

Број: 13

Издавач
 УНИВЕРЗИТЕТ
 У ИСТОЧНОМ САРАЈЕВУ
 ФАКУЛТЕТ ПОСЛОВНЕ ЕКОНОМИЈЕ
 БИЈЕЉИНА

ЗА ИЗДАВАЧА, ДЕКАН
 ПРОФ. ДР СРЂАН ДАМЈАНОВИЋ

ГЛАВНИ И ОДГОВОРНИ УРЕДНИК
 ПРОФ. ДР БОЖИДАР СТАВРИЋ

УРЕДНИК
 МР ПРЕДРАГ КАТАНИЋ

ЛЕКТОР
 МР НИНА ЋЕКЛИЋ

ТЕХНИЧКИ УРЕДНИК
 МР ИВАН МИРОВИЋ

ГРАФИЧКИ УРЕДНИК
 ВАЊА ЂУРИЋ

РЕДАКЦИЈА:

А. Научна: Вуњак др Ненад, Дамјановић др Срђан, Живковић др Бошко, Јовичић др Миладин, Јосиповић др Сандра, Костић-Станковић др Милица, Кочовић др Јелена, Крсмановић др Бранко, Мاستило др Зоран, Микеревић др Драган, Милојевић др Алекса, Мировић др Драгутин, Митрашевић др Мирела, Панић др Пајо, Пауновић др Благоје, Поповић др Витомир, Радовић др Рајко, Савановић др Горан, Старчевић др Витомир, Ставрић др Божидар, Стевић др Стеван, Трифуновић др Љубомир.
 (Научни текстови се рецензирају)

Б. Стручна: Катанић мр Предраг, Лалић мр Срђан, Петровић мр Весна, Дракул Борислав – Мастер, Радојчић Биљана – Мастер, Данка Матић – Мастер, Дамјановић мр Јелена, Елчић мр Сузана, Гавриловић мр Звездана, Станивук Биљана, Бошковић Наташа, Стевановић Сузана

Штампарија: Графика ГОЛЕ

АДРЕСА РЕДАКЦИЈЕ
 ФАКУЛТЕТ ПОСЛОВНЕ ЕКОНОМИЈЕ
 БИЈЕЉИНА, Семберских ратара 66
 Е-mail: ekonomist@fpe.unssa.rs

Цијена по издању:
 За правна лица 100 КМ (11 ком.)
 За физичка лица: 10 КМ (1 ком.)

ТИРАЖ: 300 примјерака
 Жиро рачун: 5510010000907076
 Врста прихода: 722549
 Нова Бањалучка Банка
 ЈИБ: 4400337770005
 Часопис излази полугодишње
 КАТАЛОГИЗАЦИЈА ISSN 1840-2313

1	УВОДНИК, Божидар Ставрић	2
I	ЕДУКАЦИЈА	
2	Проф. др Драгутин Мировић КОНТРОВЕРЗЕ ЕКОНОМСКЕ ТЕОРИЈЕ И ПРОБЛЕМ ЉУДСКОГ ЗНАЊА	3
II	ОСИГУРАЊЕ	
3	Проф. др Јелена Кочовић, Марија Јововић ИЗВОРИ И ИВЕСТИЦИЈЕ СРЕДСТАВА ОСИГУРАВАЧА НА СРПСКОМ ТРЖИШТУ ОСИГУРАЊА	10
III	ПОСЛОВНА ЕКОНОМИЈА	
4	Prof. dr Jovičić Miladin, Dipl. ek. Zupur Ognjen, Mr. Ankica Jovičić JAVNO-PRIVATNO PARTNERSTVO I JAVNI INTERES	17
IV	БАНКАРСТВО	
5	Проф. др Ненад Вуњак, Мр Вера Мировић СЕКЈУРИТИЗАЦИЈА АКТИВЕ КАО СРЕДСТВО ФИНАНСИРАЊА КОРПОРАЦИЈА	23
6	Doc. dr Vera Zelenović, Jovana Ivančević, master KARAKTERISTIKE MOBILNOG BANKARSTVA SA POSEBNIM OSVRTOM NA BANKARSKO TRŽIŠTE SRBIJE	31
7	Мр Јелена Дамјановић УТИЦАЈ МЕЂУНАРОДНЕ РЕГУЛАТИВЕ ИЗ ОБЛАСТИ БАНКАРСКОГ СИСТЕМА НА ДОМАЋЕ ПРАВНЕ ПРОПИСЕ	37
8	Adnan Rovčanin, Adna Mataradžija, Amra Mataradžija PREDNOSTI PROCESA SEKJURITIZACIJE NA FINAN.TRŽIŠTIMA	44
V	ПОСЛОВНЕ ФИНАНСИЈЕ	
9	Доц. др Витомир Старчевић, Доц. др Слободан Суботић, Мр Горан Митровић ДИВЕРЗИФИКАЦИЈА КАО ЕФИКАСАН НАЧИН СМАЊЕЊА РИЗИЧНОСТИ УЛАГАЊА У ХАРТИЈЕ ОД ВРИЈЕДНОСТИ	47
10	Проф. др Дејан Јакишић, Кристина Мијућ, мастер УТИЦАЈ ПРОФИТАБILНОСТИ НА МОГУЋНОСТИ ДОДАТНОГ КРЕДИТНОГ ЗАДУЖЕЊА УЧЕСНИКА НА ФИНАНСИЈСКОМ ТРЖИШТИМА	52
11	Др Ксенија Денчић-Михајлов, Спасић Дејан РЕАЛИЗАЦИЈА ИНИЦИЈАЛНИХ ЈАВНИХ ПОНУДА АКЦИЈА НА „ТРЖИШТИМА У НАСТАЈАЊУ“	56
12	Проф. др Мирко Анђорић, Бојана Вуковић, мастер ФИНАНСИЈСКИ И БИЛАНСНИ АСПЕКТИ ПОСЛОВНИХ КОМБИНАЦИЈА	62
VI	МАКРОЕКОНОМИЈА	
13	Доц. др Зоран Мاستило, Дипл. ек. Ања Рајак ТРАЖЊА И ЊЕНА ЕЛАСТИЧНОСТ	70
14	Mr Vesna Petrović EVROPSKE INTEGRACIJE: EU FONDOVI, EKONOMSKE IMPLIKACIJE I IZAZOVI	76
VII	МЕНАџМЕНТ	
15	Doc. dr Nenad Lalić, Doc. dr Ljubiša Vladušić KORPORATIVNO UPRAVLJANJE U FUNKCIJI POBOLJŠANJA POSLOVNOG REZULTATA PREDUZEĆA	83
VIII	МАРКЕТИНГ	
16	Dr Nastić Vladan INSTITUCIONALNI OKVIR ZA PODSTICAJ IZVOZA U BOSNI I HERCEGOVINI I NJEGOVA ULOGA U KREIRANJU I REALIZACIJI IZVOZNE MARKETING STRATEGIJE	88
IX	ПЕНЗИЈСКО ОСИГУРАЊЕ	
17	Prof. dr Tatjana Rakonjac-Antić, Prof. dr Vesna Rajić PRAVCI RAZVOJA DOBROVOLJNOG PENZIJSKOG OSIGURANJA U SRBIJI	99
X	ФИНАНСИЈСКА ТРЖИШТА	
18	Mr Vesna Prorok, Mr Sladana Paunović BLACK-SCHOLES-OV MODEL VREDNOVANJA CALL OPCIJA EVROPSKOG TIPA	103
19	Мр Борка Поповић, Мр Звездана Гавриловић АНАЛИЗА ФИНАНСИЈСКОГ, ИМОВИНСКОГ И ПРИНОСНОГ ПОЛОЖАЈА ПРЕДУЗЕЋА НА БАЊАЛУЧКОЈ БЕРЗИ	109
XI	ТРАНЗИЦИЈА	
20	Mr Ognjen Erić EKONOMSKI RAZVOJ ZEMALJA ZAPADNOG BALKANA KROZ TRANZICIONE REFORME I REGIONALNU SARADNJU	115
XII	НОВА ЕКОНОМИЈА	
21	Мр Горан Балотић, Мр Предраг Млинаревић ПРИНЦИПИ НОВЕ ЕКОНОМИЈЕ И ЊИХОВЕ ИМПЛИКАЦИЈЕ НА ПОДИЗАЊЕ НИВОА КОНКУРЕНТНОСТИ	123
	СПИСАК УЧЕСНИКА НАУЧНОГ СКУПА „ЕКОНБИЗ 2013“	129

ОБЕЛЕЖЕН ЈУБИЛЕЈ ЕКОНОМСКОГ ОБРАЗОВАЊА У БИЈЕЉИНИ

У поводу обележавања двадесетогодишњице вишег и високог економског образовања у Бијељини, *Факултет пословне економије* организовао је *Међународни научни скуп* на којем је учествовао велики број економиста, различитих ужих стручних оријентација. Презентирани радови на *Скупу*, својим садржајем и разноврсношћу приступа показали су ширину и дубину економске струке као битне компоненте друштвеног развоја. Зато је менаџмент Факултета, заједно са редакцијом *Часописа*, одлучио да сукцесивно објављује ове радове у својим наредним бројевима, распоређене по одговарајућим рубрикама којима се означава њихова провинијенција. Тако ће радови са овог скупа бити доступни широј научној јавности, чиме се на још један начин доприноси афирмацији економске струке и науке. У том контексту, на симболичан начин, прва рубрика у овом броју посвећена је *едукацији*, при чему аутор рада на ову терму *сагледава контроверзе економске теорије у ширем контексту проблема људског знања и мишљења*, уз залагање за *објашњавалачку функцију економске теорије, која је и имажинативна и интуитивна, теорије која кореспондира са једноставношћу и богатством садржаја*.

Навденим поводом објављена је и *Монографија* која представља историјску ретроспективу прилика, актера и догађања у процесу развоја ове високошколске институције. Ова публикација доследно и прегледно приказује историјат развоја економског образовања у Бијељини, са посебним нагласком на оснивање *Више школе спољне трговине*, чији образовни процеси су представљени у виду навођења наставних планова по смеровима и годинама,

као и настанка и функционисања данашњег *Факултета* као члана Универзитета у Источном Сарајеву. То је значајан документ о једном времену и о заслужним актерима за развој кадровске основе овог подручја.

Оснивачи су били свесни чињенице да је кључни фактор економског, али и укупног друштвеног развоја - *знање*, што су препознали актери друштвеног живота на овом подручју, као и на нивоу Републике Српске, који су исказали повећане потребе за кадровима економског профила развојем служби царине, шпедиције и осигурања, што је било условљено успостављањем граничних прелаза. Томе треба додати и све веће потребе у стручњацима за спољнотрговинско и банкарско пословање, посебно у вези са наводним приликама у окружењу, као и у информатичким знањима као услови савременог привредног и укупног друштвеног развоја.

Организовањем научног скупа употпуњен је процес развоја започет пре двадесет година, што је била прилика да се афирмише како ова универзитеска институција тако и економска струка и наука која се на њој развија. Одзив економске стручне и научне јавности позиву на овај скуп показао је, поред осталог, да је деловање Факултета пословне економије у Бијељини стекло широку друштвену афирмацију у целом региону.

Јуна 2013.

Божидар Ставрић

КОНТРОВЕРЗЕ ЕКОНОМСКЕ ТЕОРИЈЕ И ПРОБЛЕМ ЉУДСКОГ ЗНАЊА

CONTROVERSI ABOUT ECONOMIC THEORY AND PROBLEMS OF HUMAN KNOWLEDGE

Проф. др Драгутин Мировић, Универзитет у Источном Сарајеву, Факултет пословне економије Бијељина, БиХ; Република Српска

Резиме: У овом есеју се контроверзе економске теорије сагледавају у ширем контексту проблема људског знања и мишљења. Недостатак теоријског мишљења и инсуфицијенција садржаја економске теорије на Универзитету води директно, не само „слабој економској едукацији“, већ и темељном неразумијевању економске стварности, законитости и кризе темеља система. Духовну ситуацију глобалног времена обиљежава дух олаког пристајања, помањање смисла за истину, цјелину и синтезу. На Универзитету се предаје претежно „техничка економија“ (Хајек). Залажемо се за редефинисање кључних економских категорија и идеја, Кејнзових „поредак контроле“ и Хајекових либералних идеја и вриједности тржишта „поредак слободе“. Оба економска мислиоца који су имали добру интуицију за атипичност великих девијација (економске кризе) не доводећи у питање капитализам, нуде и данас добра теоријска полазишта нове економске синтезе.

Пледирамо за објашњавалачком функцијом економске теорије, која је и имажинативна и интуитивна, теорије која кореспондира са једноставношћу и богатством садржаја. Сумњамо у ваљаност идеално типског заснивања економске теорије и предвиђања у условима раста неразвијености (ризичи и кризе). У свјетлу теорије „црног лабуда“ истичемо ограниченост мишљења заснованог на посматрању или искуству и непоузданост знања утемељеног на индукцији. (Расл, Попер).

Наиме, изузетно ванредан догађај, као екстреман („црни лабуд“) неочекиван, тешко предвидљив јер је риједак и неизрачунљив објашњава „готово све у нашем свијету“ (Н. Талеб). Иако, економским инструментима не можемо мјерити неизвјесност, можемо се теоријски изоштравати за случајност, вјероватноћу и крупне девијације.

Кључне ријечи: контроверзе економске теорије, поредак контроле, финансијска криза, банкарски систем, неолиберална теорија, некејнзијанизам.

Abstract: In this paper the controversy about economic theory is observed from the broader context of the issue of human knowledge and thought. A lack of theoretical thought and insufficiency of content of economic theory at University leads not only to poor economic education but to the fundamental lack of comprehension of economic reality and its principles. In times of globalization there is the phenomenon characterized by easy acceptance and the lack of striving for truth, wholeness and synthesis. The so called “technical economics” is most frequently taught at University. We tend to redefine the key economic categories and ideas, Keynes’s “order of control” and Hayek’s liberal ideas and his “order of freedom”. Both economic thinkers, who had good intuition about great deviations, economic crisis, without challenging capitalism, offered an adequate starting point for today’s economic synthesis.

We argue for the explanatory function of economic theory which is imaginative, intuitive and corresponds to the simplicity and abundance of content. We have some doubts in validity of ideally typified formation of economic theory and prediction in times of growing underdevelopment, risks and crises. Considering “the black swan theory”, we emphasize the limitation of thought based on observation and experience and unreliability of knowledge based on induction.

Namely, an extremely valuable event such as “the black swan” proved to be unexpected and difficult to predict because it is so rare but at the same time capable of explaining almost everything in our world. Although we cannot use economic parameters to measure uncertainty, we can however expand our theoretical knowledge about coincidence, probability and deviations.

Key Words: controversy about economic theory, order of control, financial crisis, banking system, neoliberal theory, neo Keynesianism

УВОД

Декодирате симбола глобалне цивилизације коју живимо, свједочи да је наша духовна ситуација не само несклона метафизици која јој је у темељу, већ да се свако озбиљно теоријско промишљање данас и овдје сматра чистим губитком времена. Није само ријеч о инсуфицијенцији синтезе, већ о губитку озбиљне амбиције да се економска стварност разумије и објасни. Критика економске теорије и њене инфериорности, да разумије, објасни и предвиди кризу подразумева претходна питања: о крхкости људског знања, недостатку самопоуздања и вјере просвјетитељства, о проблему разликовања добра и зла, и помањању среће.

Говор је о помањању регулативних идеја и о старом проблему индукције (проблему ћурке). Неки мисле, све више је таквих, да нам и не требају велике идеје, ни мудрост, кад имамо, ефикасност, слободна

тржишта, компаративне предности, глобалну дивергенцију дохотка *per capita*... финансијску либерализацију и транзицију. Међутим, криза води преиспитивању не само ових питања већ и самих темеља. Ако не желимо да потонемо у немисао, ваља нам изнова пропитивати. Један мудри Јеврејин је говорио да има одговор, а не зна питање и трага за њим. Људско знање је редукција, економско знање је без синтезе, „техничка економија“ како је тврдио Хајек. Овај есеј је у знаку савјета Н. Талеба, „Вратите банкарне тамо гдје им је мјесто“. Дакле, проблематизују се неке регулативне идеје релевантне за економију 20 -тог и почетка 21. вијека у контексту духовне ситуације времена кризе, језика и истине.

Уопште, говор је наш само „ретко исправан и својствен“, и „готово увијек су нам ријечи нетачне,“ (Августин, Исповести, 29). Истина се докучује срцем, једнако као и разумом и пропитује. Духовну ситуацију времена обиљежава дух пристајања и губитак смисла за истину, цјелину и синтезу.

Мисија слободног универзитета је и данас, као и у прошлости да мисли, пропитује и помјера границе знања и слободе. Блаженом Августину, Рене Декарту и Блезу Паскалу било је тешко и одговорно мислити, иначе моћи мислити је дар и ексклузивитет, иако су имали и сумњу и Бога.

Како је тек данас у нихилизму, - ништа је битно и битно је ништа (Ниче), кад смо вођени материјалним интересом и лишени регулативних и великих идеја - у опасности да изгубимо и сумњу и емпатију и потонемо у немисаоно, осуђени на ропство. Ако ће универзитет престати мислити, онда смо у невољи.

Како је могуће разумјети а прећутати. Могуће је, ако се може живјети и добро живјети од неразумијевања. Доиста је рјечита шутња Универзитета, нема гласа научне јавности. Као да је гесло времена, ко се сакри, тај проживи. Просто је неопходно преиспитивање појма и мисије модерног интелектуалца склоног конформизму и забору. Блажени Августин, модерне мисаоне људе, подсећа и данас на три ствари „бити, познавати и хтјети,“ које детерминишу наше Ја. Ја наима, јесам, познајем и хоћу и онај сам ко сазнаје и хоће. А уз то, ја знам да постојим и да хоћу, као што и хоћу бити и сазнавати. Дакле, живот, разум и суштина су неодвојиви (Августин, 99). Не можемо престати мислити и спознавати, јер би то био крај наше слободе.

1. ТЕОРИЈА - УМНИ УВИД И ОБЈАШЊЕЊЕ

Питање, да ли смо и колико успјешни у покушајима да ствари објаснимо виси као Дамаклов мач над свим нашим теоријама сазнања. Крхкост и неизвјесност економске теорије није посљедица њене ексклузивности и особености, то је одлика људског знања.

Међутим, методичка скепса и криза су шансе мишљења и претходе свакој релевантној теорији.

Хегел је то знао, најтеже је мислити своје вријеме у појму, филозофирати, отуда се вајкао на самртној постелји да га нико није разумио, само један ученик, па и он погрешно.

