, ekonomija obima podrazumijeva opadanje prosječnog troška po jedinici prilikom rasta broja proizvedenih učinaka. Dodatna diverzifikacija podrazumijeva smanjenje troškova zahvaljujući zajedničkoj izradi različitih proizvoda i usluga, i može se sumirati u sljedećoj nejednačini⁴:

$$UT(q1, q2) < UT(q1) + UT(q2)$$

gdje je UT – ukupan trošak, q1 i q2 – učinci/proizvodi 1 i 2

Ispitivanja na osnovu uzorka od 760 filijala raznih banaka u SAD (Berger et al 1997) su, očekivano, potvrdila postojanje određenog poboljšanja efikasnosti zahvaljujući iskorišćavanju ekonomije obima i diverzifikaciji, ali uglavnom kod velikih banaka. Međutim, pokazalo se da ona nisu značajna kao što se do tada smatralo. Preciznije, u prosjeku, nedovoljna diverzifikacija ili ekonomija obima uzrokuju veće operativne troškove, ali za manje od 5%, dok x-inefikasnost može uzrokovati i 20-25% veće troškove⁵. Naime, x-efikasnost se odnosi na efikasnost generisanu superiornim menadžmentom i upotrebom napredne tehnologije. Dakle, banke će efikasnije smanjiti troškove ukoliko unaprijede menadžment, tj. način organizovanja, te upravljanja rizikom, nego da to nastoje postići rastom. Dodatni dokaz koji potvrđuje ovu tvrdnju jeste podatak da od svih spajanja i akvizicija (eng. Mergers & Acquisitions), koji su posljednjih decenija preferirani način širenja i probijanja na nova tržišta, svega 20-45% uspije u smislu kreiranja dodatne vrijednosti za akcionare, odnosno povećanja efikasnosti.

3. TRENDOVI U MODERNOM BANKARSTVU – PRIJE I POSLIJE KRIZE

Finansijski sektor je izuzetno turbulentan i podložan trendovima koji ga konstantno oblikuju. S obzirom na skorašnju krizu koja je ostavila veliki trag, razmotrićemo najznačajnije trendove prije i poslije same recesije.

U vremenu globalizacije i sve bržeg razvoja informacionih tehnologija, pojavio se trend "dezintermedijacije" (eng. Disintermediation). To je proces kojim ekonomski subjekti zaobilaze banke i druge finansijske institucije kako bi investirali svoja sredstva direktno na finansijska tržišta. Ovo je, doduše, uglavnom povezano sa dosta razvijenim, transparentnim tržištima i prisutno je u izrazito tržišno - orijentisanim sistemima kao što su SAD i Velika Britanija. Ovaj trend mijenja fundamentalnu funkciju banaka.

Pretrkizni period okarakterisan je, takođe, brojnim promjenama u samim strategijama banaka. Konkretno, riskantniji kreditni plasmani su uzimali maha, sve više se okretalo ka prihodu od provizija, finansijske inovacije su omogućavale kreiranje veoma egzotičnih finansijskih instrumenata, komplikovanih za vrednovanje i procjenu povezanog rizika, što je dovelo do velikog potcjenjivanja istog. Banke su težile kako poslovnoj tako i geografskoj diverzifikaciji i širenju. Ovome je naročito doprinijelo, u bankarskim krugovima opšteprihvaćeno, slijepo vjerovanje u frazu "Preveliki da bi propali" (eng. Too big to fail). Ovakav arogantan pristup će se pokazati pogubnim za brojne finansijske gigante poput investicionih banaka Lehman Brothers (banka sa istorijom od preko 150 godina, bankrotirala je 15. septembra 2008.⁶ uglavnom zbog pretjerane izloženosti problematičnim finansijskim derivatima kao što su MBS – Mortgage Backed Securities⁷), Bear Sterns (doživjeli propast praktično preko noći u martu 2008. nakon čega su preuzeti od strane JP Morgan⁸), zatim američki Freddie Mac i Fannie Mae, čiji su akcionari praktično izbrisani, te mnogi drugi slučajevi. Osnovni razlozi propasti ovih banaka su u suštini, usljed lažnog osjećaja nedodirljivosti, bezglava ekspanzija (koja se rijetko zasnivala na internom rastu), te "žmirenje" na strmoglavi rast rizika uslijed stalnog povećavanja finansijskog leveridža (npr. i veoma blage nestabilnosti tržišta od 5% bile su sasvim dovoljne da u pomenutom momentu gurnu Lehman Brothers na ivicu propasti).

Kao što je ranije već pomenuto, izuzetno popularan način eksternog širenja, naročito u druga tržišta, bilo je kroz spajanja i akvizicije (M&A), odnosno velike univerzalne banke su gutale manje, specijalizovane finansijske institucije na ciljnim tržištima - npr. Royal Bank of Scotland u svom bezglavom širenju preuzima ABN Amro, veliku holandsku banku, u do tada najvećoj merdžer transakciji. Inače, 2006. i 2007. godina su, istorijski gledano, bile rekordne po broju obavljenih M&A transakcija⁹.

S obzirom na trend rapidnog širenja banaka, javio se problem finansiranja i adekvatnosti kapitala. Odnosno, ako aktiva banke raste brže od njenih obaveza, mora se dodatno zaduživati kako bi zatvorila nastali jaz. Takođe, preveliko zaduživanje ugrožavalo je neophodan nivo kapitala, propisan od strane regulatora. Rješenje ovih problema? Sekjuritizacija! Banke su svoju nelikvidnu aktivnu (npr. dugoročne kreditne plasmane) udruživale i zajedno sa pripadajućim novčanim tokovima ili ekonomskim vrijednostima, usmjeravale kako bi kreirale nove hartije od vrijednosti, poznate kao ABS (Asset-backed-securities)¹⁰. Ovi finansijski derivati su emitovani na tržište i prodavani investitorima, te su se banke na taj način rješavale nelikvidne aktive (i povezanih rizika), a samim tim bi i minimalno zahtijevani nivo kapitala bio dosta niži.

Osvrnimo se sad na dešavanja u trenutnoj ekonomskoj klimi, odnosno dok se brojne zemlje još pokušavaju oporaviti od krize. Primarne emisije kompleksnih finansijskih proizvoda gotovo da su nestale, a očekuje se i "povratak osnovama" (eng. Back to basis) kad je u pitanju sekjuritizacija u skorijoj budućnosti.

⁴ Casu B., Girardone C., and Molyneux P., Introduction to Banking, Prentice Hall, FT, England: Pearsons Education, 2006, str. 9.

⁵ Berger A., Leusner J., Mingo J., The efficiency of bank branches, Journal of Monetary Economics 40 (1997) 141-162, Elsevier Science B.V., 1997, str.142.

⁶ Lehman Brothers: The Rise and Fall of Lehman Brothers. A History that Goes Beyond the Great Depression, <http://www.doctorhousingbubble.com/>, datum pristupa 31.08.2010.

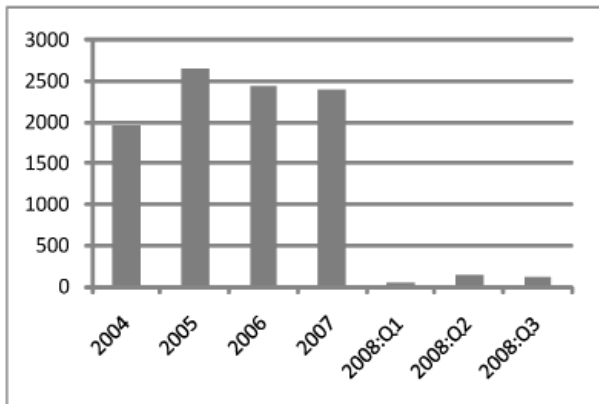
⁷ The Turner Review: A regulatory response to the global banking crisis, Financial Services Authority, March 2009, United Kingdom, str. 36.

⁸ Sender H., Review of: The Rise and Fall of Bear Stearns, Financial Times, July 10, 2010, <http://www.ft.com/>

⁹ Moeller S., M&A feels the credit crunch, Mar 27, 2008, <http://www.moneyweek.com/>, datum pristupa 30.03.2009.

¹⁰ European Securitisation Forum (1999), European Securitisation: A Resource Guide, 1999, New York, str. 1.

Ilustracija 7: Obim sekjuritizacije u SAD, 2004-2008. god. (u milijardama €)



Izvor: American and European Securitisation Forum

Takođe, aktivnost na polju spajanja i akvizicija pala je u 2009. godini na najniži nivo u posljednjih 40 godina¹¹, usljed zamrzavanja tržišta kapitala, odnosno manjka dostupnih kreditnih sredstava, ali i mnogo opreznijeg pristupa menadžmenta banaka.