Ми кажемо економија је вријеме „Шта је дакле вријеме? Док ме нико не пита ја знам. Кад би пак ваљало да то објасним- ја не знам“, каже блажени Августин. „Но, два времена, прошлост и будућност, како она управо постоје, пошто првог нема више, а другог од њих још увек нема? Јер она садашњост која би увек трајала не прелазећи у прошлост, не би била надаље време, већ вечност“. Једини ваљан закључак је да садашњост исчезне у прошлост, да не постоји више, како бисмо показали да је вријеме и да постоји. Зар са капиталом или категоријом вриједности стоји боље. Вријеме је мјерљиво само у простору. Оно је простор за људски развој (Маркс). Наведени дискурс свједочи о неразумијевању темељних категорија које су свима јасне до неупитности¹

К. Попер је подсјетио - сва наука је „на живом пијеску,“ знање је објективно, али неизвјесно. Економско знање је вриједно унутар одређених мапа и граница. Оно не остаје у релацији истинито – неистинито, акценат је на одлуци и посљедицама одлука „утицаја и моћи дјеловања резултата до којих ове одлуке доводе“² Економски код је исплати/ не исплати.

Одлуке које се доносе на премиси истинито/погрешно у пробабилистичком свијету су ријетке. Међутим, то никако не значи да је наука недјелотворна и да не можемо говорити о расту знања, иако подсјећамо ријеч је и о недостатку знања - о недостатку знања.

Претенциозно је говорити о циљу економске науке, јер наука нема „никакве циљеве“ (К. Попер). Научници очекују постигнуће задатих циљева. Научно знање у његовом трећем виду је рационално и објективно, епистемологија без субјекта сазнања (К. Попер). Пошто се економска активност сматра рационалном дјелатношћу, логично би било да економска теорија као рационално знање нуди увјерљиво објашњење тог рационалитета. Међутим, *ratio* науке, па и економске теорије је проналажење задовољавајућих објашњења онога што је предмет, што је вриједно да буде објашњено. У структури научног објашњења су експлицандум, предмет објашњења и објашњавалачки искази експлицанс експлицандума. Дакле, под објашњењем се подразумева скуп исказа помоћу којих се описује стање ствари које треба да се објасни (експлицандум). И за економску теорију, уколико пледира на кредибилност научности важе логички услови и правила метода. Логички услови су да је експлицандум истинит, или се претпоставља да се као такав зна, док је експлицанс као предмет истраживања, непознат и мора се открити. Експлицанс мора да логички садржи експлицандум, мора бити истинит и независно проверљив (не *ad hoc*

¹ Св. Августин, Исповести, Миленијум, 2002, Београд, стр 21

и не циркулара). Дакле, мора постојати независно свједочанство које му иде у прилог. Објашњење као научно откриће је „објашњење познатог непознатим“².

Независно објашњење користи универзалне исказе или законе природе богате садржајем који су провјерљиви или оповргљиви са иницијалним условима под условом да су провјерљиви и оповргљиви. Теоријске науке у које спада економска наука долазе до задовољавајућег рјешења путем већег степена провјерљивости тежећи при том ка теоријама „које су све богатије садржајем, већег степена универзалности и већег степена прецизности“³.

Економска наука, с обзиром на специфичност социјалног и економског физиса и његову иманентну му промјену не би могла да преферира законе, поготово не коначна рјешења, која заправо и не постоје. Природу капитализма, питање шта јесте капитал, Маркс је објашњавао путем функције и структуре, не есенцијалистички, као што није трагао за природом вриједности чији је категоријални значај *al pari* са Њутновим појмом гравитације у физици. И вриједност и гравитација имају метафизичку суштину и објашњавалачку функцију. Данас вјерујемо да есенцијализам не може да објасни економски живот путем открића суштине и последњег објашњења. Наиме, свако објашњење се може даље објашњавати, истина то води одређеној релативизацији знања. Наравно есенцијализам није без смисла и не треба га апстраховати сасвим јер отвара нова питања.

Њутн се у Принципима вајкао како све појаве објашњава гравитационом силом, али није утврдио „узрок саме гравитације“. Мислим, да се Поперов став о одбацивању „питања шта јесте“ питања о суштини и природи ствари могу прије свега разумјети у економској теорији. Дакле, знање као чињење, као и декларативно и процедурално знање, непредикативно знање има примат над пропозиционим знањем.

Могуће је да је природа економске активности и феномена више у релационим него есенцијалним својствима. Закони економије су хипотетички описи структуралних својстава економске стварности. Економска теорија је објашњавалачка, њена дубина кореспондира са једноставношћу и богатством садржаја, она је и имагинативна и интуитивна. То је утолико карактеристично и за социолошку теорију и социолошку имагинацију, друштвену науку уопште. (Рајт Милс).

Имагинација и логика не иду увијек руку под руку, те се стога дубина економске теорије не може ни индуковати нити дедуковати из других теорија. Исто тако треба релативизовати резултате метричких теорија као резултате мјерења и прецизности као

несводивих вриједности. У економској теорији кореспонденција, апроксимација и вјероватноћа добијају на значају. Од економске теорије, на темељу онога што данас знамо, може се очекивати да понуди реалистичка и задовољавајућа објашњења, док о есенцијалним питањима и одговорима не може бити говора јер је економски универзум, склон промјени, испуњен превише хаотичним значењем и зрачењем. Од економске теорије се очекује да предвиди и пројектује, али не да се служи стерилним предвиђањима с великом грешком.

2. ПРОБЛЕМ ИНДУКЦИЈЕ У ЕКОНОМИЈИ

Ризици у економији и финансијска криза охрабрили су теорију индукције и црног лабуда, проблематизујући при том могућност идеално типског заснивања економске теорије и предвиђања у условима раста неизвјесности. Зашто су економске теорије непоуздане у објашњењу, нарочито у предвиђању, у чему је проблем економског знања? Питање је треба ли одустати од истинитости економске теорије и остати код хипотезе. Код Поперовог става „Све теорије су хипотетичке, све могу бити збачене“⁴ На питање о методу науке, К. Попер каже „Метод науке јесте метод смелих претпоставки и паметних и оштрих покушаја да се оне оповргну“.

Постоји ли извјесно и поуздано знање о регуларности у кретању глобалне неједнакости дохотка, дивергенција или конвергенција, управља ли економски ток или се њиме управља у времену т. Додатни проблем индукције и каузалности у економији је у комплексности економског живота, висок степем међузависности елемената у времену т и порасту неизвјесности. Здраворазумско очекивање на основу поновљених опажања води вјери у извјесне регуларности. То је проблем здраворазумске индукције „апагоге“, која је крајње непоуздана.

Д. Хјум је поставио логички и психолошки проблем индукције, прије свега као проблем поузданости знања и његове оправданости с довољним разлогом. Хјумов одговор гласи: није оправдано наше закључивање од појединачних случајева о којима имамо искуство ка другим случајевима о којима немамо искуство. Без обзира на број понављања и вјероватноћу. Међутим, ако то није могуће логички јесте психолошки, вјеровањем и очекивањем на темељу обичаја и навике, дакле, путем асоцијације идеја у служби опстанка. Логички проблем индукције је скандал нашег мишљења који је отворио врата не толико скептицизму који је у науци благотворан, већ и ирационализму чије смо разорно дејство искусили у 20. вијеку. Свођење сазнања и разумијевања на ирационалну вјеру је погубно. Хјум је учинио упитним емпиризам економске теорије, сва економија је емпирија, јер би био погрешан сваки покушај да се

² К. Попер, „Објективно сазнање: еволутивни приступ“, Паидеиа и ЦИД, Београд и Подгорица, 2002, стр. 175.

³ К. Попер, „Објективно сазнање: еволутивни приступ“, Паидеиа и ЦИД, Београд и Подгорица, 2002, стр. 177.

⁴ К. Попер, „Објективно сазнање: еволутивни приступ“, Паидеиа и ЦИД, Београд и Подгорица, 2002, стр. 35.

„полазећи од појединачних опажања доспе до генералних научних закона,,⁵

Расл нас је подсетио у дирљивој причи „Чему нас учи ћурка“ на проблем индукције. Бил је сваки дан, као доброхотан и пријатељски расположени Американац хранио своју ћурку, данима, недјељама, мјесецима. Сваки дан хранио птицу је увјеравао у опште правило живота, да њен газда Бил несебично води рачуна о њеној добробити. Једне суботе уочи Дана захвалности ћурка ће доживјети нешто неочекивано, што ће ревидирати њена дотадашња увјерења. Рука која ју је хранила постала је рука која јој је заврнула шију.

Чему нас учи ћурка? Шта ћурка из догађаја од јуче зна и може да научи о ономе шта је чека сутра. Повјерење ћурке је расло са сваким оброком, што је била ближе клању била је све сигурнија. Осјећање сигурности достигло је врхунац кад је ризик био највећи.⁶ Црни лабуд је условљен знањем. Сваки проблем је у недостатку знања.

Модерна епистемологија преводи вјеровања у исказе, опсервационе исказе, покушавајући да избрише хјумовски ирационализам, заправо да не трага за коначним истинама већ објашњавалачким теоријама. Објашњавалачке теорије односе се на случајеве о којима још немамо искуство и тест исказе о којима имамо искуство, сингуларне исказе (који су логички општи) који описују опажљиве догађаје.

Попер допушта да претпоставка о истинитости тест исказа „понекад нам допушта“ да оправдамо тврдњу да је „објашњавалачка универзална теорија неистинита,,. Тест искази по Поперу могу понекад, уколико смо имали среће, да оповргну „неке, али не све супарничке теорије“ (стр. 17). Дакле, само истините су теорије за које лажност није утврђена. Проблем индукције је повезан са универзалним законима и теоријама као проблем њихове истинитости или лажности. Само искуство може помоћи у оцјени истинитости и лажности чињеничких исказа.

Умјесто истинитости у теорију сазнања уводи се принцип преференције, (теоријске и прагматичке), да ли су неке теорије боље од других, то је у економији релевантно, за супарничке теорије које су рјешења за исте проблеме, (неокејнзијанци и неокласичари), шта је то боље објашњавалачко, у времену боље, неоповгнутост и истинитост или корисност.

Ни неолиберална теорија, ни неокејнзијанизам нису истинити и лажни по себи, ријеч је о томе која боље објашњава општи проблем, економску кризу и чија је објашњавалачка моћ већа. Кејнс је с правом нагласио да се свака економска политика темељи на некој теорији. Дакле, економска теорија је суодговорна за

систем и организацију економског живота. Теорије се могу тестирати, најбоља је она која прође највише тестова и која има објашњавалачку моћ.

Економска теорија подразумева критички метод, метод покушаја и елиминисања грешака. У епистемологији и теорији сазнања нема гаранција о прогресу у правцу бољих теорија. Информативни садржај теорије показује, као тврди Попер, како невјероватније хипотезе могу бити боље или пожељније. То је хеуристичка значајка сазнања, као што и недоследност, па и лудост могу имати становиту предност.

Економска теорија рачуна са прагматичним проблемом индукције као питањем избора ради практичног дјелања и као питање поузданости и добрих разлога. Шта нам релевантно нуди Кејнсова економија, нема директне везе „између индивидуалног понашања и физичких увјета оскудности“.⁷ Та веза је и даље снажна али институционално посредована.

Данас смо увјерени да конкурентна економија слободног тржишта не тежи природно пуној запослености. Наиме, неизвјесност је битна одредница економског живота с обзиром на могућност предвиђања будућности. Тешко је држати рационална вјеровања у будућност у „промјенљивим условима знања“. Дакле, најмање су три типа вјероватности, „кардинална или мјерљива вјероватност“, други тип је „ординална вјероватност релативни положај догађаја у рангирању“ и „непозната вјероватност“ (немјерљива неизвјесност). Углавном и претежно због незнања или саме природе економске стварности. Очигледно је да постоје важни утицаји који се не могу математизовати и свести на статистичку форму.

Економија је примарно морална, а не природна наука. Кејнс је порекао Сејову парадигму да производња ствара властиту потражњу. Функцију агрегатне потражње чине потрошна потражња и инвестициона потражња, које заједно одређују обим производње и запослености. Потрошња је стабилан елеменат потражње, инвестиције су нестабилан елеменат, јер зависе од очекивања. Повратак Кејнзу је у земљама у транзицији не само критика догматског прихватања неолибералног модела, већ преиспитивање цијелог пута и афирмација реиндустријализације привреде и обнављања урушене економије.

3. ФИЛОЗОФИЈА СЛОБОДЕ И ПОРЕДАК КОНТРОЛЕ

Најбољи представници економске мисли, Фридрих Хајек и Џ. М. Кејнс усмјерили су своје истраживање ка истинској неизвјесности, ка границама знања (и природи незнања). Имали су добру интуицију за атипичност великих девијација (економске кризе),

⁵ В. Руссел, *A History of Western Philosophy*, London, 1946, стр. 698.

⁶ К. Попер, "Објективно сазнање: еволутивни приступ", Паидеиа и ЦИД, Београд и Подгорица, 2002, стр. 39.

⁷ Р. Скиделски, *Кејнес, повратак великана*, Алгоритам, Загреб, 2011. стр. 107.

поредак слободе и поредак контроле. Хајек је недвосмислено вјеру у слободу (поредак слободе) и дух индивидуалне иницијативе (слободно друштво) означио прворазредним западним идеалом који вуче коријене из античке традиције, у односу на систем контроле. Међутим, и систем контроле (тоталитаризма) има дуго историјско искуство и претходи у времену систему слободе.⁸ Неопходно је редифинисати темељне западне вриједности и одбранити их. Слобода је „исходиште и услов већине моралних вриједности“, Абрахам Линколн је уочио да свијет није никада имао „добру дефиницију ријечи слобода“⁹.

Изворно, ријеч слобода значи одсуство или смањивање принуде, односно независност од произвољне воље другог. Друго, слобода се не редукује на политичку слободу, унутрашњу слободу и слободу у смислу моћи која се поистовјеђује са богатством. Антипод слободе је њено одсуство – ропство и принуда. Слободно друштво је пренијело монопол принуде на државу и „покушавајући да ово овлашћење државе ограничи на оне случајеве гдје је то потребно за спречавање принуде од стране приватних особа“. Једно тумачење слободе поступања појединца се темељи на незнању и оправдању слободе због незнања и непредвиђених догађаја. Дакле, слобода је вишесмислен и амбивалентан појам.

У историји су неслободне већине имале користи од слободних мањина, стога је могуће и разумијевање слободе као прилике за непознату мањину. Слобода је, увјерава Хајек, и морални принцип и неодвојива је од одговорности и одговорне личности и одговорности за сопствену добробит.

Креативне идеје, антиципације и иновације кореспондирају са слободом мисли и дјеловања, али се напредак знања не може планирати, он је резултат и „срећних случајности колико и систематичног залагања“ (Хајек, стр. 38). Кад би слобода била редукована на интелектуално подручје „оно би пресушило“ (Хајек, стр. 39). Слобода дјеловања се омаловажава ако се назива „економска слобода“. Питање је да ли постоји иједна дјелатност која се може назвати „само економска“. „Економски обзир су само они којима усклађујемо и прилагођавамо наше различите сврхе, од којих ниједна, у крајњој линији, није економска (изузев стремљења неке тврдице или човека коме је прављење новца постало циљ по себи“ (Хајек, стр. 39).

У слободном друштву људски циљеви су отворени, вриједности су подложне стварању и промјени. Циљеви успјешних група ће тежити да доминирају, о чему имамо поуздана емпиријска свједочанства. Организацију и конкуренцију на којој почива

„процес одабира“ Хајек схвата у најширем филозофском појму, дакле не у схватању „техничке економије“. Аргумент у корист слободе није аргумент против организације, већ тоталитарне организације и тоталитаризма.

Ингениозност и луцидност Хајекове анализе је у схватању дијалектике рационализма и слободе, употреба разума тежи контроли и предвидивости, али напредовање разума почива на слободи и непредвидивости људске активности. Напредак у свим аспектима темељи се на слободи. Спонтано, слободно и неконтролисано важно је колико контролисане и управљиве снаге моћи које могу овладати у знаку тоталитаризма, што се остварило у новијој историји.

Поредак контроле темељи се на принуди, моћи и монополу. Међутим, сам поредак није принуда наметнута споља, већ равнотежа која се успоставља изнутра. Признање приватне својине и уговора основни је, мада не и једини услов за спречавање принуде и афирмацију слободе и културе. Тако схваћен поредак није антипод већ компатибилност слободе. Наметање општих законских правила своди принуду на адекватну мјеру и омеђава простор слободе и сигурности индивидуе. Модерна слобода појединца кореспондира са владавином права чије је родно тло Енглеска. Амерички допринос слободи је уставност. Устав као иновација за ограничење власти, повеља о правима, федерализам и судска контрола уставности (једнакост шанси и једнакост исхода).

Под утицајем тих америчких правних иновација Европа је прихватила успостављање конституционализма и владавину права, развијајући либерализам и правну државу. То су носеће идеје и Европске уније. Међутим то је и правни контекст Смитове теорије о невидљивој руци, да цијене које настају добровољном трансакцијом купаца и продаваца могу координисати, на слободном тржишту, активности милиона људи вођених властитим интересима. Дакле, идући за својим сврхама појединци унапређују општи интерес. (Ми не живимо, вели Смит, од добре воље и хуманизма месара, пивара или пекара, већ од њихове себичности). Те пророчке ријечи су ода самољубљу и хваљеној користи. Јер нико, вели Смит „осим просјака не бира да искључиво зависи од добре воље својих суграђана“¹⁰

Међутим, економска слобода, учење о немијешању државе у приватне послове појединца трпи ограничење. Те чињенице је био свјестан и А. Смит. Наиме и у поретку слободе постоји обим оправданог дјеловања државе, гдје је принуда „дужност државе“ која се не може избјећи (фискус, одбрана, образовање) као и успостављање одређених услова.

На Смитовим идејама развијена је Хајекова концепција слободе. Услови који су битни за слободно дјеловање тржишта су: спречавање насиља

⁸ Ф. А. Хауек, Поредак слободе, Глобал Боок, Нови Сад. 1972. стр. 11.

⁹ Ф. А. Хауек, Поредак слободе, Глобал Боок, Нови Сад. 1972. стр. 19.

¹⁰ Адам Смит, Богатство народа, том I, стр. 16.

и преваре, заштита својине и спровођење уговора, слобода трговања под једнаким условима „права свим појединцима да производе и продају у количинама и по ценама које сами изаберу“ (Хајек, стр. 200)

На тим идејама су Њемачка и нордијске земље афирмисале државу благостања и дистрибутивну правду у расподјели доходака. (раднички синдикати, запосленост и социјална сигурност, прогресивно опорезивање и прерасподјела.

Велика депресија из 1929. отворила је питање успоставе поретка контроле, важност институција постојаног кредитног и банкарског система и здравог новца. Кејнз ће пророчки рећи да нема „префињенијег ни сигурнијег средства за превртање постојећег темеља друштва него што је кварење курса“. На кварењу курса и разарању мобилишу се све економске моћи, а да то људи и не уочавају. Консеквенце те теорије ће услиједити у земљама у транзицији у пуном свјетлу.

Криза је у области идеја „убиједила јавност да је капитализам нестабилан систем коме је суђено да трпи све веће кризе“¹¹ То је поспјешило раст значаја владе и централне државе у САД. Хајекова идеја слободе је регулативна идеја слободног посткризног друштва и морални принцип, која не смије пасти у заборав пред поретком контроле који нуди државно рјешење глобалне кризе.

4. ЕКОНОМСКА ТЕОРИЈА У СВЈЕТЛУ ЦРНОГ ЛАБУДА -ПРОГНОЗЕ

Насим Николас Талеб уочава ограниченост учења заснованог на посматрању или искуству, крхкост знања утемељеног на индукцији. Наиме, изузетан и ванредан догађај (црни лабуд) као екстреман догађај је неочекиван и зато има огромну улогу у многим доменима живота. То су ријетки догађаји које је емпиријски тешко предвидјети јер су ријетки. У економији то су добре прилике, у банкарству и осигурањима - ризици који се не могу измјерити, углавном због недостатка добре интуиције за Црног лабуда.¹²

Мали број црних лабудова, чија је домовина Екстремистан, (мале предвидљивости и огромног утицаја) објашњава готово све у нашем свијету „од успона идеја и религија“ до динамике историјских догађаја који одређују приватни живот појединца. Примјера ради, мање од „0,25 процената свих компанија у свету чини око пола тржишне капитализације. Мање од 0,1 посто лекова доноси нешто више од пола укупних продајних прихода фармацеутске индустрије, и мање од 0,1 посто ризичних догађаја ће узроковати бар половину штете и губитака“.¹³

Талеб упозорава да нашим интелектуалним инструментима не можемо мјерити неизвјесност и морамо се теоријски изоштрити за случајност и крупне девијације. Оно што не знамо - већ је степена релеванције - од оног што знамо. У економији нема типичног успјеха нити типичног неуспјеха. Економија је неизвјесност и тражи имажинативност и нијеме доказе.

Неспособност предвиђања ванредног догађаја имплицира неспособност предвиђања економског тока и краха економског система. Концепција Н. Талеба је хеуристички плодна и инспиративна, утемељена на емпиријском искуству берзе. Нисмо способни да се усмјеримо на антизнање и случајност, на рачун мале вјероватноће, да предвиђамо у областима подложним утицају Црног лабуда. Дакле, иако смо концентрисано рационални, не помажу нам ни најсложенији математички модели у објашњењу економског свијета. Индукција и дедукција губе важност у стварном економском животу, појам узрока у свијету циркуларне каузалности и међузависности добија ново значење.

Свака иновација у науци и техници је била Црни лабуд, готово ништа није било пројекат, трагало се за једним, а дошло до другог и неочекиваног. И слободна тржишта су у зони Црног лабуда (помањкања знања). Тако је А. Смит био фасциниран склоношћу људи да трампе, мијењају и размјењују да би остварили интересе, размијенили добра и остварили зараду. Дакле, слободно тржиште, по Смиту, функционише зато што награђује или подстиче вјештину.

Маркс је тржиште назвао сфером циркулације кога чин друштвени односи. По Маршалу, тржиште је средишњи механизам алокације, а по Хајеку тржиште је спонтано, нема центар, него је мрежа различитих испреплетаних економија.¹⁴ Међутим, по Н. Талебу, оно функционише зато што „дозвољава људима да имају среће“ захваљујући интензивним пробама и грешкама (Талеб, стр. 23).

Талеб наводи слабости ума, слепило за Црног лабуда (које чине : заблуда о разумјевању комплексног свијета, ретроспективно избличавање и читавање смисла након одвијеног догађаја, (наративна заблуда), прецењивање провјерених података, сужавање видног поља и искривљавање нијемих доказа.

Цицерон је оставио инспиративну причу о нијемим доказима или како Црни лабудови изостају из уџбеника. Дијагори невјернику у богове показали су таблице осликане портретима вјерника који су се молили и преживјели бродолом. Дијагора је упитао: „А гдје су слике оних који су се молили и удавили?“

¹¹ М Фриедман, Слобода избора, Глобал, Боок, Нови Сад, 1990, стр. 89.

¹² Н Талеб, Црни лабуд, Хеликс, Смедерево, 2010. стр хих/.

¹³ Н Талеб, Црни лабуд, Хеликс, Смедерево, 2010. стр. 350.

¹⁴ Д. Мировић, Социологија, Бијељина – Брчко, Факултет спољне трговине Бијељина и Економски факултет Брчко, 2008, стр. 346. и 347.

Ту је и прорицање прошлости мага из Илијаде, прошлости о којој није ништа знао и тумачење попут ћурке, те историјска спознаја у коју не треба уносити никакве каузалне везе. Херодот каже да историју треба знати да би се објаснило зашто је између Хелена и варвара долазило до ратова. (наративна заблуда). К. Попер свједочи о непоузданости историјског знања, историја напосто није аргуменат, него концепт објашњења историјског смисла.

Појмови срећа, неизвјесност, непотпуност информација, случајност, срећна прилика су са аспекта предвидљивости функционално исти. Вјероватноћа може бити и степен вјеровања на које се ослања човјек при доношењу одлуке. Тако „50 посто шансе да сутра пада киша, у Лондону може значити да ће пола дана падати киша, у Берлину да 50% експерата сматра да ће бити кишовито, а у Бруклину, кладионичарска ситуација је таква да би људи уложили 50 центи на опкладу да ће падати киша, у ком случају их чека добитак од једног долара“ (стр. 317)

Економско објашњење се сусреће са асиметричним информацијама које су постале данас у економској теорији интелектуална мода. Примјер велике асиметрије (идеја са асиметричним исходом) даје нам још Паскалова опклада.

Не знам да ли Бог постоји, каже Паскал. Ако не постоји знам да нећу добити ништа од тога зато што сам атеиста. Али ако постоји, могу много да изгубим. Дакле, то оправдава моју вјеру у Бога. (Расл је на то примијетио, да бог мора створити будале, да би Паскалови аргументи били ваљани).

Н. Талеб је подсјетио да старост и мудрост имплицира већи степен отпорности у односу на Црне лабудове, али да није гаранција отпорности што је видљиво на примјеру ћурке. Природа је, за нас људе, настарији комплексан систем с мрежама међузависности, нелинеарности и трајним издржљивим односима од које можемо учити, а „банкарски систем мајка свих несрећа које само чекају да се десе“ (стр. 308). Мајка природа, од које би сви мисаони људи, па и економисти могли учити више, „воли сувишности“ (дефанзивна сувишност и резервни дијелови, природа не воли ништа превелико, превелико повезивање, превелику специјализацију, превелику глобализацију)

Економиста би сматрао неисплативим два бубрега, два ока, преферирао би теорију компаративних предности. Међутим, ма колико била пожељна тијесна међусобна повезаност и висок степен интеракције у глобалној привреди, она у кризи води болести и слому система. Дуг и висока задуженост је опасна због претјераног самопоуздања у будућност о којој ништа не знамо и сљепила за Црне лабудове.

Големе компаније и банкарске групе, небанкарске банке су најрањивије због своје големости. Економска наука у разумијевању економског свијета, теоријској изведби и предвиђању, упућена је на идеју реда и поретка, на правилности, иако је економски систем фракталан, крхак и несавршен. Неопходно је у едукацији понављати - слободна глобална тржишта нису по себи дата, напротив, произведена су као

неуправљива и непредвидљива. Као што морске алге производе кисеоник, тако и људи пројектују тржишта. Талеб, подсјећа на „благотворни аспект акутног стреса“, аверзију према варијабилности и научну жудњу за редом и обиљем информација у економији, што нас води у жестоке економске кризе. Глобалној економској кризи, од Велике кризе 1929. године претходило је неколико великих глобалних и регионалних криза, од којих ниједна није била аларм ни поука за будућност. Алан Гринспен, један од председника Федералних резерви САД је пред америчким Конгресом тврдио да банкарску кризу није било могуће предвидјети пошто се оваква „никада раније није десила“. Ерго, велики догађаји немају велике претходнике, као што ни банкарски стрес тестови нису мјерила пројекције најгоре могуће девијације, нити су озбиљни инструменти предвиђања будућних банкарских ризичних догађаја. Знања о економској стварности су непотпуна из чега и произлазе Црни лабудови и потреба за субјективном вјероватноћом различитих могућих исхода, углавном у кратком року. Играч рулета (у ергодиичном систему) може на кратак рок да се дебело обогати, али ако на вријеме не одустане, биће шворц јер рулет увијек добија. Достижна дугорочност начелно не постоји, отуд сентенца у економији да смо „на дуги рок сви мртви“. Ријетки догађаји са великим дејством су углавном неизрачунљиви. Главни проблем теорије рационалних очекивања у економији је у вјеровању да људи долазе до истог мишљења на бази истих информација, чак и ако су им полазне хипотезе различите. Психолошки увиди говоре да људи не мијењају мишљења која их воде до истих закључака (Талеб, стр. 344).

ЛИТЕРАТУРА

- [1] Св. Августин, "Исповести", Миленијум, Београд, 2002. стр 21
- [2] К. Попер, "Објективно сазнање: еволутивни приступ", Паидеиа и ЦИД, Београд и Подгорица, 2002.. стр. 175.
- [3] В. Russell, "History of Western Philosophy", London, 1946. стр. 698
- [4] Р. Скиделски, "Кеунес, повратак великана", Алгоритам, Загреб, 2011 стр. 107
- [5] Ф. А. Хауек, "Поредак слободе", Глобал Боок, Нови Сад 1972. стр 11.
- [6] А. Смит, Богатство народа, том I, стр 16
- [7] М Фриедман, Слобода избора, Глобал, Боок, Нови Сад, 1990 стр 89
- [8] Н. Талеб, 2010, Црни лабуд, Хеликс, Смедерево, 2010. стр хих.
- [9] Д.Мировић, Социологија, Бијељина – Брчко, Факултет спољне трговине Бијељина и Економски факултет Брчко, 2008. стр 346 и 347

ИЗВОРИ И ИНВЕСТИЦИЈЕ СРЕДСТАВА ОСИГУРАВАЧА НА СРПСКОМ ТРЖИШТУ ОСИГУРАЊА

RESOURCES AND INVESTMENTS OF INSURERS IN THE SERBIAN INSURANCE MARKET

Проф. др Јелена Кочовић, Марија Јововић, master

Катедра за статистику и математику / Катедра за
економску политику и развој, Економски факултет
Београд, Србија

Резиме: Прикупљањем и акумулацијом ситних премијских уплата осигураника, осигуравајуће компаније у улози институционалних инвеститора формирају крупне новчане резерве, које представљају важан елемент укупне националне штедње. Средства осигуравајућих фондова могу бити пласирана на тржишту новца и капитала, чиме се подстиче привредна активност и доприноси економском развоју земље. Предмет рада је динамичка анализа структуре извора и инвестиционих пласмана средстава осигуравајућих компанија у Србији, уважавајући степен развијености финансијског тржишта, релевантна законска ограничења и испољене ефекте финансијске кризе. У раду ће такође бити дат упоредни приказ стања и тенденција изабраних истраживачких варијабли у земљама из окружења, као и савремених тенденција у погледу регулативе инвестиционих активности у оквиру концепта Солвентност II у земљама Европске уније. Теоријско и емпиријско истраживање има за циљ да идентификује услове под којима финансијско-акумулаторски потенцијал осигуравајућих компанија на српском тржишту осигурања може бити коришћен у функцији развоја сектора осигурања и целокупне националне економије.

Кључне ријечи: осигуравајуће компаније, институционални инвеститори, финансијска криза, инвестициони портфељ, техничке резерве.

Abstract: By collecting and accumulation of small premium payments from policyholders, insurance companies in the role of institutional investors form large cash reserves, which are an important element of the overall national savings. The insurance funds can be invested in money market and capital market, thus stimulating economic activity and contributing to the economic development of the country. The paper deals with the dynamic analysis of the investment placement structure of insurance companies in Serbia, taking into account the financial market development level, the relevant restrictions and manifested effects of the financial crisis. A comparative review of the situation

and trends in terms of the selected research variables in neighboring countries, as well as the current trends in terms of regulation of investment activities within the concept of Solvency II in the European Union will also be given in the paper. Theoretical and empirical research is aimed at identifying the conditions under which financial - accumulating potential of insurance companies in the Serbian insurance market can be used in function of the development of insurance sector and the whole national economy.

Key Words: insurance companies, institutional investors, financial crisis, investment portfolio, technical reserves

УВОД

Економска заштита лица од ризика који им прете представља примарну функцију осигурања. Настојећи да што адекватније обаве ову функцију, осигуравајуће компаније врше рочну трансформацију средстава прикупљених наплатом премија од осигураника. Део ових средстава, који је намењен покрићу будућих обавеза према осигураницима, расположив је за улагања до тренутка доспећа односних обавеза и издваја се у виду резерви осигураваача. Пласирањем средстава резерви, осигураваачи настоје да остваре одговарајући принос у виду камате и капиталне добити, уз што мањи преузети ризик.

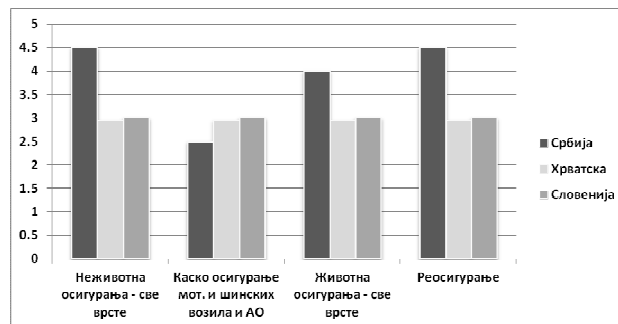
Захваљујући механизму финансирања по принципу резерви, осигуравајуће компаније представљају важне учеснике на финансијским тржиштима економски развијених земаља. Као институционални инвеститори, оне не утичу на количину новца у оптицају и нису предмет монетарног регулисања, не обезбеђују функцију плаћања и своје пословање заснивају на поверењу. Својом инвестиционом стратегијом, ове компаније доприносе развоју свих сегмената финансијског тржишта. Савремени трендови у правцу глобализације и дерегулације утичу на смањење улоге класичних банкарских институција и јачање улоге осигуравајућих компанија као финансијских посредника. Додатно, све израженије присуство катастрофалних ризика (нпр. ризика природних катастрофа или терористичких напада) води ка укрупњавању и концентрацији капитала у делатности осигурања. Вредност и структура имовине осигуравајућих компанија, као водећих институционалних инвеститора у свету, претрпела је одговарајуће последице глобалне финансијске кризе. У периоду опоравка од кризе, осигуравајуће компаније настоје да редефинишу своју инвестициону политику. Бројни изазови у домену инвестирања са којима се тренутно суочавају осигураваачи, као и могућности њиховог превазилажења, постају једно од најактуелнијих питања међу теоретичарима и практичарима из области осигурања.

Имајући у виду значај финансијско – акумулаторске функције осигурања за целокупан економски развој, као и образложене актуелне тенденције на глобалном нивоу, од интереса је сагледати стање и перспективе у погледу остваривања те функције од стране осигуравајућих компанија у Србији. У раду ће најпре бити спроведена анализа извора средстава осигураваача у Србији, у циљу сагледавања њиховог реалног капацитета за испуњавање улоге институционалних инвеститора. Наставак рада ће бити посвећен обиму и структури инвестиционих пласмана ових компанија, уз уважавање нивоа развијености финансијског тржишта, релевантне регулативе инвестирања и дејства глобалне економске кризе, као њихових детерминанти. Методи компаративне и анализе тренда треба да омогуће просторно и временско позиционирање српског тржишта у погледу инвестиционог потенцијала осигураваача и његове искоришћености.

1. ИЗВОРИ СРЕДСТАВА ОСИГУРАВАЧА

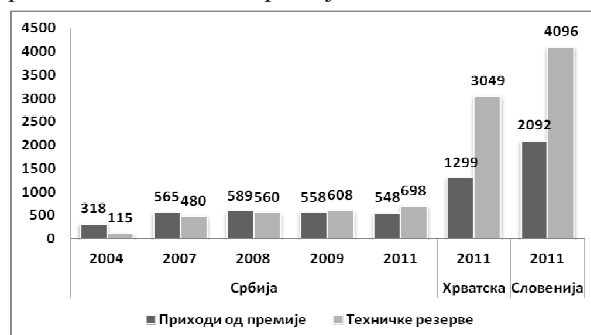
Специфичности делатности осигурања одређују структуру извора средстава осигуравајућих компанија. Основна различитост у односу на субјекте из других области пословања се односи на доминантно учешће обавеза према осигураницима у структури пасиве њиховог биланса стања. У општем случају, средства осигуравајућих компанија потичу из три извора: уплата улога од стране оснивача, уплата премија од стране осигураника и из нето добити коју компанија остварује својим пословањем. Намена средстава која потичу из појединих извора опредељује могућности њиховог улагања од стране осигураваача.

Уплатом улога од стране оснивача формира се почетни фонд сигурности осигуравајуће организације. Његова основна сврха је да у првим годинама пословања, када још увек нису формиране довољне резерве, гарантује солвентност компаније према осигураницима. Почетни фонд сигурности представља услов за оснивање и пословање осигуравајуће компаније, и као такав мора бити трајно обезбеђен. С обзиром на његову дугорочну функцију, овај фонд се јавља као извор средстава за која постоје најмања ограничења у погледу рокова њиховог инвестирања. Пласман тих средстава се може вршити, пре свега, у дугорочне хартије од вредности (обвезнице и акције), и у некретнине (Кочовић, Шулејић, и Ракоњац Антић, 2010, стр. 325). Средства овог фонда могу бити искључиво у новчаном облику, при чему законодавац прописује минималну висину фонда према појединим врстама осигурања. Интересантно је приметити да је, према актуелној законској регулативи, висина почетног фонда сигурности осигураваача у Србији релативно већа у поређењу са Хрватском и Словенијом.



Слика1. Минимална висина почетног фонда сигурности за изабране врсте осигурања (мил. ЕУР)¹⁵

У наредним годинама пословног века осигураваача, најважнији извор средстава постају премије осигурања. Бруто премија, коју осигураници уплаћују, се даље разврстава на нето премију (намењену покрићу преузетих обавеза према осигураницима) и режијски додатак (који служи за покриће трошкова пословања осигураваача). Од укупног износа премија прикупљених у току једне пословне године, један део бива исплаћен у виду накнада штета/осигураних сума у току исте године, док остатак тог износа служи за изравнање осигураних ризика у наредној или наредним годинама, и формира техничке резерве. У питању су средства која припадају осигураницима, али која у међувремену, до тренутка исплате, могу бити пласирана на тржишту новца и капитала, у циљу очувања и увећања њихове вредности. Са аспекта финансијско – акумулаторске функције осигураваача, најважнији елемент техничких резерви представља математичка резерва, која је својствена осигурању живота. Услед наглашене временске неподударности уплата премија и исплата осигураних сума у овој врсти осигурања, средства математичке резерве су дугорочна, обимна и трајна, и као таква могу да се улажу првенствено на тржишту капитала. Управо захваљујући средствима математичке резерве, која имају карактер штедње, осигуравајуће компаније представљају значајне учеснике на финансијским тржиштима економски развијених земаља.