4. REGULATIVA BANKARSKOG SEKTORA

Shodno promjenljivim uslovima u kojima banke egzistiraju, mijenjala se i regulativa. Kao što smo vidjeli kroz navedene primjere, brojni su potresi u ovim sistemima, koji su se dešavali u prošlom, a naročito početkom ovog XXI vijeka, kao što su Velika depresija (eng. Great Depression) koja je drmla Ameriku, ali i druge velike zemlje punih 10 godina od 1929., Crni ponedjeljak (eng. Black Monday)¹² iznenadni rekordan pad ključnih tržišta akcija širom svijeta u oktobru 1987. godine, od Hong Konga (pad od 45,5%), Australije (41,8%), Velike Britanije (26,4%), Kanade (22,5%) i SAD (22,68%), zatim Dot-com bubble 2000-2002. godine kada je Nasdaq izgubio 78% svoje vrijednosti uslijed velikog pada vrijednosti akcija tehnoloških kompanija¹³; i konačno, globalna recesija (eng. Credit Crunch) pokrenuta krizom na američkom tržištu hipotekarnih kredita, koja se prelila i uzdrmala skoro sve zemlje u 2008. godini, a iz koje se mnoge još nastoje izvući.

Analizirajući ih, primjetna je jedna posebna karakteristika regulative ovog sektora. Tačnije, uobičajena je detaljna revizija postojeće regulative i načina supervizije, nametanje snažnijih restrikcija, veće uplitanje države i robustnija kontrola odmah nakon samih kriza, da bi u narednih nekoliko decenija bilježenja rasta i razvoja, supervizija postajala opuštenija, gubeći korak sa sve kompleksnijim finansijskim inovacijama, brojna ograničenja bila znatno ublažena, ili čak potpuno nestala. Ovakav slijed događaja neminovno je stvarao više prostora za bankarski egzibicionizam, a samim tim i podlogu za nove probleme.

Klasičan primjer je poznati, ranije pomenuti, Glass-Steagall zakon (eng. GSA - Glass-Steagall Act of 1933)¹⁴, koji je nametnut u jeku Velike depresije u SAD, a u svrhu obuzdavanja neprimjerenih bankarskih aktivnosti. Vremenom, jasna linija razgraničenja iscrtana ovim aktom se mutila, brisala, sve glasnjija su bila mišljenja da je zakon pregrub, komercijalne banke su nalazile načina da djelimično zaobiđu ograničenja, da bi konačno 1999. godine donošenjem Gramm-Leach-Bliley zakona, ozloglašeni GSA bio poništen¹⁵. Ovo je intenziviralo razvoj ogromnih finansijskih konglomerata – tzv. univerzalnih banaka. Najnovija kriza stvara težnje ka ponovnom reaktiviranju GSA – predsjednik SAD Barack Obama 21. jula 2010. potpisuje novi paket zakona, najveći remont finansijske regulative još od 1930-tih, koji na 2.300 stranica definiše novu, sveobuhvatnu reformu i regulaciju Vol strita (eng. Wall Street). Namjera je postavljanje finansijskog sistema na sigurniji temelj, novom podjelom sistema poslovnog bankarstva, te najvećom zaštitom korisnika finansijskih usluga do sada. Ovim se nastoje spriječiti, ili bar ublažiti, buduće krize, te stati u kraj sa spašavanjem finansijskih institucija novcem poreskih obveznika.¹⁶

S obzirom na to da se finansijski sistem svake zemlje temelji na povjerenju, koje je veoma nestabilna kategorija, osjetljiva na razne privredne, političke, prirodne i druge uticaje, čak i senzacionalizma dnevne štampe, jasno je zašto sve zemlje posebnu pažnju obraćaju na regulaciju i kontrolu ovog izuzetno značajnog sektora. Kapital banke je centralni element svake regulacije, jer predstavlja svojevrsni "jastuk" koji treba da ublaži i amortizuje gubitke i negativne efekte, sprečavajući tako propast banke. Takođe, umanjuje i moralni hazard banke, pa je stoga i najvažniji predmet razmatranja Bazelskih sporazuma (Basle Accord I – 1988, and Basel Accord II - 2004¹⁷, 2006), koji predstavljaju skup sporazuma o superviziji banaka, utvrđenih od strane Bazelskog Komiteta (eng. Basel Committee). Preciznije, to su preporuke za način supervizije banaka i njihovog načina upravljanja rizicima.

5. TRENDOVI U REGULATIVI TOKOM I NAKON RECESIJE

Na sjednici Bazelskog komiteta za nadzor banaka (Basel Committee on Banking Supervision) održanog 12. septembra 2010. godine, predložena su nova pravila vezano za minimalni kapital finansijskih institucija, tzv. Bazel III. Njihovo usvajanje očekuje se na sljedećem zasjedanju grupe G-20 u novembru 2010. godine u Južnoj Koreji.¹⁸

Naime, prethodni sporazum (Bazel II) se između ostalog dosta zasnivao na ocjeni kreditnog boniteta potencijalnih dužnika. Međutim, pokazalo se da predložena metodologija rejtingovanja nije bila adekvatna, što je dovelo do toga da preduzeća s malim sopstvenim kapitalom često ostaju bez kredita, ili plaćaju previsoku kamatnu stopu. Pored toga, svjetska finansijska kriza donijela je i brojne nove zahtjeve.

Bazelski sporazum III oslanja se na iskustva iz prethodna dva sporazuma, te spoznaje iz aktuelne finansijske krize. Cilj je

¹¹ O'Grady S., Credit crunch leaves M&A activity at a 40-year low, Wednesday, 2 September 2009, <http://www.independent.co.uk/>, datum pristupa 30.9.2010.

¹² SNIPER Market Timing: Stock market crash - Black Monday - October 1987, <http://www.sniper.at/stock-market-crash-of-1987.htm>, datum pristupa 31.08.2010.

¹³ Beattie A., Market Crashes: The Dotcom Crash, Investopedia, <http://www.investopedia.com/features/crashes/crashes8.asp>, datum pristupa 30.08.2010.

¹⁴ Leuchtenburg William E., Franklin D. Roosevelt and the New Deal, 1932-1940. New York: Harper Torchbooks, 1963, str. 93.

¹⁵ Heakal R., What Was The Glass-Steagall Act?, 2010, <http://www.investopedia.com/articles/03/071603.asp>, datum pristupa, 30.08.2010.

¹⁶ Luce E., Politi J., Obama signs bill to overhaul Wall Street, Financial Times, Washington, July 21, 2010, <http://www.ft.com/cms/s/0/9765d2c8-94dd-11df-af3b-00144feab49a.html>, datum pristupa 5.10.2010.

¹⁷ <http://www.bis.org/publ/bcbs107.htm>

¹⁸ Milaković N., Bazel III – nade i sumnje, septembar 2010. godine

uspostavljanje ravnoteže između finansijskih sistema i potrebnog kreditnog nivoa, a osnovne izmjene su:

- povećanje minimalne stope osnovnog vlastitog kapitala, tj. "Vlastiti kapital 1" (common equity) sa ranijih 2% na 4,5%,
- povećanje minimalnih stopa proširenog vlastitog kapitala, tj. "Vlastiti kapital 2" (Tier 1 capital) sa dosadašnjih 4% na 6%,
- uvedena je nova kategorija kapitala – "antistresni kapital" (Conservation buffer) od 2,5%.

Novi Bazelski sporazum već je doživio veliki napad kritike. Najoštriji su, očekivano, bankarski krugovi, tvrdeći da su zahtjevi za povećanjem kapitala banaka preveliki i nerealni. Navode da će ovo dovesti do novog udara na privredu smanjenjem obima kreditiranja. S druge strane, brojni su kritičari koji smatraju da je novi sporazum previše razvukao prelazni period (do 2019. godine). Pored toga, problem je što se određena rješenja Bazelskih sporazuma nisu adekvatno primjenjivala, čak i u zemljama koje su učestvovala u njihovoj izradi.

S obzirom na značaj Velike Britanije i Londona kao jednog od najznačajnijih finansijskih centara u svijetu, osvrnućemo se na aktuelna dešavanja oko revizije i restrukturisanja regulative i supervizije bankarstva u ovoj zemlji.

Naime, ovdje je postojao takozvani trojni sistem regulacije, koji su činile tri institucije: Centralna Banka Engleske (Bank of England), Financial Services Authority (Finansijska regulatorna agencija) i Ministarstvo Finansija (HM Treasury). Međusobno su dijelili određene obaveze i odgovornosti za pojedine rizike; međutim, ovaj sistem je žestoko kritikovan, kao inertan da spriječi velike potrese u sistemu. Takođe, brojne su nejasnoće oko konkretnih funkcija, a naročito odgovornosti, što je dovelo do "prebacivanja odgovornosti" između ovih institucija. Iz tih razloga, doneseni su zvanični prijedlozi da se izvrši temeljna reorganizacija i jednom tijelu dodijeli potpuna moć donošenja odluka, a samim tim i puna odgovornost¹⁹.