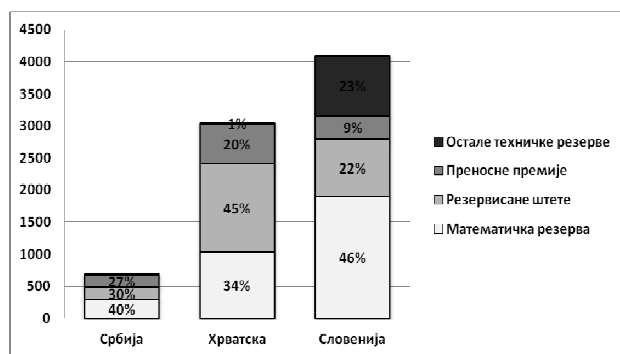


Слика2. Кретање прихода од премије и техничких резерви осигураваача у периоду 2004-2011. године (мил. ЕУР)¹⁶

¹⁵ Закон о осигурању („Сл. гласник РС”, бр. 55/2004, 70/2004, 61/2005, 61/2005, 85/2005, 101/2007, 63/2009 и 107/2009), чл.28, Закон о osiguranju („Narodne novine”, бр. 151/05), čl. 19., Закон o zavarovalništvu (ZZavar – UPB7), čl. 112.

¹⁶ <http://www.nbs.rs>, <http://www.hanfa.hr> и <http://www.a-zn.si>

У периоду од 2004-2007. године приходи од премије на српском тржишту осигурања увећавали су се по просечној годишњој стопи од 27,5%. Од наступања глобалне економске кризе, ови приходи бележе опадајућу тенденцију, услед чега је њихов ниво на крају 2011. године нижи у поређењу са кризном 2008. годином. Иако су техничке резерве током целокупног посматраног периода бележиле константан раст (по просечној годишњој стопи од 34%), с обзиром на ниску полазну основу, као и достигнуте вредности истих варијабли у Хрватској и Словенији, финансијски капацитет осигураваача у Србији се оцењује као релативно низак. Остварени приходи од премије осигурања у 2011. години били су више него двоструко већи на хрватском (1299 мил. ЕУР) и готово четвороструко већи на словеначком (2092 мил. ЕУР) тржишту у поређењу са српским тржиштем осигурања (548 мил. ЕУР). Оступања долазе утолико више до изражаја у погледу износа техничких резерви на овим тржиштима. Њихов износ је у Хрватској већи четири пута (3049 мил. ЕУР), а у Словенији готово шест пута (4096 мил. ЕУР) у односу на Србију (698 мил. ЕУР).

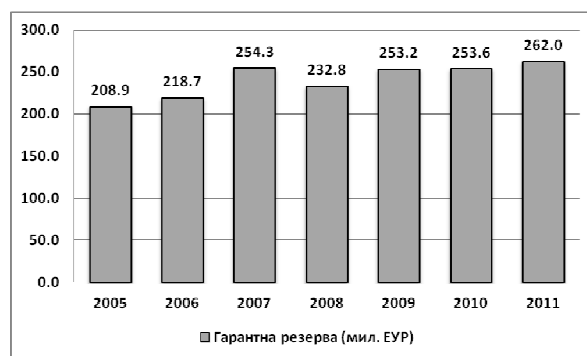


Слика 3. Структура техничких резерви осигураваача у Србији, Хрватској и Словенији (мил. ЕУР)¹⁷

Потпунији увид у реалне могућности остварења финансијско – акумулаторске функције осигураваача у Србији пружа анализа података о математичким резервама. Структура техничких резерви, у којој математичке резерве учествују са 40% се може сматрати задовољавајућом са аспекта дугорочног улагања средстава. Ипак, у апсолутном смислу посматрано, износ математичких резерви на српском тржишту осигурања (279 мил. ЕУР) је више него троструко мањи у поређењу са хрватским (1034 мил. ЕУР), и више него шестоструко мањи у поређењу са словеначким тржиштем (1893 мил. ЕУР). Достигнути ниво ових резерви учествује са свега 50,8% у годишњем премијском приходу у Србији, док исти однос износи 79,5% у Хрватској, и чак 90,4% у Словенији. Објашњење за низак ниво математичких резерви у Србији првенствено произилази из слабе развијености сектора осигурања живота у оквиру неповољног макроекономског амбијента, додатно заоштреног наступањем глобалне економске кризе. Износ премије осигурања живота по становнику је изразито низак, мада је забележен пораст са мање од

једног евра у 2002. години, на приближно 13 ЕУР у 2011. години. Исти овај показатељ бележи вредност од 80 ЕУР у Хрватској, и чак 354 ЕУР *per capita* у Словенији у 2011. години. У складу са наведеним је и учешће осигурања живота у укупном осигуравајућем портфељу од свега 17% у Србији, 23% у Хрватској и 26% у Словенији.

Трећи извор средстава осигуравајућих компанија представља добит, која се остварује из послова осигурања и инвестирања. Резерве из добити и део нераспоређене добити из текуће и ранијих година улазе у састав гарантне резерве, као посебне категорије коју закон установљава ради обезбеђења трајног извршавања обавеза према осигураницима. Аналогно техничким резервама, средства гарантне резерве се улажу у унапред прописане имовинске облике, и у складу са одговарајућим квантитативним ограничењима, у циљу обезбеђења сигурности и диверзификације пласмана.



Слика 4. Кретање гарантних резерви осигураваача у Србији у периоду 2005-2011. године (мил. ЕУР)¹⁸

У номиналном смислу, укупне гарантне резерве осигураваача у Србији бележе тенденцију раста у периоду од 2005. до 2011. године. Међутим, реално посматрано, наступање економске кризе се одразило на смањење износа ових резерви са 254,3 мил. ЕУР у 2007. години на 232,8 мил. ЕУР у 2008. години (када је динарски износ ових резерви повећан са 20,7 млрд. РСД на 21 млрд. РСД). Раст гарантних резерви у периоду након наступања кризе био је спорији у односу на пердкризни период, и резултовао износом ових резерви од 262 мил. ЕУР на крају 2011. године. Поређења ради, само у сектору неживотних осигурања, гарантне резерве на тржиштима Хрватске и Словеније у истој години достигле су износ од приближно 290 мил. ЕУР, односно 360,9 мил. ЕУР, респективно. Дакле, и по основу добити, као трећег извора финансирања, осигураваачи у Србији имају релативно мањи потенцијал да инвестирањем прикупљених средстава допринесу целокупном економском развоју. Имајући у виду да је и почетни фонд сигурности садржан у износу гарантне резерве, наведени подаци указују да његов већи минимални прописани износ у Србији, него у Хрватској и Словенији, не гарантује сам по себи и већи укупан финансијски капацитет осигураваача.

¹⁷ <http://www.nbs.rs>, <http://www.hanfa.hr> и <http://www.a-zn.si>

¹⁸ <http://www.nbs.rs>

2. ПЛАСМАНИ СРЕДСТАВА ОСИГУРАВАЧА И ЊИХОВЕ ДЕТЕРМИНАНТЕ

Могуће је издвојити три правца инвестирања слободних средстава осигуравајућих компанија: улагање у некретнине или директно одобравање хипотекарних зајмова, улагање у хартије од вредности и депоновање новчаних средстава код банака и других финансијских институција (Кочовић и сар., 2010, стр. 328). Пропорције наведених облика улагања унутар активе осигураваача у општем случају су условљене већим бројем фактора, као што су сврха осигурања, врста осигурања којом се конкретна компанија бави, законска регулатива, али и специфичним околностима у виду степена развијености финансијског тржишта и настанка финансијске кризе. Оптимизација инвестиционих пласмана осигуравајућих компанија подразумева поштовање принципа модерне портфолио теорије и управљања активом и пасивом, уз уважавање релативно већег броја ограничења у односу на остале типове инвеститора.

Ликвидност, сигурност и профитабилност, као принципи инвестиционе политике осигуравајућих компанија, не разликују се у односу на компаније из других области пословања. Ипак, сврха делатности осигурања одређује релативан значај, тј. приоритете међу овим принципима. Због основне функције пружања заштите од ризика, свака осигуравајућа компанија мора првенствено водити рачуна о сигурности пласмана приликом доношења инвестиционих одлука. Последице, примарни правац пласирања средстава резерви осигурања треба да буде условно ризична актива, у смислу државних обвезница, дугорочних обвезница државних компанија и банкарских депозита. Поред тога, принцип сигурности се остварује и путем диверзификације улагања, као и одржавањем односа расположивог капитала и маргине солвентности на прописаном нивоу приликом инвестирања средстава, како би се спречила могућа ерозија капитала компаније.

Видови активе у које осигуравајуће компаније инвестирају своја средства, као и рачунат пласмана, детерминисани су и особинама обавеза и извора средстава, у смислу њихове предвидивости и рачунатости. У том погледу, постоји значајна разлика између компанија које се баве животним и компанија које се баве неживотним осигурањем.

Висина премије, као најзначајнијег извора финансирања, позната је приликом закључења уговора како у животном, тако и у неживотном осигурању. Међутим, могућност предвиђања будућих обавеза према осигураницима у погледу њихове висине и тренутка исплате, знатно је већа у осигурању живота. Осигуране суме у овој врсти осигурања су унапред одређене и фиксне, док висина накнаде у неживотном осигурању зависи од више фактора. Исто тако, тренутак наступања осигураног случаја одређен је уговором о осигурању живота, док

је у неживотном осигурању сасвим неизвесно да ли ће и када настати штета. Коначно, разлика у рачунатости извора средстава и обавеза произилази из чињенице да се уговори у неживотном осигурању обично закључују на период од једне године, док се уговори у животном осигурању односе на вишегодишње временске периоде. Наведене особине извора финансирања и обавеза осигуравајућих компанија условљавају знатно шири спектар инвестиционих могућности и дужи инвестициони хоризонт компанија за животно осигурање. Квалитетна дугорочна средства којима располажу компаније ове врсте осигурања могу бити предмет инвестирања на тржишту капитала, првенствено у државне обвезнице и акције. Компаније из области неживотног осигурања, са друге стране, релативно већи део своје имовине држе у готовини, готовинским еквивалентима и краткорочним хартијама од вредности (првенствено комерцијалним записима и записима трезора).

Структура инвестиционог портфеља осигуравајућих компанија одређена је и законском регулативом, која се, као што је већ поменуто, првенствено односи на пласирање средстава техничких резерви и гарантне резерве. Циљ законодавца је очување реалне вредности ових средстава у савременим условима нестабилног инвестиционог амбијента и брзе промене вредности новца, као и одржавање способности осигураваача да у сваком датум тренутку измири своје обавезе према осигураницима. Регулацијом се стриктно прописују облици имовине у које осигураваачи могу вршити улагања, и лимитира њихово појединачно учешће у односу на укупан износ техничких и гарантне резерве.

Поред наведених фактора, степен развијености финансијског тржишта такође детерминише меру у којој ће осигуравајуће компаније моћи да реализују своју функцију институционалног инвеститора. Способност осигураваача да својим инвестиционим активностима посредно и непосредно задовоље очекивања акционара, органа надзора, осигураника и других стејкхолдера реално су ограничене уколико је понуда финансијских инструмената оскудна. У условима неразвијеног тржишта капитала, осигуравајуће компаније се претежно појављују на тржишту новца, што се неповољно одражава на њихову профитабилност по основу послова инвестирања, нарочито у области осигурања живота чије обавезе изискују квалитетне дугорочне пласмане (Кочовић, Ракоњац Антић, Јововић, 2011, стр. 147).

Коначно, фактор који доминантно одређује обрасце инвестирања осигураваача у највећем броју земаља у савременим условима јесте глобална финансијска криза. Последице финансијске кризе, која је у 2008. години прерасла у економску кризу, за осигуравајуће компаније биле су вишеструке, како на страни пасиве, тако и на страни активе њихових биланса. У односу на имовину осигураваача, криза се манифестовала путем већег броја канала. Свеопшти крах финансијског тржишта, мерено кроз пад цена акција и раст каматних стопа на тржишту капитала, довео је у питање вредност инвестиционих пласмана

осигуравача, а самим тим и обећане исплате осигураницима. Ризичност активе повећана је услед директног утицаја *sub - prime* хипотекарних кредита, али и ризика банака које су погођене кризом, а са којима су осигуравачи повезани посредством држања депозита и улагања у њихове хартије од вредности. Нарочито велике губитке претрпеле су компаније које су се бавиле финансијским инжењерингом, који је скопчан са спекулативним ризиком, као што је *American International Group (AIG)*. Реагујући на финансијску кризу, осигуравачи по правилу смањују учешће акција и повећавају учешће (државних) обвезница и краткорочних пласмана у својим инвестиционим портфељима. Аналогно понашање осигуравачи као инвеститори испољили су и након кризе у периоду 2001-2003. године, од када највећи удео у структури њихових портфеља имају пласмани у државне и корпоративне обвезнице (Кочовић, 2009, стр. 41). Ипак, битна различитост актуелне у односу на кризу са почетка протекле деценије огледа се у изразито неповољној реакцији тржишта обвезница и израженом порасту кредитног ризика производа и институција који су се у претходном периоду сматрали сигурним (Elling, Schmeiser, 2010, стр. 12). Чак и државне обвезнице, као традиционално сигурни инструменти, у условима актуелне дужничке кризе представљају извор кредитног ризика за осигураваче.

А. Осигуравајуће компаније у улози институционалних инвеститора у Србији

Неразвијеност финансијског тржишта, сиромашна понуда финансијских инструмената и низак ниво инвестиционе активности услед недовољности слободних новчаних средстава, условљавају битно различиту структуру пласмана и мање значајну улогу осигуравајућих компанија као институционалних инвеститора у Србији у односу на економски развијене земље света. С обзиром на оскудност дугорочних државних обвезница и обвезница органа локалне управе и практично непостојање корпоративних обвезница, осигуравајуће компаније се сусрећу са прилично ограниченим могућностима у погледу оплодне расположивих средстава и диверзификације преузетих ризика. Самим тим, изостаје њихова значајна функција ефикасног алокатора финансијских средстава и стабилизатора тржишта капитала. Истовремено, деловање наведених фактора лимитира преливање кризних ефеката са напредних финансијских тржишта на активу осигуравача (Кочовић, Кочовић, Јововић, 2012, стр. 720). Са вредношћу имовине од 125,7 млрд. динара (11,84 млрд. евра) у 2011. години, осигуравајуће компаније у Србији учествују са свега 4,4% у укупној билансној суми финансијског сектора (Народна банка Србије [НБС], 2012, стр. 5). На нивоу земаља чланица ОЕЦД-а, сектор осигурања остварује просечно учешће од 9% у вредности укупне финансијске имовине, при чему исти показатељ у земљама попут Француске и Шведске достиже приближно 20% (Coletta, Zinni, 2012, стр. 6).

Начин улагања средстава осигуравача који послују у Србији условљен је одговарајућим (под)законским прописима. Успостављањем актуелног законског оквира 2004. године, установљена је знатно рестриктивнија регулатива инвестиционе активности осигуравача у односу на претходни временски период, у циљу обезбеђења сигурности пласмана, враћања поверења у осигурање и јачања његове мобилизаторске функције на квалитетним основама. Уважавајући недовољну дубину и ширину тржишта новца и капитала, као објективну баријеру са којом се суочавају осигуравачи у улози инвеститора, инвестициони прописи су у одређеној мери релаксирани током 2012. године. Иновираним регулативом нису дефинисана експлицитна ограничења у погледу укупних улагања средстава техничких резерви у хартије од вредности којима се тргује на организованом тржишту и ХОВ чији су емитенти правна лица са седиштем у земљама чланицама ЕУ или ОЕЦД-а. Истовремено је повећано дозвољено учешће појединачних пласмана у ове хартије (са 5% на 10%) и укупних пласмана у ХОВ којима се не тргује на организованом тржишту (такође са 5% на 10%) у техничким резервама. Неживотним осигуравачима омогућено је пласирање до 20% техничких резерви у непокретности, у односу на досадашњих 15%. Ипак, у поређењу са важећом регулативом у Хрватској и Словенији, флексибилност домаћих прописа је релативно већа само када су у питању депозити код банака, који, по дефиницији, и нису одлика портфеља институционалних инвеститора.

ТАБЕЛА I. ОГРАНИЧЕЊА ЗА УКУПНЕ ПЛАСМАНЕ ТЕХНИЧКИХ РЕЗЕРВИ У СРБИЈИ, ХРВАТскоЈ И СЛОВЕНИЈИ¹⁹

Облик имовине	Држава		
	Србија	Хрватска	Словенија
ХОВ којима се не тргује на организов. тржишту	10%	10% (само за жив.о.)	10%
Депозити код банака	35% ж.о. 40% нж.о.	30%	30%
Непокретности	30% ж.о. 20% нж.о.	30%	30%

Са друге стране, концептом Солвентност II у земљама чланицама ЕУ предвиђа се увођење метода пруденције регулације (енгл. prudent person principle), којим се укидају досадашња квантитативна ограничења инвестиција осигуравача. Имовина која служи за покриће техничких резерви треба да буде инвестирана на начин који је у складу са природом и трајањем обавеза осигуравача. Међутим, земље

¹⁹ Одлука о ограничењима појединих облика депоновања и улагања средстава техничких резерви и о највишим износима појединих депоновања и улагања гарантне резерве друштва за осигурање („Службени гласник РС“, бр. 87/2012), *Pravilnik o vrstama i obilježjima imovine za pokriće tehničkih pričuva, pravilima za disperziju i ograničenje ulaganja imovine za pokriće tehničkih pričuva, njihovom vrednovanju, usklađenosti, pravilima za upotrebu izvedenih finansijskih instrumenata te načinu i rokovima izveštavanja* („Narodne novine“, бр. 119/09, 155/09, 1/12 и 39/12), *Sklep o podrobnijih pravilih naložb kritnega premoženja in premoženja kritnega sklada ter naložb, ki niso financirane iz zavarovalno-tehničnih rezervacij* („Uradni list RS“, бр. 99/2012)

чланице неће моћи да захтевају од компанија да улажу средства у конкретне имовинске облике, јер такав захтев није у складу са слободом кретања капитала (Directive 2009/138/EC of the European parliament and of the council of 25 November 2009 on the taking – up and pursuit of the business of Insurance and Reinsurance (Solvency II), art. 72). Неопходна претпоставка таквог приступа је увођење методологије евалуације солвентности осигураваача која је заснована на ризицима (укључујући и ризике инвестирања), уместо досадашњег модела фиксног коефицијента, којим се уважавају искључиво ризици осигурања, а који ће се у Србији и даље примењивати.

Иако ограничени, ефекти глобалне економске кризе на инвестиционе активности осигураваача у Србији могу бити идентификовани у домену приноса од инвестирања средстава техничких резерви, односно њихове покривености прописаним облицима активе, као и забележених промена у структури инвестиционог портфеља компанија. Покривеност техничких резерви прописаним облицима активе је погоршана наступањем кризе. Иако је у наставку периода остварено побољшање, проблем обезбеђења квалитетних облика имовине, у складу са одговарајућом регулативом, је и даље наглашен, нарочито у области неживотних осигурања.

ТАБЕЛА II. ПОКРИВЕНОСТ ТЕХНИЧКИХ РЕЗЕРВИ ПРОПИСАНИМ ОБЛИЦИМА ИМОВИНЕ²⁰

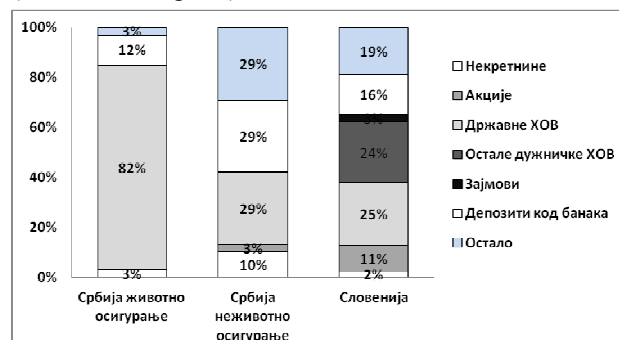
Година					
2007	2008	2009	2010	2011	2012
96,4	90,4	94,2	100,3 ж.о. 101,7 нж.о.	101,5 ж.о. 99,35 нж.о.	100,6 ж.о. 95,3 нж.о.

Настојећи да ублаже капиталне губитке и повећају сигурност и ликвидност својих пласмана, и осигуравајуће компаније у Србији су наступањем актуелне кризе прекомпоновале своје инвестиционе портфеље. У структури њихове укупне имовине уочљив је пад удела пласмана у дугорочне финансијске инструменте у 2008. у поређењу са 2007. годином (са 23,4% на свега 18,3%), уз истовремени пораст удела улагања у реалну имовину (са 18,4% на 22,5%) (НБС, 2009, стр. 10). Анализа структуре инвестиционог портфеља у наставку периода упућује на постепено побољшање, које се огледа у повећању удела дугорочних и смањењу удела краткорочних пласмана, готовине и готовинских еквивалената. По први пут у оквиру посматраног периода, дугорочни пласмани су у 2011. години остварили доминантно учешће у активи осигураваача од чак 30,3% (НБС, 2012, стр. 10). Ипак, у контексту разматрања утицаја финансијске кризе на инвестиционе приносе осигуравајућих компанија у Србији, доминација акција међу њиховим дугорочним пласманима је неповољна, због велике подложности слабо развијеног тржишта значајном паду индекса и под утицајем најмањег неповољног импулса.



Слика 5. Структура имовине осигуравајућих компанија у Србији²¹

Структура имовине која је намењена покрићу техничких резерви усклађена је са њиховом рочношћу. У случају животних осигураваача, 82% дате имовине односи се на државне хартије од вредности и 12% на депозите у банкама. Имовина за покриће техничких резерви неживотних осигураваача, са друге стране, у подједнакој мери је ангажована у депозитима и пласманима у државне хартије (по 29%) (НБС, 2012, стр. 14).



Слика 6. Структура имовине намењене покрићу техничких резерви у Србији и Словенији²²

За разлику од српског тржишта, осигуравајуће компаније у Словенији у просеку инвестирају релативно мање у државне ХОВ (25%) и некретнине (2,1%), а релативно више у акције (10,6%) (Slovenian Insurance Association, 2012, стр. 37). Интересантно је приметити да се чак 24% имовине која служи покрићу техничких резерви осигураваача у Словенији односи на пласмане у дужничке ХОВ осталих емитената. Услед њиховог практичног непостојања на домаћем финансијском тржишту, ове хартије уопште нису заступљене у структури исте имовине осигураваача у Србији.

ЗАКЉУЧАК

Изазови у домену инвестирања осигуравајућих компанија које послују у Србији битно су различити у односу на економски развијене земље. Спроведена анализа обима и структуре инвестиционих пласмана указује на низак инвестициони потенцијал компанија

²¹ <http://www.nbs.rs>

²² Народна банка Србије. (2012). *Сектор осигурања у Србији – извештај за 2011. годину*. Београд: Народна банка Србије, стр. 11, Slovenian Insurance Association. (2012). *Statistical Insurance Bulletin 2012*. Ljubljana: Slovenian Insurance Association, стр. 37.

²⁰ <http://www.nbs.rs>

на српском тржиštu осигурања, али и његову слабу искоришћеност. Недовољна развијеност тржишта осигурања, у условима неповољног макроекономског амбијента, условљава низак финансијски капацитет осигураваача, и тиме објективно ограничава квантитет њихових инвестиционих пласмана. Квалитет, односно структура тих пласмана, са друге стране, детерминисани су сиромашном понудом инструмената финансијског тржишта и стриктним регулативом и надзором. Управо наведени фактори су истовремено сузили простор деловања глобалне финансијске кризе на страни активе осигуравајућих компанија у Србији. Инвестициони губици нису драстични и структура пласмана није значајније промењена. Иако је у посткризном периоду остварен изванредан напредак у погледу односа између дугорочних и краткорочних финансијских пласмана у структури активе осигураваача, и даље су присутне недовољно искоришћене приносне могућности расположивих обртних средстава.

Успостављени законски оквир сам по себи није довољан да осигуравајуће компаније у Србији постану институционални инвеститори у правом смислу. Поједини стручњаци управо заступају становиште према коме је постојећа регулатива исувише ригорозна, водећи се праксом развијених земаља које квантитативна ограничења постепено замењују јачом контролом солвентности осигуравајућих компанија од стране стручног надзорног органа. Развој домаћег финансијског тржишта (првенствено у домену корпоративних обезвница) и тржишта осигурања (првенствено у домену осигурања живота) представљају неопходне претпоставке да осигуравајуће компаније у Србији заузму своје место међу финансијским посредницима, и тиме допринесу укупном економском развоју земље. Њиховим испуњењем, ове компаније ће се наћи пред новим изазовом развоја и примене софистицираних стратегија и техника обликовања инвестиционог портфеља и прилагођавања образаца инвестирања светским стандардима.

ЛИТЕРАТУРА

- [1] Coletta, M., Zinni, B. (2012). *Insurance corporations and pension funds in OECD countries*, Geneva: UNECE, Преузето 24.03.2013. са сајта (www.oecd.org/std/na/48925676.ppt).
- [2] Directive 2009/138/EC of the European Parliament and of the Council of 25 November 2009 on the taking – up and pursuit of the business of Insurance and Reinsurance (Solvency II), Official Journal of the European Union
- [3] Ellling, M., Schmeiser, H. (2010). Insurance and the Credit Crisis: Impact and Ten Consequences for Risk Management and Supervision. *The Geneva Papers on Risk and Insurance – Issues and Practice*, 35 (1), 9-34.
- [4] Кочовић, Ј. (2009). Insurance and the global financial crisis. C. Daykin, V. Baskakov (ur.), *Insurance and the global financial crisis* (36-51). Beograd: Udruženje aktuarsa Srbije, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta.
- [5] Кочовић, Ј., Кочовић, М., Јововић, М. (2012). Impact of global financial crisis on insurance industry in selected Western Balkan countries. P.

Teixeira, A.P. Duarte, S. Redžepagić, D. Erić, S. Andrejević (ur.), *European integration process in Western Balkan countries* (708-725). Coimbra: Faculty of Economics.

- [6] Кочовић, Ј., Ракоњац Антић, Т., и Јововић, М. (2011). The impact of the global financial crisis on the structure of investment portfolios of insurance companies. *Economic Annals*, LVI (191), 143-162.
- [7] Кочовић, Ј., Шулејић, П., Ракоњац Антић, Т. (2010). *Осигурање*. Београд: Центар за издавачку делатност Економског факултета.
- [8] Народна банка Србије. (2009). *Сектор осигурања у Србији – извештај за 2008. годину*. Београд: Народна банка Србије.
- [9] Народна банка Србије. (2012). *Сектор осигурања у Србији – извештај за 2011. годину*. Београд: Народна банка Србије.
- [10] Одлука о ограничењима појединих облика депоновања и улагања средстава техничких резерви и о највишим износима појединих депоновања и улагања гарантне резерве друштва за осигурање („Службени гласник РС“, бр. 87/2012)
- [11] Pravilnik o vrstama i obilježjima imovine za pokriće tehničkih pričuva, pravilima za disperziju i ograničenje ulaganja imovine za pokriće tehničkih pričuva, njihovom vrednovanju, usklađenosti, pravilima za upotrebu izvedenih finansijskih instrumenata te načinu i rokovima izveštavanja („Narodne novine“, br. 119/09, 155/09, 1/12 i 39/12)
- [12] Sklep o podrobnejših pravilih naložb kritnega premoženja in premoženja kritnega sklada ter naložb, ki niso financirane iz zavarovalno-tehničnih rezervacij („Uradni list RS“, br. 99/2012)
- [13] Slovenian Insurance Association. (2012). *Statistical Insurance Bulletin 2012*. Ljubljana: Slovenian Insurance Association.
- [14] Закон о осигурању („Сл. гласник РС“, бр. 55/2004, 70/2004, 61/2005, 61/2005, 85/2005, 101/2007, 63/2009 и 107/2009)
- [15] Закон о осигурању („Narodne novine“, br. 151/05)
- [16] Закон о zavarovalništvu (ZZavar – UPB7)
- [17] <http://www.a-zn.si>
- [18] <http://www.hanfa.hr>
- [19] <http://www.nbs.rs>

JAVNO-PRIVATNO PARTNERSTVO I JAVNI INTERES

THE PUBLIC-PRIVATE PARTNERSHIP AND PUBLIC INTEREST

Prof. dr Jovičić Miladin, Fakultet poslovne ekonomije
Bijeljina, Univerzitet Istočnom Sarajevu

Dipl. ek. Zupur Ognjen, Master studij na Fakultetu poslovne
ekonomije Bijeljina, Univerzitet u Istočnom Sarajevu

Jovičić Ankica, Alpina Salzburg, Austrija, doktorant na
Ekonomskom fakultetu u Beču
Beč, Austrija

Rezime: Javno privatno partnerstvo podrazumijeva široku lepezu odnosa između javnog i privatnog sektora u cilju zadovoljenja javnog interesa. Javni interes podrazumijeva djelovanje u korist zajedničkog dobra, pa se sa pravom postavlja pitanje „koja je to kritična masa koja donosi odluku o tome šta je to djelovanje u korist zajedničkog dobra“? Ko je taj ili koji je to standard dovoljno pouzdan i dovoljno reprezentativan koji odlučuje o tome šta je zajednički interes, odnosno javni interes? Po tradicionalnom poimanju, javni sektor je zadužen za zadovoljenje javnog interesa koristeći sredstva poreskih obveznika. Međutim, šta onda kada potrebe za zadovoljenjem javnog interesa rastu, a javni sektor nema dovoljno sredstva da ih zadovolji? Jedan od načina rješavanja tog „problema“ je angažovanje privatnog sektora. Međutim, i privatni sektor ima svoj interes a on se ogleda u tome da na što duži rok obezbijedi što veći prinos na uložena sredstva. Kako pomiriti interes javnog i privatnog sektora i interese korisnika? Jedini način je partnerski odnos između zainteresovanih strana što podrazumijeva eliminisanje maksimalističkih ciljeva i prihvatanje optimalnosti primjerene datim uslovima.

Ključne riječi: partnerstvo, javni sektor, korisnik, privatni sektor, interes, profit, vrijednost.

Abstract: The public-private partnership implies a wide range of relationships between the public and private sectors targeted at satisfying the public interest. The public interest implies acting on behalf of the common good, which brings us to the following question "what is the critical mass that decides on what it means to be acting on behalf of the common good"? What is the standard sufficiently reliable and sufficiently representative to determine the difference between the common and public interest? According to the traditional understanding, the public sector is responsible for satisfying the public interest by using taxpayers' funds. However, what happens when the needs for satisfying the public interest increase but the public sector does not have enough resources to provide for them? One way to solve this "problem" is to engage the private sector. On the other hand, the private sector has an interest of its

own and it is reflected in the need to provide the greatest possible return on investment in the long run. How to reconcile the interests of the public and private sectors and the interests of beneficiaries? The only way is a partnership among all interested parties which implies elimination of maximal objectives and acceptance of optimum ones, appropriate in given circumstances.

Keywords: partnership, public sector, users, private sector, interest, profits, value.

UVOD

Javno privatno partnerstvo se najčešće smatra kao poseban vid kooperacije između javnog i privatnog sektora, a u cilju zadovoljenja javnog interesa. U takvoj situaciji imamo sa jedne strane interes javnog sektora koji se ogleda u što kvalitetnijem zadovoljenju javnog interesa. S druge strane, imamo interes privatnog sektora koji se iskazuje kroz ostvarenje što većeg profita. Ono što nije do kraja jasno je pitanje, šta je to javni interes, ko ga definiše, ko ga promoviše, ko ga zadovoljava, iz kojih sredstva se obezbjeđuje, ko snosi rizik, ko je odgovoran za njegovo ostvarenje i još niz pitanja koja se u praksi često javljaju, a na koja se teško može dati jasan odgovor.

Osnovna stvar je da se kod definisanja javnog interesa posmatra interes cjeline, u odnosu na interes pojedinca. Vezano za ovo pitanje je i pitanje finansiranja zadovoljenja javnog interesa. Ako posmatramo tradicionalni pristup obezbjeđenja sredstava za finansiranje zadovoljenja javnog interesa, a to su sredstva iz budžeta odnosno od poreskih obveznika, onda je jasno da javni interes mora biti interes široke populacije. Vezano za to je i tumačenje da je javni interes „interes koji koristi svima a ne šteti nikome“.

Međutim, može se s pravom postaviti pitanje da li je interes pojedinca u suprotnosti sa širim interesom. Da li se zadovoljenjem interesa pojedinca zadovoljava i opšti, javni interes. Pristupi su različiti. Od toga da je najveći stepen zadovoljenja javnog interesa kroz zadovoljenje interesa pojedinca, do toga da privatni sektor prije svega interesuje profit, a on je često u suprotnosti sa opštim, javnim interesom pošto su im i ciljevi u startu različiti. Upravo kroz ovaj rad će se pokušati dati dio odgovora na iskazane dileme u poimanju javnog i privatnog interesa i njihovog zadovoljenja kroz javno privatno partnerstvo.

1. JAVNI INTERES

Da bismo mogli govoriti o tome šta je javni interes i neophodnosti njegovog zadovoljenja, potrebno je prije toga nešto reći o tome ko je u osnovi zadužen za zadovoljenje javnog interesa. Pored toga neophodno je ukazati na izvore sredstva iz kojih se mogu obezbijediti uslovi da se javni interes zadovolji. Isto tako, da li su se vremenom mijenjali uslovi pod kojim je javni sektor obezbjeđivao zadovoljenje javnog interesa i da li je javni sektor jedino zadužen za zadovoljenje javnog interesa. Da li se „uvlačenjem“ privatnog sektora u stvaranju

preduslova za zadovoljenje javnog interesa mijenja osnovna uloga i zadaća javnog sektora. Da bi na ta i na niz još pitanja dali adekvatan odgovor, neophodno je dati u startu dati odgovor na pitanje, šta je to javni interes.

Postoji jako mnogo prilaza u tumačenju javnog interesa. Tradicionalni pristup definisanju javnog interesa je da se pravi razlika između interesa cjeline i interesa pojedinca. Želi se naglasiti da u svakom slučaju postoji prednost zadovoljenja javnog, opšteg interesa u odnosu na interes pojedinca. U takvom pristupu se vidi i osnovna razlika između javnog i nekog drugog interesa. Međutim, postoji jako mnogo dilema o tome kako pravilno definisati javni interes. Osnovna dilema je da li je interes pojedinca suprotstavljen javnom interesu, odnosno da li zadovoljenjem privatnog interesa zadovoljavamo i javni interes. Da li je apriori, privatni interes suprotstavljen javnom interesu? Još je Adam Smit u svojoj knjizi (1776) „Bogatstvo naroda“ smatrao da se javnom interesu najbolje služi ako pojedinac radi ono što je u njegovom sopstvenom interesu, a u isto vrijeme ne ugrožavajući nečiji tuđi interes. U promovisanju i zadovoljenju javnog interesa nema mjesta moralisanju.

Ako javni interes podrazumijeva djelovanje u korist zajedničkog dobra, postavlja se pitanje da li mora postojati konsenzus o tome šta je to što treba raditi da bi bilo u javnom interesu i koje je to kritična masa koja odlučuje o tome gdje je granica između javnog i privatnog interesa. Ako se pođe od toga da je program od javnog interesa u interesu „svih“, kome treba prepustiti odluku o tome šta je dobro za sve, da li stručnjacima ili cjelokupnoj zajednici. Vrlo je interesantna tvrdnja poznatog ekonomiste Lok Sang Ho-a (Routledge, 2012), koji tvrdi da javni interes mora biti nepristrasno ocijenjen i stoga javni interes definiše kao „ex ante dobrobit reprezentativnog pojedinca“. Ovo je tzv. posljedični pristup koji „mjeri“ korist. Postoje različiti pristupi o tome koliko članova zajednice koji čine javnost mora da ima koristi prije nego se neki interes proglasi za javni. Postoje dva ekstremna polazišta: u jednom da svaki član društva mora da ima koristi od realizacije tog interesa, dok drugi polazi od toga da svako zadovoljenje nekog interesa može biti u širem društvenom interesu s tim da ne prouzrokuje štetu drugima. Vjerovatno se rješenje nalazi negdje između. U većini slučajeva kroz zadovoljenje javnog interesa neko dobija a neko i gubi.