U svakom slučaju, regulativa ide u smjeru većeg pritiska na banke da izvrše čišćenje svojih bilansa i izvrše neophodnu dokapitalizaciju. Predmet posebnog interesovanja revizije biće i velike rejting agencije, poput Standard & Poor's, Moody's itd. za koje se smatra da su se pokazale nedovoljno agilne u prepoznavanju nadolazećih problema u pojedinim kompanijama koje rangiraju. Takođe, pritisak je na vladama da formulišu strategije za što brži i efikasniji izlazak iz bankarskog sektora, u koji su značajno zašle velikim finansijskim injekcijama u problematične finansijske institucije, prilikom sprečavanja njihovog kolapsa.

ZAKLJUČAK

Podaci i dokazi iz prakse sugerišu na prilično ograničen potencijal za unapređenje performansi kroz ekonomiju obima i diverzifikaciju kod većine finansijskih institucija. U pogledu ukupne strukture troškova, x-efikasnost, odnosno unapređenje performansi kroz poboljšan menadžment banke i pristup upravljanju rizicima, se čini kao osnovni faktor koji stvara kvalitativnu razliku među bankama. Previše intenzivna diverzifikacija dovela je do velikih problema neke od najvećih finansijskih konglomerata – Citigroup. U tome su išli do te mjere da praktično nije postojao niti jedan finansijski instrument ili aktivnost koji nisu imali u ponudi. Ovo je dovelo do gubitka fokusa, tačnije banka je uslijed prevelike širine izgubila prednost u poljima i tržištima na kojima je nekad bila dominantna.

Za pozitivan primjer mogu se uzeti, recimo, britanski Barclays plc ili američki Goldman Sachs, koji su uprkos brojnim iskušenjima, ostali dosljedni aktivnostima u kojima su briljirali. Na ovaj način, te uz dobro upravljanje, uspjeli su uz dokapitalizaciju iz privatnog sektora, izbjeći potrebu da se spasavaju novcem iz državnog budžeta. Ovo je dovelo do jačanja povjerenja u ove institucije, koje su i u krizi relativno dobro poslovale u poređenju sa okolinom, a iz nje su izronili snažniji, sa većim kapacitetima za progres od svoje konkurencije.

Ipak, i pored svih navedenih problema, ne bi se smjelo srljati u promjene pravila po svaku cijenu. Nakon šokova uzrokovanih krizom, banke postaju samosvjesnije i daleko je manja šansa za nove avanturističke poduhvate u skorije vrijeme. Stoga, najvažnije je da se promjene odrade pravilno. Odluke o najvažnijim pitanjima trebalo bi da budu donesene nakon što se prašina slegne, tako da se rezultati ovih mjera mogu lakše mjeriti, ali i da reakcija tržišta bude jasnija.

Postoji opšteprihvaćeno mišljenje o razlozima iza posljednje finansijske krize (neuspjeh internog i eksternog upravljanja finansijskim institucijama, očigledne greške u pristupu rejting agencija, neefikasnost dosadašnjih zahtjeva za minimalnim nivoom kapitala i sl.), kao i neuspjehu i lošim postavkama same finansijske regulative. Takođe, postoji konsenzus o potrebi reforme kompletnog sistema, kako bi se vratilo poljuljano povjerenje, koje je ujedno i temelj finansijskog sektora.

Reakcije na trenutnu krizu su pozvale na čvršću i globalniju regulaciju finansijskih institucija. Ipak, ostaju sumnje da su prijašnja nastojanja za globalnom regulacijom (npr. Basel II), ako ne uzrokovala, onda bar pogoršala intenzitet same krize.

Van svake sumnje je da je bankarstvo industrija koja je doživjela veliki neuspjeh. Njegova osnovna funkcija je da što efikasnije vrši alokaciju kapitala između pravnih lica i stanovništva. Umjesto toga, banke su sebi dopustile da kratkoročni ciljevi nadjačaju dugoročne interese – krediti su neoprezno dijeljeni nepodobnim pravnim subjektima i stanovništvu. Umjesto da profitiraju na vještom upravljanju i transformaciji kratkoročnih izvora sredstava u kratkoročne i dugoročne kredite, uz minimiziranje rizika likvidnosti, one su svoju izloženost nesmotreno povećale daleko iznad prihvatljivog nivoa. Na kraju, smisao banaka je da ubrzaju i olakšaju protok kreditnih sredstava kroz privredu, a umjesto toga one su ga blokirale.

LITERATURA

1. Casu B., Girardone C., and Molyneux P., Introduction to Banking, Prentice Hall, FT, England: Pearson Education, 2006
2. Heffernan S., Modern Banking, John Wiley & Sons Ltd, London, 2005
3. Berger A., Leusner J., Mingo J., The Efficiency of Bank Branches, Journal of Monetary Economics 40 (1997) 141-162, Elsevier Science B.V., 1997
4. European Securitisation Forum (1999), European Securitisation: A Resource Guide, 1999, New York
5. The Turner Review: A regulatory response to the global banking crisis, Financial Services Authority, March 2009, United Kingdom

¹⁹ The Turner Review: A regulatory response to the global banking crisis, Financial Services Authority, March 2009, United Kingdom

6. Leuchtenburg William E., Franklin D. Roosevelt and the New Deal, 1932-1940. New York: Harper Torchbooks, 1963
7. Milaković N., Bazel III – nade i sumnje, septembar 2010. godine
8. FORM 10-K, Morgan Stanley Annual Report For the year ended December 31, 2009, United States S.E.C.
9. BankScope, Consolidated Financial Statements 2007 – Banco Santander, S.A.
10. BankScope, Consolidated Financial Statements 2007 – Barclays Bank plc.
11. Lehman Brothers: The Rise and Fall of Lehman Brothers. A History that Goes Beyond the Great Depression, <http://www.doctorhousingbubble.com/>
12. Sender H., Review of: The Rise and Fall of Bear Stearns, Financial Times, July 10, 2010, <http://www.ft.com/>
13. Moeller S., M&A feels the credit crunch, Mar 27, 2008, <http://www.moneyweek.com/>
14. O'Grady S., Credit crunch leaves M&A activity at a 40-year low, Wednesday, 2 September 2009, <http://www.independent.co.uk/>
15. SNIPER Market Timing: Stock market crash - Black Monday - October 1987, <http://www.sniper.at/stock-market-crash-of-1987.htm>
16. Beattie A., Market Crashes: The Dotcom Crash, Investopedia, <http://www.investopedia.com/features/crashes/crashes8.asp>
17. Heakal R., What Was The Glass-Steagall Act?, 2010, <http://www.investopedia.com/articles/03/071603.asp>
18. Luce E., Politi J., Obama signs bill to overhaul Wall Street, Financial Times, Washington, July 21, 2010, <http://www.ft.com/cms/s/0/9765d2c8-94dd-11df-af3b-00144feab49a.html>
19. <http://www.bis.org/publ/bcbs107.htm>

Summary

Throughout the history, entire financial sector, banking in particular, has been changing and adapting constantly, under the sway of rapid economic and technological development, internationalisation of business, growth of capital markets, as well as more and more sophisticated demand for specific and versatile financial instruments. Apart from that, regulation has had a strong influence on trends, evolution and form of financial industry, aiming to tame and supervise these systems, which have always been considered of special socio-economic importance on national, but now, even more on global level. Therefore, these trends in particular, as well as types of management and organisation within modern banking, along with review of recent recession and financial regulation, are the main subject of this paper. Basic characteristics and differences between commercial and investment banking will be discussed and disclosed, as well as obvious trend of domination of universal banking within modern financial systems.

Mira Potkonjak, dipl. pravnik*

Upravni odbor akcionarskog društva u Republici Srpskoj

Rezime

U ovom članku daje se kratak prikaz osnovnih modela upravljanja privrednim društvima, sa posebnim osvrtom na model upravljanja akcionarskim društvima koji je usvojen Zakonom o privrednim društvima, koji se u Republici Srpskoj primjenjuje od 01. januara ove godine. Navedenim zakonom usvojen je sistem jednodomnog upravljanja privrednim društvima za koji je karakteristično da je funkcija upravljanja privrednim društvom povjerena jednom ili više lica – direktoru ili upravnom odboru. Zakonsko uređenje upravnog odbora ogleda se u propisivanju obaveznih uslova u pogledu obaveznosti njegovog postojanja, sastava, nadležnosti, dužnosti i odgovornosti njegovih članova, ali daje i određenu slobodu društvima da svojim opštim aktima organizaciju prilagode svojim potrebama. U otvorenim akcionarskim društvima mora postojati upravni odbor, dok zatvorena akcionarska društva svojim osnivačkim aktom mogu odrediti da imaju direktora ili upravni odbor. Upravni odbor otvorenog akcionarskog društva u svom sastavu mora da ima većinu neizvršnih članova od kojih najmanje dva člana moraju da budu nezavisna. Na ovaj način društvu se daje mogućnost da ima profesionalan i nezavisni upravni odbor koji će raditi u najboljem interesu društva i njegovih akcionara. Funkcija upravnog odbora je dvojaka, preko izvršnih članova vodi poslovanje društva, a preko neizvršnih i nezavisnih članova vrši nadzor nad radom izvršnih direktora i administracije društva. U vršenju svoje funkcije članovi upravnog odbora imaju odgovarajuće dužnosti prema društvu i odgovorni su za štetu koju prouzrokuju društvu nezakonitim postupanjem u obavljanju svojih dužnosti.

1. UVOD

Osnovna prednost akcionarskog društva, kao oblika organizovanja privrednog poslovanja, je da je njegov osnovni kapital podijeljen na veći broj akcija manje nominalne vrijednosti, što omogućava širokom krugu lica da postanu njihovi vlasnici - akcionari društva. Akcionari društva čine skupštinu akcionarskog društva (organ vlasnika društva), čije su nadležnosti utvrđene zakonom. Kao najviši organ društva, skupština je nadređena upravnim i nadzornim organima društva, ona ih redovno postavlja i smjenjuje te na taj način ostvaruje i kontrolu nad njihovim radom. Djelokrug njenog djelovanja proističe iz njezinih statusnih i imovinskih ovlaštenja. Ona utvrđuje poslovnu politiku, donosi najvažnije odluke koje se tiču raspolaganja imovinom i dobiti društva, odlučuje o statusnim pitanjima i promjenama. Praksa pokazuje da, u uslovima postojanja velikog broja akcionara sa malim procentualnim učešćem u osnovnom kapitalu društva, akcionari nisu zainteresovani da odlučuju u donošenju odluka koje su u nadležnosti skupštine akcionara (učešće u radu i odlučivanju na sjednicama skupštine akcionara je pravo, a ne obaveza akcionara). Stoga se o skupštini akcionara u teoriji govori kao o pasivnom „suverenu“¹. Takva odvojenost vlasnika od upravljanja društvom daje mogućnost da stvarnu moć nad akcionarskim društvom imaju članovi organa društva (upravni i nadzorni odbora), bez značajnijeg uticaja i nadzora stvarnih vlasnika - akcionara društva. Kakvu opasnost ovo nosi pokazali su skandali poput Enrona i Worldcoma, kao i propast velikog broja finansijskih kompanija u posljednje vrijeme, što dovodi u pitanje opstanak teorije neoliberalnog kapitalizma, čija je

jedna od osnovnih pretpostavki upravo odvojenost upravljanja od vlasništva. Stoga je odabir modela upravljanja akcionarskim društvom koji će obezbijediti efikasno upravljanje u kojem će skupština akcionara, kao organ vlasnika imati aktivnu nadzornu funkciju, ideal kojem treba težiti. Međutim, teško je očekivati da će u toj mjeri ojačati svijest akcionara da je to u njihovom interesu, a što bi dovelo do njihovog masovnog učešća na sjednicama skupštine akcionara i korišćenja svih mehanizama zaštite koji im stoje na raspolaganju. Iz tih razloga, nameće se potreba za još nekim mehanizmima pojačanog nadzora preko nezavisnih članova upravnog odbora, nezavisnih revizora, kontrolnih organa i službi unutar društva (interna revizija i kontrola, redovno izvještavanje). Zakonom o privrednim društvima Republike Srpske čija je primjena počela od 01. januara ove godine, značajno je unaprijeđena regulativa u ovoj oblasti, ojačana je pozicija skupštine akcionara i zaštita prava manjinskih akcionara, te propisana fiducijarna odgovornost svih lica koja imaju dužnost prema društvu.

2. MODELI UPRAVLJANJA AKCIONARSKIM DRUŠTVIMA

U uporednopravnoj praksi poznati su različiti modeli upravljanja akcionarskim društvima. Najkarakterističniji su jednodomni ili jednoslojni (monistički) i dvodomni ili dvoslojni (dualistički) sistemi upravljanja. Jednodomni sistem je karakterističan za sistem anglosaksonskog prava (V. Britanija, SAD) i predstavlja

* Komisija za hartije od vrijednosti Republike Srpske

¹ Vasiljević Mirko: Poslovno pravo, Savremena administracija, Beograd, 1997, str. 124.

sistem u kojem je funkcija upravljanja u rukama jednog ili više lica – direktora ili članova upravnog odbora, koje bira skupština akcionara. Po ovom sistemu upravni odbor bira izvršne direktore koji mogu biti iz reda članova upravnog odbora, iz reda zaposlenih u društvu ili druga lica. Predsjednik upravnog odbora najčešće je i predsjednik odbora izvršnih direktora. U dvodomnom sistemu, koji je karakterističan za njemačko pravo, u akcionarskom društvu postoje dva odbora, upravni i nadzorni odbor. Članove nadzornog odbora bira i razrješava skupština akcionara, a nadzorni odbor bira i razrješava upravni odbor. Upravni odbor vrši funkciju upravljanja i poslovođenja, a nadzorni odbor, pored nezavisnog revizora, ima nadzornu funkciju. Ovaj sistem upravljanja prihvaćen je i u Federaciji Bosne i Hercegovine, a donedavno je postojao i u Republici Srpskoj. Uredbom o statutu evropske kompanije 2157/2001² koja omogućava osnivanje i djelovanje društava koja imaju evropsku dimenziju (Societas Europaea, skr. SE) ostavlja se mogućnost skupštini akcionara društva da statutom odredi da li će imati jednodomni ili dvodomni sistem upravljanja. Ovaj (mješoviti) sistem, koji akcionarskom društvu daje mogućnost izbora između jednodomnog i dvodomnog sistema, prihvatile su i usvojile neke evropske države (Francuska, Švajcarska, Slovenija, Makedonija i Hrvatska).

Kada se radi o Zakonu o privrednim društvima u Republici Srpskoj,³ zakonodavac se, za razliku od Zakona o preduzećima koji je prihvatao dvodomni sistem upravljanja, opredijelio za jednodomni sistem upravljanja (upravni odbor).

3. UPRAVNI ODBOR U UPOREDNOM PRAVU

U njemačkom pravu, za koje je karakteristično postojanje dva odbora (upravni i nadzorni odbor), upravljanje akcionarskim društvom uređeno je Zakonom o akcijama (njem. Aktiengesetz, AktG). Broj članova upravnog odbora zavisi od veličine društva, pa tako ovu funkciju može da vrši i jedno lice – direktor. Upravni odbor (uprava) vodi poslove društva, zastupa i upravlja društvom u granicama ovlašćenja utvrđenih statutom. Poslove iz svoje nadležnosti upravni odbor obavlja samostalno, na vlastitu odgovornost, bez uticaja drugih. Statutom se može propisati da pojedine poslove upravni odbor može zaključiti uz odobrenje nadzornog odbora. Vrlo često se poslovi iz nadležnosti upravnog odbora dijele između pojedinih članova po sektorima, ali i u takvim slučajevima upravni odbor je odgovoran za rad tih sektora. Nadzorni odbor sa članovima upravnog odbora zaključuje ugovor o postavljenju kojim se uređuju primanja člana uprave u skladu sa obimom ovlašćenja i položajem društva. U slučaju da uprava broji više članova, nije moguće odrediti da pojedini član (ili članovi), ima veću moć u odnosu na većinu, ali je moguće dati pravo veta. Članovi uprave mogu biti birani na najviše pet godina, a mogu biti opozvani samo ako za to postoji osnovan razlog, pri čemu se osnovanim razlogom smatra nepovjerenje koje upravi izglasa skupština. U svakom slučaju o opozivu odlučuje nadzorni odbor, a ne skupština, pa se može dogoditi da član upravnog odbora kojem je skupština akcionara izglasala nepovjerenje ne bude razriješen ako je nepovjerenje izglasano bez osnovanog razloga. Dakle, odlučujuću

nadzornu ulogu nad radom upravnog odbora ostvaruje nadzorni odbor. Nadzorni odbor nadzire vođenje poslova društva ne samo u pogledu zakonitosti rada već i pogledu cjelishodnosti privređivanja. Članovi upravnog odbora odgovorni su za zakonitost svoga rada i poštovanje obaveza iz ugovora o postavljenju. U vršenju svojih poslova obavezni su postupati s pažnjom poštenog i savjesnog privrednika na što ih obavezuje i zabrana konkurencije. Na članove upravnog odbora ne odnosi se načelo ograničene odgovornosti koje važi za ostale zaposlenike u skladu sa radnopravnim propisima. Njihovu odgovornost nije moguće umanjiti ugovorom. Članovi upravnog odbora imaju i imovinsku odgovornost, odgovorni su za štetu koju svojim lošim poslovanjem prouzrokuju društvu.