Veoma često se može u literaturi naći tvrdnja da je javni interes onaj interes koji koristi svima i ne šteti nikome (ili podjednako šteti svima). Veoma su interesantni navodi Ben-a i Piters i H. L. A. Hart,^[2] koji smatraju da sam proces utvrđivanja javnog interesa utiče na donošenje konačne odluke o tome da ona bude u korist jednog posebnog interesa ili grupe interesa a na štetu drugih. Bilo bi poželjno testirati program za koji mislimo da ima podršku javnosti. Da li ta podrška podrazumijeva da mora biti podrška svih članova zajednice ili neke „kvalifikovane“ većine? Ako je to podrška samo dijela zajednice, šta je onda sa interesima i pravima onoga dijela koji je u manjini. Uzmimo za primjer eksproprijaciju nepokretnosti. Eksproprijacija je mjera državne prinude kojim se pravo svojine na nekoj

nepokretnosti oduzima ili ograničava, uz pravičnu naknadu, u cilju ostvarenja određenog opšteg interesa²³. Eksproprijacija predstavlja zahvat države u pravo svojine i ograničenje slobode raspolaganja i korištenja ovim pravom, s tim da je obavezna da obezbijedi pravičnu naknadu koja po pravilu ne može biti manja od tržišne. U ovom obrazloženju možemo poistovjetiti opšti i javni interes. Ko donosi odluku o tome šta je to javni interes? Obično je kod eksproprijacije to država ili lokalna zajednica koja nekakvim svojim posebnim aktom proglašava opšti, odnosno javni interes.

Pitanje je da li se sa tim slaže onaj kome se uskraćuje ili oduzima pravo vlasništva ili pravo raspolaganja određenom nepokretnosti. Da li je to onda javni interes koji podrazumijeva interes svih, ili članova zajednice ili pak onaj ko donosi odluku predstavlja javnost, odnosno zajednicu, odnosno kvalifikovanu većinu. To su sve nejasnoće koje često stručnu javnost stavljaju pred dilemu, da li je javni interes u suštini interes svih ili pak države, lokalne zajednice ili dijela zajednice koja preko određenih institucija proglašava nešto od javnog interesa.

2. JAVNI SEKTOR

Nakon što smo donekle razjasnili šta je javni interes, neophodno bi bilo ukratko pojasniti i sam pojam i značaj javnog sektora. Većina ljudi javni sektor poistovjećuje sa državom i njenom ulogom. Ovo je velikim dijelom tačno ako se uzme u obzir da je razvojem demokratije, jačanjem pravne države, kao i razvojem tehnike i tehnologije, a samim tim i rastom životnog standarda stanovništva država dobila novu, kvalitetniju ulogu. Ona treba da, pored ostalih uslova, obezbijedi uslove za zadovoljenje interesa svojih građanja bilo da su one lične ili profesionalne prirode.

„Država je čudan stvor, vremenom se neprestano mijenjala, jačala, odumirala, države su se međusobno ujedinjavale, raspadale, sukobljavale i naravno podlijevale unutrašnjim sukobima i borbama za prevlast između pojedinih vladajućih elita i ideologija. A ipak je taj stvor preživio sve promjene i na neki način ostao isti. Možda je u međuvremenu savremena država naučila da ublažava najoštrije suprotnosti, vladajuće elite su vremenom razvije kulturnije vidove borbe za vlast, a država je preuzela brigu za javno dobro. Sa jedne strane, u političkom smislu država gubi svoju realnu moć, a sa druge, uloga države u održavanju javnog dobra i osnovnog društvene infrastrukture, upravo zbog njenog stalnog razvoja, ima sve veći značaj“²⁴ Međutim, nije samo država javni sektor. Javni sektor, u principu čini država i niži organi vlasti:

1. Državu sa administrativnog aspekta čini:
 - a. skupština,
 - b. vlada sa ministarstvima,
 - c. agencije,
 - d. uredi.
2. Lokalne uprave što podrazumijeva:

²³ Ačanski, T., Eksproprijacija i pravična naknada, Naša zakonitost, br. 10-11/84

²⁴ Grad, F., Izbori i izborni sistem, Pravni fakultet Ljubljana, str. 147.

- a. entitete,
 - b. gubernije,
 - c. kantone,
 - d. županije,
 - e. regije,
 - f. gradove,
 - g. opštine.
3. Javna preduzeća i neprofitne organizacije (pošte, željeznice, sektor energetike, putevi, školstvo, zdravstvo, kultura, odbrana, infrastruktura i slično).
 4. Vanbudžetski fondovi.

Uloga javnog sektora je izuzetno bitna. Ona se ogleda u sljedećem:

- Stvaranju uslova za jačanjem demokratije – to podrazumijeva da što veći broj ljudi učestvuje u procesu donošenja odluka i da taj proces bude što transparentniji. Posebna odgovornost leži u činjenici da javni sektor raspolaže novcem poreskih obveznika i da on odlučuje gdje će ta sredstva biti potrošena odnosno gdje će biti upotrijebljena,
- Jačanju pravne regulative –to podrazumijeva, prije svega jasna razgraničenja zakonodavne, sudske i izvršne vlasti i posebno zaštitu ljudskih prava,
- Stvaranju uslova za ekonomski rast i razvoj što je u tijesnoj vezi sa rastom životnog standarda stanovništva. To opet podrazumijeva podizanje nivoa efikasnosti i efektivnosti privrede koja obezbjeđuje konkurentnost domaće privrede u uslovima ubrzanje globalizacije,
- Jačanju socijalne brige o stanovništvu – bez obzira na rast standarda raste potreba socijalnog zbrinjavanja određenih kategorija stanovništva, briga o porodici, zaštita socijalno ranjivih kategorija i slično,
- Jačanju uticaja na zdravstveni sistem, sport, kulturu, nauku i drugo

U ovim oblastima se najviše ogleda snaga javnog sektora a preko njega i snaga države sa kojom se najčešće poistovjećuje javni sektor. Šta karakteriše javni sektor? To je prije svega:

- poslovanje u uslovima nepotpune konkurencije,
- krajnji cilj nije profit nego zadovoljstvo korisnika,
- aktivnost realizuju veliki sistemi sa tendencijom njihovog jačanja,
- finansiranje iz budžeta ili pak fondova uz neznatno učešće samih korisnika usluga,
- rigidno uspostavljeni formalni sistem uprave i nadzora,
- visoki zahtjevi korisnika u pogledu profesionalnosti u pružanju usluga,
- mogućnost angažovanja privatnog sektora čiji je cilj profit, s tim da se aktivnosti moraju odvijati u okvirima predviđenim zakonima.

Vidljivo je da javni sektor ne gubi na značaju. Naprotiv, samo se javljaju drukčiji modalitete njegovog angažovanja u zadovoljenju javnog interesa. Dva su

razloga jačanja njegovog značaja. Prvi je vezan za rast svijesti i obrazovanja građana i jačanja njihove spoznaje o svojim pravima, mogućnostima i obavezama javnog sektora. Drugi razlog leži u činjenici, da i pored rasta društvenog bruto proizvoda, i rasta standarda stanovništva, rastu potrebe koje treba da zadovolji javni sektor. U krajnjoj instanci, javni sektor ostaje odgovoran za zadovoljenje javnog interesa. Pitanje je iz kojih izvora obezbijediti sredstva za zadovoljenje tog interesa. Kao jedno od rješenja pojavio se privatni sektor, sa svojim mogućnostima ali i sa svojim zahtjevima²⁵.

3. PARTNERSTVO JAVNOG I PRIVATNOG SEKTORA

Saradnja između javnog i privatnog sektora sve više dobija na značaju. Ako uprostimo ovu pojavu, ona se može svesti na to da javni sektor naručuje uslugu, proizvod ili radove, a privatni sektor to uradi uz adekvatnu nadoknadu. Međutim, partnerstvo između ova dva sektora je mnogo složenija pojava. U startu se javljaju razlike, prvo u motivima, a zatim i u različitim viđenjima realizacije i zadovoljenja sopstvenih interesa. I ovdje je interes pokretač svega. Pod javno-privatnim partnerstvom se podrazumijeva veoma široka lepeza mogućih odnosa javnog sektora i privatnog (nevladinog) kako bi se realizovali neki projekti ili pak pružile neke usluge. Komisija za privatno finansiranje investicija (*Public Finance Initiative-PFI*) javno-privatno partnerstvo definiše „kao odnos između javnog i privatnog sektora u kome se dijeli rizik na osnovu zajedničkih nastojanja da se ostvari poželjan rezultata javnih politika”. Cilj je postići veću efikasnost, lakši pristup kapitalu, podjela ukupnih i pojedinačnih rizika, a u isto vrijeme zadržati i podići nivo društvene odgovornosti (posebno mjesto dobija zaštita životne sredine i sigurnost zaposlenih).

Javno-privatno partnerstvo možemo definisati u najširem obliku kao skupinu zajedničkih inicijativa javnog sektora te privatnog profitnog i neprofitnog sektora u kojima svaki subjekt unosi određene resurse i sudjeluje u planiranju i odlučivanju²⁶. Njime se obezbjeđuje sinergija aktivnosti i međusobnih odnosa između ova dva segmenta ekonomskog sistema kojim se ostvaruje mobilizacija resursa u ostvarenju zajedničkih interesa sa ciljem pripreme i realizacije strategije razvoja određenih područja.

Javno-privatno partnerstvo zasniva se na konceptu podjele rizika, ali se opet ne može vezati samo za to. Snošenje rizika je samo jedan, ali veoma bitan segment, definisanja i uspostavljanja partnerskih odnosa. Projekat ili usluga mogu se smatrati javno-privatnim partnerstvom onda kada rizike gradnje, kao i rizike potražnje ili raspoloživosti, snosi privatni sektor. Ovo je definicija koju primjenjuje Evropska unija. Kad su u pitanju javno privatna partnerstva, pored odgovornosti za uspješno obavljanje izgradnje, privatni partner snosi i odgovornost

²⁵ Privatni sektor se obično tretira kao pravno lice ili pak pojedinac dio privrednog miljea jedne zemlje, gdje je vlasništvo privatno ili najvećim dijelom privatno i čiji je osnovni motiv poslovanja profit.

²⁶ Gulija, B., Javno-privatno partnerstvo, Euroscope Bilten europskoga dokumentacijskog centra-dodatak-br. 73/04., str. 1

u slučaju opadanja potražnje za uslugom na tržištu (rizik potražnje), kao i u slučaju da usluga nije obavljena na dogovorenom nivou (rizik raspoloživosti).

Pod ovim pojmom, danas se u užem smislu podrazumijeva kooperativni poduhvat u sklopu kojih javni i privatni sektori udružuju resurse i stručna znanja kako bi kroz prikladne alokacije rizika i nagrada zadovoljili neku javnu potrebu. Primjenom različitih metoda, privatni sektor može zaposliti svoje resurse u pružanju dobara i usluga koje tradicionalno osiguravaju državne (javne) službe. Pri tome, moraju se obezbijediti uslovi za zadovoljenje profitnog interesa privatnog sektora, bilo na kraći bilo na duži rok. U isto vrijeme, javni sektor, zadužen za zadovoljenje javnog interesa, mora taj interes ostvariti na što racionalniji način. To je saradnja koja se zasniva na međusobno usaglašenim ciljevima koji se postižu tokom realizacije određenog javnog projekta u oblastima planiranja, proizvodnje i pružanja usluga, finansiranja, poslovanja i naplate javnih usluga. Saradnja koja se uspostavlja na relacijama partnerstva bitno se razlikuje od tradicionalnog načina pružanja usluga. Kod tradicionalnog načina investiranja u javna dobra ili usluge radi zadovoljenja javnog interesa, pojavljuje se čist kupoprodajni odnos. Javni sektor obezbjeđuje sredstva čijim plasmanom se stvaraju uslovi za zadovoljenje javnog interesa. Izvođači radova mogu biti iz različitih struktura, i privatni i državni, i društveni i mješoviti, i domaći i strani i sl. Interes javnog sektora je da u svojstvu partnera koji definiše vrste i obim poslova ili usluga prenese na privatni sektor obavljanje poslova pružanja usluga, a interes privatnog sektora kao partnera jeste ostvarenje profita uz obavezu kvalitetnog ispunjavanja ugovorenih usluga.

Koncept javno-privatnog partnerstva počiva na potrebi stalnog unapređivanja postojećih i pronalaženja efikasnijih načina zadovoljenja javnog interesa. Javno-privatno partnerstvo podrazumijeva ugovor između javnog sektora i privatnog partnera, u kojem privatni partner pruža javnu uslugu i preuzima značajan finansijski, tehnički i operativni rizik u ovom projektu. Evropske komisije u svojim Smjernicama za uspješno javno privatno partnerstvo, to partnerstvo definiše kao „partnerstvo između javnog i privatnog sektora u svrhu realizacije projekta ili usluga koje tradicionalno pruža javni sektor”.

Ekonomska enciklopedija definiše javno-privatno partnerstvo kao „kooperaciju javnog i privatnog sektora na području planiranja, proizvodnje, pružanja usluga, finansiranja, poslovanja ili naplate javnih poslova“ (Ekonomska enciklopedija). Ovom definicijom jasno je da javni sektor „nudi“ određena područja djelovanja nekom drugom, u ovom slučaju i privatnom sektoru, kao partneru koji će ne samo da obezbijedi sredstva, nego i neko ko ima odgovornost za kvalitet zadovoljenja javnog interesa. Često se privatnom sektoru obezbjeđuje da učestvuje u nadziranju gotovo svih elemenata toga projekta, i to kako u fazi realizacije tako i u fazi eksploatacije i koji će u krajnjem slučaju i snositi rizik realizacije takvog projekta. Da bi mogao da odgovori svojoj svrsi, model javno privatnog partnerstva počiva na

nekim osnovnim pravilima koji se generalno mogu svesti na to da:

- Sve zainteresovane strane (javni i privatni sektor kao i krajnji korisnici) moraju naći svoj interes,
- Proces izbora privatnog partnera mora biti najefikasniji sa aspekta odnosa rezultata, ulaganja i očekivanja,
- Procedure izbora privatnog partnera moraju biti u potpunosti transparentne kako bi se obezbijedio maksimalan nivo konkurencije,
- Rizik mora preuzeti ona strana koja ih najefikasnije može da riješi.

Definisani su i najvažniji principi za privatni sektor u javno privatnom partnerstvu koji se ogledaju u sljedećem:²⁷

- Osigurati dodatni kvalitet,
- Osigurati alternativne upravljačke sposobnosti,
- Osigurati dodatnu vrijednost za korisnika usluga i javnost u cjelini,
- Osigurati optimalnu upotrebu resursa.

Osnovni princip koji vlada u javno-privatnom partnerstvu može se svesti, iskazati, kroz razmjenu vrijednosti za novac. Ovo je osnovni pokretač javno-privatnog partnerstva. Ovaj princip ne počiva na tome da se odabere „najjeftinija“ ponuda nego da se odabere rješenje koje dugoročno daje najbolje efekte. To podrazumijeva dugoročno sagledavanje koristi za javni sektor kao i dugoročno kretanje troškova koji opet posebno interesuju privatni sektor. Javno privatno partnerstvo je jedan konglomerat zajedničkih inicijativa javnog i privatnog sektora u kome svaki subjekt učestvuje u planiranju, unosi u taj projekat određena sredstva, učestvuje u donošenju svih bitnih odluka i učestvuje u snošenju rizika zajedničkog posla. Ako posmatramo javno-privatno partnerstvo u užem smislu, ono se može definisati kao „kooperativni poduhvati u sklopu kojih javni i privatni sektor udružuje resurse i stručna znanja kako bi kroz odgovarajuću alokaciju resursa, nagrada i rizika, zadovoljili određenu javnu potrebu. Veoma interesantan pristup ovom međusobnom odnosu su izgradile neke zemlje, u smislu da je javno i privatno partnerstvo institucionalni i organizacioni savez javnog sektora i privatnog biznisa u cilju sprovođenja društveno značajnih projekata. Ti društveno značajni projekti idu od strateški bitnih sektora na nivou države do manje značajnih projekata na nivou regionalne ili lokalne zajednice. U principu javno-privatno partnerstvo podrazumijeva saradnju u dva elementa²⁸:

- Kod planiranja, finansiranja, upravljanja i izvođenja projekta javnog sektora,
- Kod podjele rizika, odgovornosti i nagrada između javnog i privatnog sektora.

Pri objašnjenju pojma javno privatno partnerstvo, potrebno je napraviti razliku između ovakvog partnerskog odnosa u isporuci javne usluge i privatizacije, zbog toga što se često poistovjećuje

²⁷ Evropska unija vodič za lokalne zajednice u BiH, SNV Holandska organizacija za razvoj, Sarajevo, 2011. godine, Druga knjiga strana 21.

²⁸ Jovičić, M.; Javno-privatno partnerstvo-šansa i izazov, Časopis za teoriju i praksu menadžmenta- Lider broj 14, godina IV, januar/mart 2010, str. 45-51.

privatizacija i javno privatno partnerstvo. Osnova na kojoj počiva javno privatno partnerstvo nije privatizacija. Privatizacija se javlja kada izvršimo prenos vlasništva iz javnog u privatni sektor. Njom vršimo jednokratno i nepovratno ustupanje prava pružanja javne usluge privatnom sektoru, sa ograničenim mogućnostima uticaja javnog sektora na kvalitet i cijenu proizvoda i usluga nastalih u režiji sada isključivo privatnog sektora. Javno-privatno partnerstvo pretpostavlja uvođenje privatnog sektora u proces zadovoljenja javnog interesa za koji je po pravilu zadužen javni sektor. U osnovi partnerskog odnosa je zadovoljenje interesa svih zainteresovanih strana, a te strane su korisnici proizvoda i usluga, javni i privatni sektor.

Javno-privatno partnerstvo se zasniva, prije svega, na saradnji subjekata javnog i privatnog sektora. U ugovornom odnosu saradnje javnog partnera i privatnog partnera javni sektor je taj koji definiše problem, standard usluge i način rješavanja problema, a privatni sektor da ugovorenu uslugu pruži uz što manje troškova. Za razliku od ugovorenog odnosa u javno-privatnom partnerstvu zajednički se donosi odluka o procesu pružanja javne usluge sa svrhom da se postigne određena efikasnost za obje strane. Neko bi mogao, čitajući ovaj rad, da stekne pogrešan utisak da je javno-privatno partnerstvo potreba ili čak privilegija, viših organa vlasti, prije svega države.