Kada se radi o upravnom odboru u anglosaksonskom sistemu upravljanja, potrebno je napomenuti da u zemljama u kojima je taj sistem u primjeni, SAD i Engleska, ipak postoje bitne razlike. Naime, upravni odbor (unitary board of directors) čine izvršni (executive) i neizvršni (non-executive) članovi, odnosno direktori. Izvršni direktori su zaposleni u društvu s punim radnim vremenom dok neizvršni nisu zaposleni u društvu. U Engleskoj, upravni odbor čine članovi upravnog odbora, odnosno direktori, koji mogu biti fizička ili pravna lica, s tim da najmanje jedan član upravnog odbora mora biti fizičko lice. Svako javno (otvoreno) društvo mora imati najmanje dva člana upravnog odbora, a najveći broj do kojeg se može kretati broj članova upravnog odbora nije zakonom ograničen, pa se to pitanje uređuje statutom. Statutom se može odrediti da upravni odbor ovlasti jednog ili više članova da vode poslove društva, odnosno da imenuje izvršne direktore društva. Pravo na vođenje poslova može se prenijeti i na lica koja nisu članovi upravnog odbora. U svakom slučaju bitni poslovi i donošenje strateških odluka za društvo ostaju u nadležnosti upravnog odbora. Izvršni direktori u upravnom odboru imaju dvojnju ulogu: s jedne strane oni su članovi upravnog odbora i nosioci prava i dužnosti po tom osnovu, a sa druge strane oni su u pravilu zaposleni u društvu, imaju sa društvom zaključen ugovor o vođenju poslova društva, na osnovu kojeg za svoj rad dobijaju odgovarajuću naknadu. Izvršni direktor može biti opozvan i prije isteka ugovora, u kom slučaju ima pravo da tužbom zahtijeva naknadu štete zbog kršenja ugovora. Neizvršni direktori nisu uključeni u svakodnevno vođenje poslova, ali u društvu imaju naročito značajnu funkciju. Tako, na primjer, Kodeks korporativnog upravljanja, za društva koja kotiraju na berzi, sadrži opis njihovih nadležnosti i naglašava da njihova funkcija nije samo nadzor nad vođenjem poslova već i doprinos u oblikovanju strategije društva. Svi direktori imaju jednaka ovlašćenja, neizvršni direktori mogu usvajati odluke u svakodnevnom vođenju poslova, to njihovo ovlašćenje nije ograničeno samo na davanje saglasnosti, kao što je to slučaj sa nadzornim odborom u dvodomnom sistemu upravljanja. U skladu sa ovakvim ovlašćenjima idu i dužnosti prema društvu, svi direktori društva i izvršni i neizvršni imaju jednake dužnosti prema društvu. Da bi se razlučilo vođenje poslova od nadzora, Kodeks za društva koja kotiraju na berzi uvodi dvije značajne preporuke. Prva preporuka je da se odvoji funkcija predsjednika upravnog odbora i glavnog izvršnog direktora, kako ove dvije funkcije ne bi bile u rukama jednog lica. Druga preporuka je da najmanje polovinu članova upravnog odbora čine nezavisni neizvršni direktori, pri čemu se

² Council Regulation (EC) No 2157/2001 of 8. October on the Statute for a European company, (SE)

³ „Službeni glasnik Republike Srpske“ broj 127/08

nezavisnost odnosi naročito na odsutnost „okolnosti i odnosa koje bi mogli uticati na direktorovo prosuđivanje“. Pored ove opšte odredbe, nabraja se još sedam dodatnih okolnosti koje ukazuju na direktorovu ovisnost: ugovor o zaposlenju u društvu ili u povezanom društvu u zadnjih pet godina; značajni poslovni odnosi u zadnje tri godine; dodatna nagrada pored direktorskog honorara; tijesna rodbinska povezanost; unakrsno članstvo u upravnim odborima, zastupanje značajnih akcionara ili članstvo u upravnom odboru duže od devet godina. Upravni odbor je obavezan da u godišnjem izvještaju pojasni razloge, ako misli da je izvršni direktor, uprkos postojanju neke od nabrojanih okolnosti, nezavisan.⁴ U SAD je veoma izražena moć glavnog izvršnog direktora, koji često vrši i funkciju predsjednika društva, što mu omogućuje da vlada društvom, jer je uticaj neizvršnih direktora minimalan i u osnovi se svodi na odobravanje odluka glavnog direktora. U posljednje vrijeme je ovakvo ponašanje neizvršnih direktora izloženo posebnoj kritici javnosti pa se često može čuti kako je njihova uloga prihvaćanje prijedloga glavnog direktora za određivanje velikih plata i svakovrsnih bonusa za glavnog direktora i ostale izvršne direktore.

4. UPRAVNI ODBOR PO ZAKONU O PRIVREDNIM DRUŠTVIMA REPUBLIKE SRPSKE

Donošenjem Zakona o privrednim društvima u Republici Srpskoj (u daljem tekstu: Zakon) napušten je dvodolni sistem i uveden jednodolni sistem upravljanja privrednim društvima po ugledu na anglosaksonsko pravo. Otvoreno akcionarsko društvo (čijim se akcijama trguje na berzi i drugom uređenom tržištu), ima upravni odbor, a zatvoreno akcionarsko društvo i društvo sa ograničenom odgovornošću mogu da imaju direktora ili upravni odbor. Upravni odbor akcionarskog društva uređen je odredbama čl. 299. do 319. Zakona.

4.1. Broj članova i izbor upravnog odbora

Zakonom se određuje da se broj članova upravnog odbora određuje osnivačkim aktom, s tim da broj članova upravnog odbora otvorenog akcionarskog društva ne može biti manji od tri ni veći od 15 članova. Kandidate za članove upravnog odbora predlažu postojeći upravni odbor, akcionari ili posebna komisija upravnog odbora (komisija za imenovanje), a bira ih skupština akcionara. Posebnu novinu u Zakonu predstavlja mogućnost kumulativnog glasanja za izbor članova upravnog odbora. Naime, u članu 300. Zakona propisano je da se u otvorenom akcionarskom društvu članovi upravnog odbora biraju kumulativnim glasanjem, ako osnivačkim aktom ili statutom društva nije drukčije uređeno. Osnivačkim aktom ili statutom zatvorenog akcionarskog društva koje ima upravni odbor, može se urediti da se taj organ bira kumulativnim glasanjem. Kumulativno glasanje, sprovodi se tako što svaki akcionar za izbor upravnog odbora ima onoliko glasova koliko se dobije kada se broj glasova koje akcionar posjeduje pomnoži sa brojem članova upravnog odbora koji se biraju. Akcionar ima mogućnost da svoje glasove rasporedi

kandidatima po vlastitom nahođenju ili da sve svoje glasove da jednom kandidatu. U slučaju organizovanog djelovanja, manjinski akcionari na ovaj način mogu obezbijediti svog predstavnika u upravnom odboru.

4.2. Mandat članova upravnog odbora

Članovi upravnog odbora biraju se na mandatni period koji traje najviše pet godina, uz mogućnost da budu ponovo birani. Upraznjeno mjesto člana upravnog odbora u toku mandata popunjava se kooptacijom na narednoj sjednici odbora, ako osnivačkim aktom ili statutom društva nije drukčije određeno. Mandat kooptiranog člana traje do isteka perioda na koji je upravni odbor biran. Mandat članova upravnog odbora može da prestane i prije isteka, na svakoj godišnjoj sjednici skupštine, ako godišnji izvještaj o poslovanju društva ne bude usvojen. U slučaju da se broj članova upravnog odbora smanji ispod polovine broja utvrđenog osnivačkim aktom ili statutom, te ako se u određenom roku ne popuni upražnjeno mjesto člana upravnog odbora, ostali članovi upravnog odbora obavezni su da sazovu sjednicu skupštine akcionara radi popunjavanja upražnjenih mjesta. Član upravnog odbora akcionarskog društva može biti razriješen odlukom skupštine akcionara, sa navođenjem razloga ili bez njega, ako je to u najboljem interesu društva.

4.3. Struktura upravnog odbora otvorenog akcionarskog društva

Upravni odbor otvorenog akcionarskog društva mora imati većinu neizvršnih članova, od kojih najmanje dva nezavisna. Neizvršni član upravnog odbora je onaj član koji nije član izvršnog odbora. Neizvršni članovi, za razliku od izvršnih, ne vode poslovanje društva već ga nadziru. Od njih se u praksi očekuje da redovno prate poslovanje društva, i da na vrijeme uoče kada sa društvom nešto nije u redu. Da bi u vršenju ove funkcije bili efikasni, pored stručnih znanja i sposobnosti potrebno je da neizvršni članovi upravnog odbora ostanu i nezavisni. Nezavisni član upravnog odbora je ono lice koje samo ili sa članovima porodice, u dvije prethodne godine:

- nije bilo zaposleno u društvu,
- nije isplatilo društvu niti primilo od društva isplate veće od 20.000 KM,
- nije vlasnik više od 10% akcija ili udjela, direktno ili indirektno, u licu koje je isplatilo ili primilo od društva iznos veći od 20.000 KM,
- ne posjeduje direktno ili indirektno (uključujući i druga sa njim povezana lica u smislu ovog zakona) akcije društva koje predstavljaju više od 10% osnovnog kapitala društva,
- nije bilo direktor društva ili član upravnog odbora, osim ako nije bilo kao nezavisan član i
- nije bilo nezavisni revizor društva.

Izvršni članovi upravnog odbora su oni članovi koji vrše funkciju izvršnih direktora. Izvršni direktori vode poslove društva i u pravilu su zaposleni u društvu s punim radnim vremenom.

⁴ Barbara Rojgelj, Pravo gospodarskih družb v EU, GV Založba, Ljubljana, 2007, str. 137. i 138.

4.4. Predsjednik upravnog odbora

Upravni odbor iz reda svojih članova bira predsjednika upravnog odbora. Predsjednik upravnog odbora može da bude razriješen u bilo koje vrijeme. U nadležnosti predsjednika upravnog odbora je sazivanje i predsjedanje sjednicama upravnog odbora, a odgovoran je za vođenje i čuvanje zapisnika sa sjednica. U odsutnosti predsjednika, sjednicama predsjedava drugi član upravnog odbora koga članovi izaberu na sjednici većinom prisutnih članova. Prema odredbi člana 303. stav 3. Zakona, osnivačkim aktom ili statutom društva može se urediti da predsjednik upravnog odbora ima prava i obaveze predsjednika društva. Takođe, predsjednik upravnog odbora je generalni direktor društva ako osnivačkim aktom ili statutom nije drukčije određeno. Polazeći od toga da je generalni direktor istovremeno predsjednik izvršnog odbora (član 314. stav 2. Zakona), Zakon daje mogućnost da jedno lice vrši više funkcija: predsjednika upravnog i izvršnog odbora, odnosno predsjednika društva, što nosi opasnost od prevelike dominacije „glavnog“ direktora koja mu daje mogućnost da „vlada“ društvom.

4.5. Nadležnost upravnog odbora

Za razliku od dvodomnog sistema upravljanja u kojem upravni odbor vodi poslove društva na vlastitu odgovornost, kao poslovodni i zastupnički organ društva, a nadzorni odbor nadzire vođenje poslova društva, u jednodomnom sistemu upravni odbor, kao osnovni i jedini organ društva u svojoj nadležnosti ima obje ove funkcije: i funkciju poslovođenja i funkciju nadzora. Prema odredbi člana 304. Zakona upravni odbor nadležan je naročito za odlučivanje o pitanjima koja se odnose na:

- a) upravljanje razvojem i strategijom društva i nadziranje izvršnih direktora i administracije društva,
- b) utvrđivanje ili odobranje poslovnog plana društva,
- c) sazivanje sjednice i utvrđivanje prijedloga dnevnog reda skupštine akcionara,
- d) davanje i opozivanje prokure.
- e) utvrđivanje prijedloga odluka skupštine akcionara i kontrola njihovog sprovođenja,
- f) izdavanje akcija u okviru limita utvrđenog osnivačkim aktom (ovlašćeni kapital),
- g) izdavanje zamjenjivih obveznica, varanata i drugih hartija od vrijednosti u okviru limita utvrđenog osnivačkim aktom,
- h) izbor i razrješenje izvršnih direktora i odobravanje uslova ugovora koji sa njima zaključuje društvo i utvrđivanje njihove naknade,
- i) utvrđivanje iznosa i dana dividende, dana plaćanja i postupka plaćanja dividende, kad mu osnivački akt da takvo ovlašćenje i
- j) donošenje odluka o drugim pitanjima u skladu sa Zakonom, osnivačkim aktom i statutom.

Funkcija vođenja poslova društva sadržana je u ovlašćenju upravnog odbora da utvrdi poslovnu politiku društva i da preuzima svaku aktivnost koja vodi ka ostvarenju cilja zbog kojeg je društvo osnovano. U nadležnosti upravnog odbora je sazivanje sjednice skupštine akcionara, kako redovne, tako i vanredne, što mu daje mogućnost da sazove skupštinu uvijek kada je to u interesu društva. Zakon u članu 271. propisuje obavezu sazivanja sjednice skupštine akcionara, bez odgađanja, ako se prilikom izrade finansijskog izvještaja ili u drugim

slučajevima utvrdi da akcionarsko društvo posluje sa gubitkom koji ne prelazi 50% osnovnog kapitala, kako bi skupština donijela odluke o preduzimanju odgovarajućih mjera s ciljem zaštite interesa povjerilaca i akcionara društva. Nadzornu funkciju nad vođenjem poslova društva upravni odbor vrši preko svojih neizvršnih članova. Oni nadziru izvršne direktore i administraciju društva. Prema odredbi člana 305. Zakona upravni odbor snosi odgovornost za vođenje poslovnih knjiga i unutrašnji nadzor poslovanja društva. Pitanja iz djelokruga upravnog odbora akcionarskog društva mogu se prenijeti u djelokrug skupštine akcionara samo odlukom upravnog odbora, ako osnivačkim aktom ili statutom društva nije drukčije određeno.

4.6. Način rada upravnog odbora

Upravni odbor radi u sjednicama. U skladu sa odredbom člana 306. Zakona, upravni odbor obavezan je da održi najmanje četiri redovne sjednice godišnje, od kojih se jedna sjednica mora održati najkasnije 60 dana prije održavanje godišnje sjednice skupštine akcionara. Pored redovnih, upravni odbor može održavati i vanredne sjednice koje saziva predsjednik upravnog odbora po sopstvenoj inicijativi ili kada to od njega zahtijeva najmanje trećina članova upravnog odbora. Ako predsjednik ne sazove sjednicu na pismeni zahtjev trećine članova upravnog odbora, sjednicu mogu sazvati i ti članovi. Ako se radi o vanrednoj sjednici, pisani poziv za sjednicu upravnog odbora mora se dostaviti svim članovima najkasnije deset dana prije njenog održavanja, osim ako se ne radi o hitnim slučajevima, kada taj rok može biti i kraći.

Upravni odbor može valjano odlučivati ako sjednici prisustvuje većina od ukupnog broja članova upravnog odbora, osim ako osnivačkim aktom ili statutom nije propisan veći broj. Odluke se donose većinom glasova prisutnih članova, ako osnivačkim aktom ili statutom nije određeno da se za odluku mora izjasniti veći broj članova. Ako su pri donošenju odluke članovi upravnog odbora jednako podijeljeni, tada je odlučujući glas predsjednika upravnog odbora, ako osnivačkim aktom ili statutom nije drukčije određeno. Član upravnog odbora mora se isključiti iz glasanja, kada se odlučuje o pitanjima u kojim se za njega i/ili sa njim povezana lica daju određene pogodnosti ili ih se oslobađa od obaveza i odgovornosti prema društvu. Članovi upravnog odbora čije je pravo glasa isključeno ne uzimaju se u obzir ni prilikom utvrđivanja kvoruma za odlučivanje u konkretnom slučaju.

Odluke upravnog odbora stupaju na snagu danom donošenja. Donesene odluke upisuju se u knjigu odluka bez odlaganja. Na sjednicama upravnog odbora vodi se zapisnik u koji se upisuje mjesto i datum održavanja, podaci o prisutnim i odsutnim članovima, dnevni red sjednice, pitanja koja su bila predmet glasanja, sažet prikaz rasprave o pitanjima iz dnevnog reda i podaci o tome kako je pojedini član upravnog odbora glasao i odluke koje su donesene. Zapisnik se sačinjava najkasnije deset dana nakon sjednice i podnosi upravnom odboru na usvajanje na prvoj narednoj sjednici.

Način rada upravnog odbora može se urediti osnivačkim aktom ili statutom, ako to nije urađeno i poslovníkom koji donosi upravni odbor.

4.7. Komisije upravnog odbora

Novina koju uvodi Zakon o privrednim društvima je propisivanje obaveze otvorenom akcionarskom društvu da upravni odbor ima

najmanje dvije komisije, koje imaju najmanje tri člana. To su komisija za imenovanja, koja predlaže lica za članove upravnog odbora ili članove izvršnog odbora i komisija za naknade, koja predlaže politiku društva u vezi sa naknadama upravnom odboru i izvršnom odboru i internim revizorima, daje preporuke u vezi sa politikom naknada i iznosom za svakog člana odbora u upravnom odboru, uzimajući u obzir ukupne naknade, plate, nagrade, troškove i zarade zaposlenima i standarde naknada propisane zakonom. Ove komisije obrazuju se radi uvida, istraživanja, davanja preporuka ili preduzimanja drugih radnji o pitanjima koja su u djelokrugu upravnog odbora.