Javno-privatno partnerstvo pretpostavlja saradnju između organa javne vlasti, bez obzira na nivo te vlasti, i privatnog sektora. Cilj je zadovoljiti javni interes, a da pri tome javni sektor po mogućnosti ne angažuje svoja sredstva.²⁹

Potrebe za zadovoljenjem javnih interesa nisu ništa manje ni na lokalnom nivou. Naprotiv, potrebe za bržim lokalnim razvojem u stalnom su porastu. Kapitalne investicije lokalnih samouprava čine značajan udio u javnom sektoru: države članice Evropske unije više od polovine svog kapitala troše na lokalnom nivou što iznosi 1,5 % BDP-a.³⁰ Dva su ključna razloga nekvalitetnog zadovoljenja javnog interesa na lokalnom nivou. To je nedostatak sredstava i posebno izražen problem nedostatak kvalitetnog kadra. Upravo je šansa prevladavanja ovih ograničavajućeg faktora uvođenje privatnog sektora u partnerske odnose sa javnim sektorom. Preduzetnička inicijativa privatnog sektora će upravo preko zadovoljenja sopstvenih, prije svega profitnih interesa, zadovoljiti i interese javnog sektora koji se opet ogledaju u zadovoljenju neke javne potrebe za koji je „zadužen“ javni sektor. Prema tome, javno-privatno partnerstvo će sve više dobijati na značaju. Pogotovo je to, nažalost, pokazala svjetska ekonomska kriza koja se možda najviše manifestovala u oblasti građevinarstva. To je skrenulo pažnju investitorima, a to je u oblasti infrastrukture tradicionalno javni sektor, da

potraže nove izvore finansiranja odnosno nove vidove saradnje. Jedina adresa na koju se mogu obratiti je privatni sektor. Međutim, sigurno je da privatni sektor ne želi da ulaže tamo gdje nema sopstveni interes koji se ogleda prije svega u tome da oplodi uloženi kapital³¹. Sa druge strane, i kod privatnog sektora i te kako se osjećaju posljedice svjetske ekonomske krize. Ona se ogleda prije svega u činjenici da su bankarska sredstva postala skupa i nema ih dovoljno raspoloživih po prihvatljivim uslovima. U isto vrijeme javni sektor je počeo tragati ili bolje reći eksperimentisati sa nekim drugim izvorima sredstava kao što je izdavanje obveznica³². Međutim, sve prognoze govore da će partnerstvo javnog i privatnog sektora ponovo dobiti na značaju i pored trenutne stagnacije. Predmet javno privatnog partnerstva mogu biti u principu sve one djelatnosti gdje se angažovanjem javnih sredstava zadovoljavaju interesi određenog broja ili određenih kategorija ljudi. To se odnosi prije svega na:

- Komunalnu infrastrukturu,
- Zdravstvenu infrastrukturu,
- Obrazovnu, kulturnu i sportsku infrastrukturu,
- Saobraćaj,
- Korištenje vodotoka i drugih voda,
- Korištenje rudnog bogatstva,
- Energetike,
- Korištenje ljekovitih termalnih i mineralnih voda,
- Oblast komunikacija gdje se može prepoznati javni interes,
- Zaštita životne sredine,
- Turizam.

Sigurno je da će se modaliteti i intenzitet saradnje javnog i privatnog sektora u narednom periodu intenzivirati³³. To će posebno biti izraženo kod zemalja u tranziciji gdje proces vlasničke, organizacione i upravljačke transformacije nije u potpunosti završen. U takvim uslovima javne potrebe rastu, javni sektor ih ne može u potpunosti zadovoljiti. Šta ostaje kao jedno od rješenja? To je partnerstvo sa privatnom sektorom a partnerstvo podrazumijeva međusobne ustupke odnosno moraju se obezbijediti uslovi za razmjenu vrijednosti za novac.

ZAKLJUČAK

Nesporna je činjenica da javne potrebe rastu, a da javni sektor nema dovoljno sredstava i da pokazuje nedovoljnu efikasnost u zadovoljenju tog interesa. Sa druge strane, privatni sektor traži područje djelovanja gdje bi

²⁹ Upravo jedan od osnovnih razloga saradnje javnog i privatnog sektora je taj što javni sektor nema dovoljno sredstava da uđe u neke projekte, odnosno budžetska sredstva koja su ograničena, žele da upotrijebe u neke druge oblasti.

³⁰ Damjanović, D., Pavlović, T., Križanić, G., Partnerstvo javnog i privatnog sektora, dobra i loša iskustva u odabranim zemljama u tranziciji, Palco centar, Beograd, 2010. godina (strana 19)

³¹ Ekonomska kriza koja je započela krajem 2008. godine već se nepovoljno odrazila na neke države. Procjene njenog uticaja na lokalne samouprave te iste godine već su pokazale pad udjela lokalnih investicija u ukupnim državnim javnim investicijama za 4%. Kao što je izvještaj EPEC-a pokazao, u prvih devet mjeseci 2009. godine zabilježen je ukupan pad od 30% u obimu i broju aranžmana JPP u nekim zemljama u okruženju (Mađarska, Bugarska, Poljska).

³² Na području Bosne i Hercegovine to nije dalo ni približno očekivane efekte. Najveći dio tih obveznica izdatih od strane lokalnih zajednica nije pobudilo značajnije interesovanje investitora.

³³ Dva su osnovna modela javno privatnog partnerstva: ugovorni i institucionalni. U posljednje vrijeme sve je više u praksi prisutan model projektnog finansiranja kao jednog od modaliteta finansiranja javno privatnog partnerstva

najefikasnije ostvario svoj interes. Taj interes je optimalan profit. Kroz saradnju javnog i privatnog sektora pokušavaju se zadovoljiti interesi i jednih i drugih. Međutim, to partnerstvo mora obezbijediti da korisnici proizvoda i usluga, bez obzira ko ih obezbjeđuje, dobiju maksimalan kvalitet. Bez obzira na oblik partnerstva, javni sektor je taj koji je u krajnjoj instanci odgovoran za zadovoljenje javnog interesa. Poreski obveznici su ti čijim sredstvima se finansira dijelom ili u potpunosti obezbjeđenje uslova za zadovoljenje javnog interesa. Na javnom sektoru je odgovornost da ta sredstva što racionalnije iskoriste, što se može manifestovati kroz sintagmu „razmjene vrijednosti za novac“. Posebno je pitanje šta je to javni interes i kako i ko ga definiše. Po jednom stajalištu, kroz realizaciju javnog interesa svaki član društva mora da obezbijedi određenu korist.

Po drugom polazištu svako zadovoljenje nekog interesa može biti u širem društvenom interesu pod uslovom da ne prouzrokuje štetu drugima. U periodu koji slijedi za očekivati je da rastu potrebe za zadovoljenjem javnog interesa. Sa druge strane, javiće se nedostatak sredstava prikupljan na tradicionalan način, a to su sredstva od poreskih obveznika. Moraju se obezbijediti trajni, izdašni i povoljni izvori. To bi trebalo da obezbijedi privatni sektor sa svom svojom infrastrukturuom. Međutim, privatnom sektoru se moraju obezbijediti dugoročno povoljni uslovi da bi i on ostvario svoj interes, a to je oplodnja uloženog kapitala. Kriza recesije koja je pogodila svjetsku ekonomiju 2008. godine i koja još nije u potpunosti prevaziđena jasno je pokazala da se i kod privatnog sektora javlja nedostatak sredstava. Bankraski sistem je u krizi i veoma je teško obezbijediti sredstva pod uslovima koja će zadovoljiti i korisnika javne usluge ili dobra, i privatni i javni sektor kao i banku. Sredstva postaju „skupa“. Jedno je sigurno, saradnja između javnog i privatnog sektora će i dalje rasti samo se postavlja pitanje pod kakvim uslovima.

LITERATURA

- [1] Akintoye, A., Beck, M., Hardcastle, C. , Public-Private Partnerships Managing Risk and Opportunities, Oxford, Blackwell, Science,2006.
- [2] Ačanski, T., *Eksproprijacija i pravična naknada*, Naša zakonitost, br. 10-11/84.,
- [3] Damjanović, D., Pavlović, T., Križanić, G., *Partnerstvo javnog i privatnog sektora, dobra i loša iskustva u odabranim zemljama u tranziciji*, Palco centar, Beograd, 2010.,
- [4] *Evropska unija vodič za lokalne zajednice u BiH*, SNV Holandska organizacija za razvoj, Sarajevo, 2011. godine, Druga knjiga, 2011.
- [5] Gulija, B., *Javno-privatno partnerstvo*, Euroscope Bilten europskoga dokumentacijskog centra-dodatak-br. 73/04.,
- [6] Grad, F., *Izbori i izborni sistem*, Pravni fakultet Ljubljana,
- [7] Jovičić, M.; *Menadžment-principi i funkcije*, FPE Bijeljina, 2012.
- [8] Jovičić, M.; *Javno-privatno partnerstvo-šansa i izazov*, Časopis za teoriju i praksu menadžmenta - Lider broj 14, godina IV, januar/mart 2010.
- [9] Jovičić, M., Jovičić, A.; *Javno privatno partnerstvo kao*

moгуćnost poboljšanja efikasnosti javnog sektora, Međunarodni Simpozijum-Inžinjerski menadžment i konkurentnost, Zrenjanin, 2011.

- [10] Slijepčević Đ., Amović M., Ivanić M., *JPP u funkciji prevazilaženja aktuelne fiannsijsko ekonomske krize* - pregledni članak, ACTA ECONOMICA, god. 9, br. 14 / 2011.
- [11] Šinković, Z.; Klarić, M., *Javno-privatno partnerstvo.*, Zbornik radova Veleučilišta u Šibenik.,2007.

Internet izvori

www.pppue.undp.org
 www.eib.org
 www.ppp-projektdatenbank.de
 www.sourceoecd.org
 www.medicom.com
 www.edabl.org
 www.cambridge.org
 www.hm-treasury.gov.uk
 www.srp.gov.rs
 www.irbrs.net
 www.efst.hr

СЕКЈУРИТИЗАЦИЈА АКТИВЕ КАО СРЕДСТВО ФИНАНСИРАЊА КОРПОРАЦИЈА

ASSET SECURITIZATION AS AN INSTRUMENT FOR FINANCING CORPORATIONS

Проф. др Ненад Вуњак, редовни професор, департман
Финансије, банкарство, рачуноводство и ревизија
Економски факултет, Суботица, Србија
мр Вера Мировић, предавач, Висока пословна школа
струковних студија, Нови Сад, Србија

Резиме: Секјуритизација активе је један од најзначајнијих извора финансирања корпорација. Мотиви употребе секјуритизације активе су бројни, а свакако најзначајнији је диверзификовање изворе финансирања. Активу чине кредити и друга потраживања са различитим роковима доспећа. Секјуритизација омогућава трансформисање неликвидних потраживања у ликвидне хартије од вредности. Могућност емитовања хартија од вредности на основу активе је довело до револуције у корпоративном финансирању. Ванбилансна секјуритизација омогућава и преношење ризика активе на инвеститоре. Користе је финансијске и нефинансијске корпорације, па се као колатерал користи велики број различитих потраживања. Највећи удео у хартијама од вредности обезбеђених активом имају хартија од вредности обезбеђене хипотеком (MBS), потраживања по кредитним картицама, кредити за аутомобиле, студентски кредит, лизинг и обезбеђене дуговне облигације (CDO). Секјуритизација активе се као облик корпоративног финансирања све више примењује и у земљама у транзицији и земљама у развоју.

Кључне речи: корпоративно финансирање, секјуритизација активе, хартија од вредности обезбеђене активом.

Abstract: Asset securitization is one of the most important financing sources for corporations. Reasons for the use of asset securitization are numerous, and certainly the most significant is diversification of financing sources. Assets are loans and other receivables with different maturities. Securitization enables transformation of non-liquid receivables into liquid securities. The possibility of issuing asset-backed securities has marked the turning point in corporate financing. Off-balance sheet securitization also allows the transfer of asset risk to investors. This is used by both financial and non-financial corporations, so a large number of receivables are used as collateral. Mortgage-backed securities (MBS), credit card receivables, auto loans, student loans, equipment lease and collateralized debt obligations (CDO) have the largest share within asset-backed securities (ABS). Asset securitization as a

form of corporate financing is being increasingly used in countries in transition and developing countries

Key Words: corporate finance, asset securitization, asset backed securities (ABS)

УВОД

Секјуритизација активе (asset securitization, asset securitisation) представља процес емисије хартија од вредности на основу пула сличне активе која служи као колатерал. Секјуритизација активе је најважнији фактор развоја финансијског система, те се стога сматра револуцијом у банкарским и финансијским услугама (Alles, 2001, стр. 3). Секјуритизација представља сваки процес код којег се финансијско потраживање трансформише у утрживе хартије од вредности. То је процес којим се новачни ток или полагање права у односу на трећа лица, која постоје или ће постојати у будућности, идентификују, консолидују, одвајају од зајмодавца и онда трансформишу у хартије од вредности, које ће бити понуђене инвеститорима (Kothari, 2006, стр. 9). Основна сврха секјуритизације јесте прикупљање новчаних средстава на финансијском тржишту по нижим каматним стопама. Процес секјуритизације активе обухвата следеће фазе:

- зајмодавац креира одређену активу (кредите и друга потраживања),
- зајмодавац продаје активу на финансијском тржишту,
- купац (спонзор, аранжер) активе формира труст,
- актива се гупише у пул и преноси у труст,
- труст емитује хартије од вредности,
- одређује се сервисер за трансакцију,
- сервисер прикупља потраживања од пула и прикупљена новачана средства се прослеђују инвеститорима.³⁴

Како се исплаћују обавезе на основу активе, исплаћују се новчана средства инвеститорима у хартије од вредности. Дакле, исплата обавеза по хартијама од вредности зависи од исплате обавеза по кредитима или другим потраживањима. Секјуритизација се врши уз помоћ ентитета за посебну намену (SPV), у чијем билансу стања се налази актива која је колатерал за емисију хартија од вредности. Оснивачи (спонзори) труста могу бити комерцијалне и инвестиционе банке, осигуравајуће компаније, хец фондови и друге финансијске институције, као и нефинансијске компаније (произвођачи аутомобила, произвођачи рачунара, авио компаније и сл). Оснивач труста на основу

³⁴ Зајмодавац или оригинатор је финансијска институција која креира активу (одобрава кредит или ствара друга потраживања). Купац активе се назива спонзор или аранжер. Оснивач труста може бити зајмодавац који је одобрио кредит (или креирао потраживање) или може бити купац кредита на финансијском тржишту.

сопствене или купљене активе врши секјуритизацију.

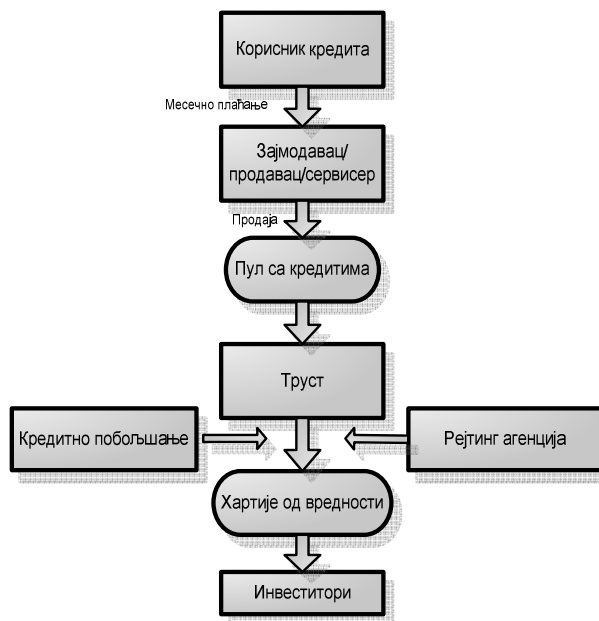
Пул могу да сачињавају неколико стотина или хиљада кредита и других потраживања. Кредити се групишу према различитим критеријумима: (1) величини, (2) року доспећа, (3) географској локацији корисника кредита, (4) кредитној историји корисника кредита, (5) старости потраживања, (6) преосталом времену до рока доспећа кредита, (7) историји неиспуњења обавеза и сл. Веома је важно какав се квалитет кредита налази у пулу. Два су важна питања при избору пула активе. Прво питање се односи на новчани ток пула који треба да је предвидив. Друго питање се односи на активу која треба да буде хомогена. То значи да ни једна актива не би требала да буде толико велика да може да утиче на укупни принос портфолија.

Комплексност процеса секјуритизације активе намеће потребу за већим бројем учесника, а најзначајнији учесници су: (1) зајмодавац (оригинатор), (2) оснивач труста, (3) ентитет са специјалном наменом, (4) сервисер, (5) субјект који врши кредитно побољшање и (6) рејтинг агенција. *Зајмодавац* (оригинатор) је финансијска институција која креира активу: одобрава кредит или ствара друго потраживање. Зајмодавац може да изврши секјуритизацију активе формирањем пула и емисијом хартија од вредности. Зајмодавац може одобрене кредите да прода другој финансијској институцији која ће извршити процес секјуритизације. Уколико зајмодавац прода кредите, тада најчешће задржава улогу сервисера. *Сервисер* прикупља главницу и камату од корисника кредита и прикупљена новчана средства прослеђује трусту. У САД постоје специјализоване финансијске институције које се баве само пословима сервисирања. На сл. 1 је представљен процес секјуритизације активе.

Оснивач труста (спонзор, аранжер) може бити сам зајмодавац који је одобрио кредит (или креирао потраживања) или купац кредита на финансијском тржишту. Спонзор је покретач и организатор процеса секјуритизације. Спонзор контролише процес секјуритизације у потпуности и остварује добит уколико је процес секјуритизације успешан.

*Ентитет (точак) са специјалном наменом*³⁵ оснива спонзор са циљем да изврши емисију хартија од вредности. Ентитет са специјалном наменом може бити корпорација, компанија са ограниченом одговорношћу и труст. Ентитет са специјалном наменом је најчешће је у облику труста. На труст се преноси актива која служи као колатерал. Стога је једина улога труста да буде власник активе. Труст не доноси пословне одлуке, јер је пасивног карактера. Дизајниран је тако да не може да банкротира. Најчешће се труст оснива тако да је порески

неутралан, односно да се добит коју труст у процесу секјуритизације оствари неопорезује.



Слика 1. Процес секјуритизације активе

Уколико труст не оствари пореску неутралност, тада то доводи до двоструког опорезивања: (1) по основу прихода спонзора и (2) по основу дистрибуирања новца од стране труста. Уколико дође до двоструког опорезивања, тада труст није више за спонзоре профитабилан. Велики је број начина да се труст дизајнира тако да може да оствари пореску неутралност. Прво, трустови се обично оснивају у „пореском рају”: Бермудима, Кајманским острвима, Девичанским острвима и сл. Собзиром да овакав труст није основан на територији дотичне државе (нпр. САД), он не може бити опорезован. Стога се трустови формирају тако, да имају одредбу да не послују на територији САД (Gorton и Souleles, 2005, стр. 55).