4.8. Kodeks ponašanja

Zakon uvodi obavezu upravnog odbora otvorenog akcionarskog društva koje kotira na službenom berzanskom tržištu da donese kodeks ponašanja ili da prihvati standarde korporativnog upravljanja koje donosi Komisija za hartije od vrijednosti Republike Srpske.⁵ Ovim kodeksom treba da se utvrde standardi stručnosti i nezavisnosti direktora, odnosno članova upravnog odbora, moralni standardi u njihovom ponašanju, njihova odgovornost, obaveza prisustvovanja sjednicama upravnog odbora, pažnja u proučavanju materijala i pravila za objavljivanje i uvid u moguće sukobe interesa sa društvom, politika naknada direktorima i članovima upravnog odbora, planiranje zamjene za članove upravnog odbora i članove izvršnog odbora, kao i druga pitanja koja upravni odbor smatra značajnim. Na svakoj godišnjoj sjednici skupštine akcionara društva upravni odbor u godišnjem izvještaju o poslovanju daje izjavu o usklađenosti organizacije i poslovanja sa kodeksom ponašanja i objašnjava svaku neusklađenost društva sa kodeksom ako je do nje došlo. Ova izjava daje se u posebnom dijelu godišnjeg izvještaja o poslovanju društva i javno se objavljuje u skladu sa propisima kojim se uređuje tržište hartija od vrijednosti. Na ovaj način se želi obezbijediti da otvorena akcionarska društva primjenjuju najbolje prakse korporativnog upravljanja i da se poslovanje privrednih subjekata uskladi ne samo sa zakonom već i sa osnovnim moralnim principima i standardima. Ova izjava sadrži najmanje:

- a) podatke o kodeksu koji je društvo obavezno da primjenjuje, odnosno standardima korporativnog upravljanja koje društvo dobrovoljno primjenjuje,
- b) da li društvo odstupa od kodeksa ponašanja koji je obavezno da primjenjuje, uz navođenje razloga tog odstupanja,
- c) opis osnovnih obilježja sprovođenja unutrašnjeg nadzora u društvu i upravljanja rizicima u odnosu na finansijsko izvještavanje,
- d) podatke o povezanim licima i
- e) podatke o direktorima, članovima upravnog odbora i članovima komisija upravnog odbora.

4.9. Obaveza izvještavanja skupštine akcionara

Upravni odbor akcionarskog društva obavezan je da o svim bitnim pitanjima za poslovanje društva redovno, potpuno i istinito, u pisanom obliku, izvještava skupštinu akcionara društva. Upravni odbor izvještava skupštinu akcionara: o namjeravanoj poslovnoj politici i o drugim načelnim pitanjima koja se odnose na vođenje

poslova najmanje jednom godišnje; o ekonomičnosti, rentabilnosti i solventnosti na godišnjoj sjednici skupštine; a o poslovanju društva i njegovom finansijskom stanju šestomesečno. Takođe, upravni odbor obavezan je da blagovremeno obavještava skupštinu akcionara o svim značajnijim poslovnim događajima, odnosno poslovima koji bi mogli biti od velikog značaja za rentabilnost poslovanja i za solventnost društva, da bi skupština prema njima mogla da zauzme stav. Na zahtjev skupštine akcionara, upravni odbor obavezan je da dostavlja izvještaje i o drugim pitanjima koja su od značaja za društvo.

4.10. Primanja članova upravnog odbora

Osnovna načela za primanja članova upravnog odbora su da nezavisni članovi ne mogu biti u radnom odnosu u društvu, neizvršni članovi mogu biti u radnom odnosu u društvu, a članovi izvršnog odbora moraju biti u radnom odnosu u društvu. Članovi upravnog odbora koji nisu u radnom odnosu u društvu, svoje dužnosti izvršavaju na osnovu ugovora sa društvom kojim se utvrđuje i visina naknade za njihov rad, kao i druga pitanja koja se odnose na međusobna prava i obaveze člana i društva. Na ovaj ugovor prethodnu saglasnost daje skupština akcionara. Ugovor o međusobnim pravima i obavezama (što uključuje i primanja) članova izvršnog odbora i društva, odobrava skupština. Otvorena akcionarska društva obavezna su da iznos naknade koji se plaća svakom članu upravnog i izvršnog odbora javno objavljuju u skladu sa zakonom.

4.11. Fiducijarne dužnosti članova upravnog odbora

Utvrđivanje dužnosti za lica koja se nalaze u posebnim odnosima sa društvom, proizvela je anglosaksonska sudska praksa. Kodifikacijom brojnih dužnosti, zakonodavstvo je značajno preuzelo rješenja dosadašnje sudske prakse. Budući da kroz novi zakon provejava značajan pozitivan uticaj anglosaksonskog prava, Zakon sadrži i odredbe kojim se određuju lica koja imaju određene dužnosti prema društvu. Članovi upravnog odbora imaju određena ovlašćenja u upravljanju društvom utvrđena zakonom i osnivačkim aktom društva. Ova ovlašćenja podrazumijevaju i odgovarajuće fiducijarne dužnosti i odgovornosti članova upravnog odbora za izvršavanje svojih obaveza. Od članova upravnog odbora zahtijeva se da u svojstvu člana upravnog odbora svoje poslove obavljaju savjesno, sa pažnjom dobrog privrednika i da u razumnom uvjerenju djeluju u najboljem interesu društva. Dužni su, takođe, da svoju procjenu zasnivaju na informacijama i mišljenjima stručnjaka za određenu oblast za koje vjeruju da su u tom pogledu savjesni i kompetentni. Jedna od osnovnih dužnosti koju član upravnog odbora ima prema društvu je dužnost lojalnosti, koja podrazumijeva obavezu člana da pri donošenju odluka postupa isključivo u interesu društva, a ne u sopstvenom interesu. Dužnost lojalnosti za članove upravnog odbora sastoji se u sljedećem:

- a) da ne koriste imovinu društva u ličnom interesu,
- b) da ne koriste povlašćene informacije u društvu za lično bogaćenje,
- c) da ne zloupotrebljavaju pozicije u društvu za lično bogaćenje,
- d) da ne koriste poslovne mogućnosti društva za svoje lične potrebe.

⁵ Komisija za hartije od vrijednosti Republike Srpske usvojila je Standarde korporativnog upravljanja koji su objavljeni u „Službenom glasniku Republike Srpske“ broj: 3/06. Zakon o preduzećima dao je ovlašćenje Komisiji za hartije od vrijednosti da donese standarde upravljanja akcionarskim društvima, ali nije propisao njihov sadržaj.

Član upravnog odbora ne smije povrijediti pravilo o sukobu interesa. odnosno ne smije lični interes staviti iznad interesa društva. Lični interes u smislu Zakona postoji kada je član upravnog odbora ili član njegove porodice:

- a) ugovorna strana u pravnom poslu sa društvom,
- b) u finansijskom odnosu sa licem iz pravnog posla ili radnje, koje zaključuje ugovor sa društvom ili koje ima finansijski interes u tom poslu ili radnji, po osnovu kojih se razumno može očekivati da utiču na njegovo postupanje suprotno interesu društva i
- c) pod kontrolnim uticajem strane iz pravnog posla ili radnje ili lica koje ima finansijski interes u pravnom poslu ili radnji, tako da se osnovano može očekivati da utiču na njegovo postupanje suprotno interesu društva.

Kršenje pravila sukoba interesa neće postojati ako je pravni posao koji je zaključio član upravnog odbora odobren u dobroj vjeri većinom glasova svih članova upravnog odbora koji nemaju interesa u tom poslu, a u slučaju da takva većina ne postoji, većinom glasova akcionara koji nemaju lični interes. O svakom odobrenom pravnom poslu u kome postoji sukob interesa, obavještava se skupština akcionara na prvoj narednoj sjednici. Pravni posao u kome postoji sukob interesa, a nije odobren na propisani način, ništav je. Član upravnog odbora ne može direktno ili indirektno (preko povezanih lica) biti angažovan u drugom društvu konkurentske djelatnosti, osim ako je za to dobio odobrenje, kao u slučaju odobrenja pravnog posla iz sukoba interesa. Ovo angažovanje podrazumijeva: zaposlenje, svojstvo preduzetnika, svojstvo ortaka ili komplementara, svojstvo kontrolnog člana ili akcionara, svojstvo člana upravnog odbora, člana izvršnog odbora, odbora za reviziju, internog revizora, zastupnika društva, likvidacionog upravnika i lica koja imaju ovlaštenja da upravljaju poslovima društva. U slučaju povrede pravila sukoba interesa i kršenja zabrane konkurencije, društvo ima pravo od člana upravnog odbora zahtijevati naknadu štete, te pravo da se:

- a) poslovi koje je član upravnog odbora izvršio za svoj račun priznaju kao poslovi izvršeni za račun društva,
- b) društvu preda svaki novčani iznos koji je ostvaren od poslova koji su obavljani za račun tog člana i
- c) sva potraživanja koja proizlaze iz posla izvršenog za račun tog člana, ustupe društvu.

Ova prava može ostvariti društvo i akcionar koji ima ili zastupa najmanje 5% osnovnog kapitala društva u roku od 60 dana od dana saznanja za učinjenu povredu, odnosno u roku od tri godine od dana kada je povreda učinjena.

Član upravnog odbora ima dužnost čuvanja poslovne tajne. Pod poslovnom tajnom smatra se svaka informacija o poslovanju društva određena osnivačkim aktom ili statutom društva, za koju je očigledno da bi prouzrokovala znatnu štetu društvu ako dođe u posjed trećeg lica. Poslovnom tajnom ne mogu biti proglašene informacije čije objavljivanje je zakonska obaveza, kao i informacija za koju postoji osnovana sumnja na postojanje korupcije. Član upravnog odbora koji povrijedi dužnost čuvanja poslovne tajne odgovoran je za štetu društvu.

4.12. Odgovornost članova upravnog odbora

Članovi upravnog odbora odgovorni su za obavljanje poslova iz svoje nadležnosti. Njihova odgovornost je statusna i imovinska.

Statusna odgovornost vezana je za njihov status u društvu (člana upravnog odbora), što znači da ova odgovornost može imati za posljedicu gubitak tog statusa (opoziv, razrješenje). Član upravnog društva može da podnese pismenu ostavku u svako doba. Ostavka ima pravno dejstvo od dana podnošenja (osim ako u njoj nije naveden neki drugi datum), davanjem ostavke prestaje članstvo u upravnom odboru. Nije potrebna posebna odluka organa društva kojom bi se prestanak članstva potvrdio. Ostavka se može opozvati samo uz saglasnost upravnog odbora. Članovi upravnog odbora u skladu sa Zakonom o privrednim društvima, mogu biti razriješeni sa navođenjem razloga ili bez njega, ako se smatra da je to u najboljem interesu društva. Razrješenje člana upravnog odbora ima pravno dejstvo ako ga odobri najmanje većina glasova akcionara sa pravom glasa za izbor članova upravnog odbora na sjednici skupštine akcionara, s tim da:

- a) član upravnog odbora ne može biti razriješen na sjednici skupštine akcionara ako u obavještenju za skupštinu nije navedeno da je svrha sjednice, pored ostalog i glasanje o razrješenju člana upravnog odbora na sjednici skupštine,
- b) kada akcionarsko društvo ima kumulativno glasanje za izbor člana upravnog odbora, a ne razrješavaju se svi članovi upravnog odbora, član upravnog odbora može biti razriješen ako bi glasovi za njegovo razrješenje bili dovoljni za njegov izbor u slučaju kumulativnog glasanja za izbor svih članova upravnog odbora. Razrješenje člana upravnog odbora akcionarskog društva ne može povrijediti prava koja nisu u vezi sa svojstvom člana upravnog odbora, a koja član upravnog odbora može imati na osnovu ugovora sa akcionarskim društvom.

Imovinska odgovornost članova upravnog odbora, podrazumijeva odgovornost za štetu koju su povredom svojih dužnosti prouzrokovali društvu. Zakon ovu odgovornost članova upravnog odbora predviđa naročito ako su povredom zakona:

- 1) vratili ulog akcionaru,
- 2) platili dividende akcionaru,
- 3) prouzrokovali da društvo upisuje, daje u zalog, stiče i poništava akcije,
- 4) odobrili zajam ili kredit,
- 5) izvršili plaćanje u vrijeme likvidacije društva,
- 6) prouzrokovali da društvo poslije odluke o prestanku vodi poslove, osim poslova koji su nužni za likvidaciju ili stečaj društva,
- 7) povrijedili dužnosti prema društvu (dužnost savjesnosti i poštenja, lojalnosti, zabrane sukoba interesa, zabrane konkurencije i dužnosti čuvanja poslovne tajne).

Povredom ovih dužnosti stiče se osnov za razrješenje članova upravnog odbora akcionarskog društva. Imovinska odgovornost članova upravnog odbora bila je na sličan način propisana i Zakonom o preduzećima⁶, s tim da je sada proširena i na slučajeve povrede dužnosti prema društvu. Dosadašnja praksa pokazuje da se kod nas ovaj vid zaštite društva od nezakonitog postupanja članova organa upravljanja nije koristio. Odredbe o imovinskoj odgovornosti imaju u biti preventivni karakter i treba ih shvatiti kao zakonsku prijetnju namijenjenu odvratanju članova upravnog (i izvršnog) odbora, kao lica koja imaju dužnosti prema društvu, od činjenja bilo koje radnje koja bi za posljedicu proizvela štetu društvu.

⁶ „Službeni glasnik Republike Srpske“ br. 24/98, 62/02, 66/02,38/03,97/04 i 34/06, prestao da važi početkom primjene Zakona o privrednim društvima od 01. januara 2010

ZAKLJUČAK

Novim Zakonom o privrednim društvima donesene su značajne novine u oblasti kompanijskog prava u Republici Srpskoj. Jedna od značajnijih novina je i uvođenje jednodomnog sistema upravljanja u odnosu na dosadašnji dvodomni sistem. Ovakvo rješenje slično je ostalim evropskim zakonodavstvima i čini se kvalitetnijim u odnosu na raniji sistem. Postojeća akcionarska društva obavezna su da u roku od dvije godine od dana primjene ovog zakona usklade svoje opšte akte, organe i poslovanje sa odredbama ovog zakona. Umjesto dosadašnjih organa (upravnog i nadzornog odbora), otvorena akcionarska društva obavezna su da imaju upravni odbor. Otvorena akcionarska društva čije su akcije uvrštene na službeno berzansko tržište moraju u upravnom odboru imati većinu neizvršnih članova, od kojih najmanje dva moraju biti nezavisni. Izbor upravnog odbora kumulativnim glasanjem se pretpostavlja, ako osnivačkim aktom i statutom otvorenog akcionarskog društva nije drukčije određeno. Članovi upravnog odbora biraju se na mandatni period od najviše pet godina, uz mogućnost ponovnog izbora, s tim da mandat može prestati na svakoj godišnjoj sjednici skupštine, ako ne bude usvojen godišnji izvještaj o poslovanju. Član upravnog odbora akcionarskog društva može biti razriješen odlukom skupštine

Summary

This article gives a brief overview of basic models of management of a company, with special emphasis on corporate governance model, adopted by the Corporate Law which is in force in Republic of Srpska from January 1st this year. With this Law unicameral system of company's management has been adopted, for which is characteristic that the function of governance of a company is entrusted to one or more persons- Director or a Board. Legal regulation of the Board is reflected in prescribing mandatory conditions in respect of obligation of its existence, composition, powers, duties and responsibilities of its members, but it gives a certain freedom to companies to adjust their needs to organization with its general laws. In an open joint stock company must exist a board of directors, while a closed joint stock company with its founding act must define whether they have a Director or a Board. Board of directors in open joint stock company in its composition must have a majority of non-executive members of which at least two members must be independent. In this way company is given the opportunity to have a professional and independent board of directors who will work in the best interest of a company and its shareholders. The Board has two functions, to conduct the business through executive members, and through non-executive and independent members to supervise the work of executive officers and administration of a company. In performing its functions, the board members have the appropriate duties to the company and they are responsible for the damage they cause to the company by unlawful conduct in performing their duties.

akcionara, sa navođenjem razloga ili bez njega, ako akcionari smatraju da je to u najboljem interesu društva. Članovi upravnog odbora dužni su da rade u interesu društva, da budu savjesni i lojalni prema društvu i da lične interese ne stavljaju ispred interesa društva.

LITERATURA

1. Vasiljević Mirko, Poslovno pravo, Savremena administracija, Beograd, 1997.
2. Vasiljević Mirko, Vodič za čitanje Zakona o privrednim društvima, Udruženje pravnika u privredi Srbije i Crne Gore, Beograd, 2004.
3. Barbara Rojgelj, Pravo gospodarskih družb v EU, GV Založba, Ljubljana, 2007.
4. Vera Trstenjak, Evropsko pravo gospodarskih družb, GV Založba, Ljubljana, 2004.
5. J. Barbić, V. Gorenc, Z. Parać, S. Petrović, B. Porobija, B. Vukmir, Zakon o trgovačkim društvima II dio, Vodič za čitanje zakona, „Organizator“ Zagreb, Zagreb, 1995.