Прост облик труста емитује тзв. прослеђене хартије од вредности код које се главница и камата из пула прослеђују инвеститорима у хартије од вредности (тзв. Grantor trust). Овакав облик труста се користи када су предвидиве исплате камате и главнице по кредитима. Инвеститори имају третман власника колатерала и имају права на удео од прикупљеног новчаног тока на основу колатерала. Код грантор труста, исплата главнице не може бити убрзана ни за једну класу хартија од вредности. То значи да је просечан животни век исти за све класе хартија од вредности, под претпоставком да се неће остварити губитак. Грантор труст се најчешће користи када се врши секјуритизација кредита за аутомобиле. Труст може емитовати комплексније хартије од вредности, које имају више класа, са различитим роковима доспећа. Прикупљена главница се не прослеђује инвеститорима, већ се инвестира у нову активу и то у времену док обавезе труста не доспеју.

За разлику од грантор труста, код мастер труста исплата главнице може бити убрзана или може

³⁵ Ентитет (точак) са специјалном наменом у пракси има више назива (Special purpose entity (SPE) или special purpose vehicle SPV, conduit), што зависи од структуре биланса стања и сврхе за коју је креиран. Понекада се зове и по хартијама од вредности које емитује, на пример ентитети који емитују обезбеђене дуговне облигације (CDO) се тако и називају - “CDOs”.

каснити у зависности од класе којој дотичне хартије од вредности припадају. Мастер труст омогућава емитенту да прода већи број хартија од вредности у различито време користећи исти труст. Треба истаћи, да се притоме све хартије од вредности емитују на основу истог пула потраживања. Код мастер труста сваки емитовани сертификат представља удео у свим потраживањима у дотичном пулу. Оваква структура труста даје емитенту више флексибилности, с обзиром да је емитовање нових хартија од вредности лакше и брже. Мастер труст представља врсту револвинг труста. Емисија додатних хартија од вредности је у овом случају једноставнија.

Институција која пружа кредитно побољшање омогућава да секјуритизоване хартије од вредности добију већи рејтинг, него што је вредност колатерала. Кредитно побољшање се користи да би се побољшао кредитни рејтинг, па самим тим и цена и утрживост хартија од вредности. Кредитно побољшање се остварује преко кредитног писма, полисе осигурања, гаранције траћег лица и сл. Код интерног кредитног побољшања, које обезбеђује оснивач труста, користе се истовремено актива и рачуни са новчаним средствима.

Рејтинг агенције процењују кредитни квалитет трансакције, односно емитованих хартија од вредности. Ове агенције се сматрају кредибилним јер поседују способност да процене и вреднују различите врсте актив. Агенције не би смеле да имају финансијски интерес у трансакцијама које процењују.

Секјуритизација представља облик структурисаног финансирања, тако да је довела до настанка различитих врста хартија од вредности. Секјуритизоване хартије од вредности носе ризик активе која представља колатерал, али не и ризик емитента, као што је то случај код корпоративних обвезница. Инвеститори су заинтересовани за приход који ће остварити куповином хартија од вредности, при чему је и ризик веома важан. Инвеститори који су спремни да преузму већи ризик, могу очекивати и већу добит. Дакле, за секјуритизацију активе се може рећи да омогућава редистрибуцију ризика. Стога се често каже да трансфер активе носи са собом и трансфер ризика. Секјуритизација је довела до настанка транши или класа хартија од вредности код којих постоји различита редистрибуција ризика па самим тим и различитих приноса. Код процеса секјуритизације, за разлику код неструктурираних хартија од вредности, инвеститори немају исти или сличан степен изложености у портфолиу. Секјуритизација активе омогућава да се кредитни ризик, ризик ликвидности, ризик превремене отплате кредита и ризик каматне стопе пренесу на инвеститоре.

2. МОТИВИ УПОТРЕБЕ СЕКЈУРИТИЗАЦИЈЕ АКТИВЕ У КОРПОРАТИВНОМ ФИНАНСИРАЊУ

Савремено корпоративно финансирање се не може замислити без процеса секјуритизације активе.

Оваква тврдња се заснива на чињеници да секјуритизација активе пружа могућност *диверзификовања извора финансирања*. Продаја кредита и других потраживања омогућава добијање новчаних средстава на основу којих се могу креирати нова потраживања. Секјуритизација активе пружа могућност *диверзификовања извора прихода* јер доноси приход од провизије. То значи да уколико зајмодавац настави да сервисира кредите тада он добија и провизију. Зајмодавац остварује добит и у случајевима када прода кредите по цени већој од њихове цене коштања. Секјуритизација активе *побољшава ликвидност* јер се врши препакивање неликвидних потраживања у ликвидне хартије од вредности. Процес секјуритизације активе омогућава да се остваре и *нижи трошкови финансирања*. Рејтинг агенција одређује ранг секјуритизованих хартија од вредности на основу квалитета потраживања која су колатерал. Дакле, пул кредита доброг квалитета омогућава да се емитују хартије од вредности високог ранга, вишег него да је актива остала у билансу стања зајмодавца. Остварују се нижи трошкови финансирања, јер издвојена актива има већи рејтинг него сам оригинатор. У таквим условима емитоване обвезнице имају већи кредитни рејтинг, што значи да је мањи ризик за инвеститоре, па је при томе и купонска вредност нижа. Истовремено се смањује и *захтев за регулаторним капиталом* (ниво адекватности капитала) јер ванбилансни третман секјуритизације омогућава да се (Jobst, 2006, стр. 4): (1) редуцирају економски трошкови капитала и регулаторни захтеви за минималним капиталом (као средство реструктурирања биланса стања) и (2) да се диверзификује изложеност активе (ризик каматне стопе и валутни ризик). Адекватност капитала представља једно од најважнијих питања код секјуритизације активе. Треба истаћи да секјуритизација износи активу из биланса стања, што генерално посматрано има позитиван утицај на третман капитала. Ова пракса је у многим земљама навела регулаторне органе да сниже захтеве за капиталом у поступку секјуритизације, што је утицало на појаву стандарда Базел 2. Према Базелском комитету за банацрску супервизију, банке које секјуритизују активу могу да остваре неколико циљева: (1) редуцирају захтеве за регулаторним капиталом, (2) добију нови извор финансирања по нижим трошковима, (3) побољшају финансијски ратио, (4) управљају портфолио ризик и (5) да диверзификују свој портфолио (Asset Securitisation, Basel Committee on Banking Supervision, 2001, стр. 1). Банке имају обавезу да држе минимум капитала у односу на каматноснону активу и продајом неликвидне активе могу одобравати нове кредите на бази исте количине капитала. Дакле, секјуритизација омогућава ефикаснију употребу капитала, јер се на овај начин повећава стопа приноса на капитал. Веома снажан мотив за секјуритизацију налази се у продаји дела активе, уклањању из биланса стања и смањењу потребног капитала неопходног за регулаторне сврхе. Секјуритизација активе омогућава *побољшано управљање активом и пасивом* пословне банке. Токови новчаних средстава секјуритизованих хартија од вредности могу бити перфектно упарени са токовима новчаних средстава од активе која се налази

у пулу. Неподударање рокова доспећа активе и пасиве представља озбиљан проблем за банке и финансијске компаније, јер повећава њихову изложеност ризику. Ипак, овај проблем процес секјуритизације не елиминише у потпуности, већ га преноси на инвеститоре. Треба истаћи и да *рејтинг емитента није пресудан* јер секјуритизација омогућава компанији са нижим рејтингом да добије јефтиније финансирање, само на основу снаге њене активе. Производи секјуритизације могу да остваре рејтинг AAA, без обзира на рејтинг зајмодавца. Секјуритизација представља *алтернативну базу инвеститора* јер иста омогућава проширење базе инвеститора. То се пре свега односи на инвеститоре који се не би могли привући, као што су пензионери фондови, инвестиционе компаније и сл. Секјуритизација *смањује кредитни ризик и ризик каматне стопе* јер се исти преноси на инвеститоре. Смањује се ризик и због тога што се кредит износи из биланса стања зајмодавца. С обзиром да се на овај начин кредити ванбилансно третирају, ризик каматне стопе је аутоматски смањен. За приватне компаније секјуритизација представља *средство прикупљања новца преко јавног дуга*, без откривања пословних информација (као код корпоративних обвезница). Све информација које су потребне инвеститорима везане су за активу и способност зајмодавца да адекватно врши функцију сервисера.

Наравно, ништа мање нису важне и оне институције које врше оцјену достигнутог нивоа квалитета и успостављеног система менаџмента у информационом систему, те је сарадња са њима неопходна.

3. АКТИВА КОРПОРАЦИЈЕ КАО ИЗВОР ФИНАНСИРАЊА

Чињеница је да су зајмодавци све до настанка процеса секјуритизације држали кредите и друга потраживања до рока њиховог доспећа у кредитном портфолију. Данас се потраживања могу продати на финансијском тржишту. Кредити представљају неликвидну активу, тако да се њиховом продајом добијају новчана средства и побољшава ликвидност банке. Дуг (кредит) је постао роба која се може продати (Kothari, 2006, стр. 4). У процесу секјуритизације се може користити било који кредит или потраживање уз услов да има предвидив новчани ток.

Карактеристично је да се у процес секјуритизације осим финансијских институција код којих су потраживања велики део укупне активе укључују и остали сектори привреде. Секјуритизацију као извор финансирања користе и произвођачи аутомобила, компаније које рентирају аутомобиле, компаније које продају опрему на лизинг, компаније које издају кредитне картице, хотели, дистрибутери електричне енергије, телефонске компаније, компаније за послове са некретностима, авиокомпаније, произвођачи рачунара, осигуравајуће компаније и сл. Све компаније које врше продају својих производа или услуга путем кредита или лизинг аранжмана могу учествовати у процесу секјуритизације.

Напред наведено указује да у процесу секјуритизације колатерал може бити различита актива. Стога се у пракси разликује: (1) секјуритизација на основу постојеће активе и (2) секјуритизација заснована на будућем новчаном току (актива која ће у будућности настати). Код првог облика секјуритизације, постоји актива па постоји и новачни ток. У другом случају секјуритизације не постоји ни потраживање ни право на новчани ток. Уговорна права ће настати у будућности. Такође, секјуритизација може бити: (1) домаћа и (2) прекогранична.

Доступни подаци показују да је прва секјуритизација извршена на основу одобрених хипотекарних кредита. Развојем финансијског тржишта и тржишта секјуритизације, почели су се као колатерал користити сви остали кредити и потраживања. Прве хартије од вредности обезбеђене активом емитоване су 1985. године, на основу секјуритизације кредита за аутомобиле од стране Крајслера, а затим је 1986. године банка Фрст Бостон извршила секјуритизацију кредита одобрених од стране Ценерал Моторса. Након тога је уследила секјуритизација потраживања по кредитним картицама 1987. године, а крајем последње деценије прошлог века секјуритизовани су кредити за бродове, кредити за изградњу кућа, студентски кредити и сл. Спери корпорација је емитовала хартија од вредности подржане потраживањима по основу продаје рачунара на лизинг.

Промене у корпоративном финансирању су настале из разлога што банке, услед мањка новчаних средстава, нису могле да одобравају кредите привреди. Корпорације су се окренуле тржишту капитала и тржишту секјуритизације. Самим тим, настају и промене у структури биланса стања банака. У активи банкарског сектора 1983. године кредити корпорацијама су чинили 40% активе, док су 1998. године кредити чинили 25% активе (Kothari, 2006, стр. 21). Корпорације које имају огромне количине потраживања схватиле су да иста могу продати или извршити секјуритизацију.

Највеће тржиште хартија од вредности обезбеђених активом налази се у САД. Хартије од вредности емитују приватни и државни сектор, а све у циљу прикупљања новчаних средстава. Велики број потраживања се користи као колатерал за емисију хартија од вредности обезбеђених активом (ABS). Најчешће се пул формира на основу: кредита за аутомобиле, потраживања по кредитним картицама, потраживања по основу неплаћеног пореза, потраживања по основу одштете, лизинга опреме, кредита за бродове, кредита за франшизе, ауторских права у филму и музици исл. Највећи удео код хартија од вредности обезбеђених активом имају: потраживања по кредитним картицама, кредити за аутомобиле, студентски кредити и обезбеђене дугове облигације (CDO).

Секјуритизација на основу лизинга опреме (Equipment Lease Securitization) представља популарну трансакцију јер је глобално тржиште лизинга веома велико. Просечна годишња вредност лизинга се креће од 500 до 600 милијарди долара (Kothari, 2006, стр. 410). Када се одређује рејтинг

хартија од вредности емитованих на основу лизинга опреме, тада се води рачуна о историјским показатељима. Инвеститори истичу да улажу у хартије од вредности на основу лизинга јер им доносе виши приход од секјуритизованих хартија од вредности по основу ауто кредита и потраживања по кредитним картицама. У оваквом поступку секјуритизације присутна су два отворена питања: (1) неликвидност и (2) процена вредности активе. Проблем се проценом вредности се јавља, јер се пул састоји од хетерогене активе (различити су лизинг аранжмани).

Прва *секјуритизација потраживања по кредитним картицама* извршена је 1986. године када је инвестициона банка Саломон Брадерс купила потраживања по кредитним картицама од Bank One и емитовала је сертификате. Секјуритизација је за емитенте кредитних картица један од најзначајнијих извора финансирања. Треба истаћи да је конкуренција у индустрији кредитних картица веома велика. Кредитне картице издају банке, малопродаја, компаније за путовања и сл. Компаније које издају кредитне картице прате стање на рачунима клијената тако да могу да блокирају дотичну кредитну картицу. Дакле, максимални износ који компанија може да изгуби по основу дуга се може контролисати. Потраживања од кредитних картица (камата и главница) се исплаћују по правилу у периоду од 3 до 4 месеца. Инвеститори нису заинтересовани да купују хартије од вредности обезбеђене потраживањима од кредитних картица са тако кратким роком доспећа. Без обзира што су потраживања по кредитним картицама краткорочна, на основу њих се могу емитовати дугорочне хартије од вредности. Потраживања по кредитним картицама спадају у групу неамортизоване активе, краткорочног су карактера па се код секјуритизације ових потраживања користи револвинг структура. Револвинг структура подразумева да се главница која се прикупи током одређеног временског периода користи за куповину нових потраживања. Све док траје револвинг период, новчани ток на основу наплаћене камате и провизија се исплаћује инвеститорима, али не и прикупљена главница. У току револвинг периода новчани износ главнице коју плаћају корисници кредитних картица задржава труст и реинвестирана у додатна потраживања у циљу одржања величине пула. Револвинг период може да траје од 18 месеци па чак и до 10 година (Fabozzi и Modigliani, 2003, стр. 550). Након завршетка револвинг периода, почиње период амортизације. У току амортизационог периода не купују се нова потраживања, већ се прикупљена главница прослеђује инвеститорима. Главница по хартијама од вредности може бити исплаћена одједном или у ратама. Поједини емитенти акумулирају главницу на посебном рачуну и исплаћују је инвеститорима одређеног дана. Рокови доспећа за исплату главнице могу бити „тврди” или „меки”, у зависности од тога како се надокнађују новчана средства за исплату инвеститора када их на рачуну нема довољно. Код „тврдог” рока доспећа, трећа страна гарантује да ће исплата бити извршена, уколико на рачуну нема довољно новчаних средстава. Код „меког” рока доспећа новчана средства са рачуна се исплаћује инвеститорима. „Меки” рокови доспећа

обично укључују очекивани рок доспећа и коначни рок доспећа (Asset securitization, Comptroller's Handbook, November 1997, стр. 26).

Карактеристично је да емитент кредитних картица продаје своје потраживање (нпр. за милион кредитних картица) трусту који емитује хартије од вредности. Потраживања која купује труст бирају се према стандардним критеријумима. За емисију хартија од вредности обезбеђених потраживањима по кредитним картицама корисити се мастер труст. Мастер труст омогућава да исти труст изврши већи број емисија хартија од вредности. Новчани прилив од кредитне картице се састоји од: камате, главнице и провизија. Камата се наплаћује имаоцу кредитне картице за неизмирени износ кредита, и то након грејс периода. Провизије се наплаћују кориснику кредитне картице због кашњења у плаћању рата, а понекада и у облику чланарине.

Секјуритизацију кредита за аутомобиле примењују финансијске компаније које су у власништву произвођача аутомобила, као и комерцијалне и инвестиционе банке. Финансијске компаније које припадају великој тројци произвођача аутомобила: Ford Motor Credit Co., General Motors Corp. и Daimler Chrysler представљају највеће емитенте хартија од вредности обезбеђених кредитима за аутомобиле. У 2001. години ове три компаније су чиниле 31% тржишта хартија од вредности обезбеђених кредитима за аутомобиле. Квалитет ауто кредита зависи од колатерала, услова позајмљивања и временског периода поседовања (Kothari, 2006, стр. 403). Последњу деценију прошлог века карактерише снажна конкуренција у сектору кредитирања куповине аутомобила и пад квалитета ове врсте кредита. За САД је карактеристично да се услови финансирања куповине аутомобила договарају код дилера (продавца аутомобила). Процес почиње тако да финансијска компанија купује кредит на основу постојеће документације. Новчани ток од кредита за аутомобиле се састоји од месечних рата по распореду и евентуалних превремених отплата. Структура плаћања кредита за аутомобиле је од 3 до 6 година (Kothari, 2006, стр. 404). Брзина плаћања инвеститорима у хартије од вредности обезбеђене кредитима за аутомобиле је изузетно стабилна пре свега због краткорочног кредитног рока и због тога што не постоји могућност рефинансирања кредита. Превремена отплата кредита за аутомобиле је ретка појава и врши се у случајевима продаје возила када се и дуг по кредиту измирује. Код кредита за аутомобиле се корисите труст који врши прослеђивање камате и главнице инвеститорима и труст који омогућава реалокацију новчаног тока по класама хартија од вредности. Код првог труста, новчани ток се исплаћује симултано свим класама хартија од вредности. Код другог труста постоје више класа обвезница, тако да се инвеститори исплаћују према сениоритету и року доспећа (Salomon Smith Barney Guide To Mortgage-Backed And Asset-Backed Securities, 2001, стр. 81).

ТАБЕЛА I. Секјуритизација aktive у земљама у транзицији и земљама развоју

	Продавац active	
	Финансијске институције	Предузећа
Постојећа активна	- Потрошач: кредитне картице, ауто кредити, персонални кредити - Корпорација: кредити, обвезнице, лизинг опреме, франшизни кредити	- Краткорочна трговинска потраживања - Уговорна права - Комунални рачуни
Будућа активна	- VISA, MC плаћања - Путнички чекови - Дознаке	- Извозна потраживања - Рачуни за телефон - Авионске карте - Приходи од путарина

4. КОРПОРАТИВНО ФИНАНСИРАЊЕ У ЗЕМЉАМА У ТРАНЗИЦИЈИ И ЗЕМЉАМА У РАЗВОЈУ

За земље у транзицији и земље у развоју је карактеристично да теже да пронађу капитал како би финансирале инфраструктуру и развој привреде. У циљу смањења зависности од страних банака, затим од компанија и међународних институција, оне се окрећу развоју финансијског тржишта. Чињеница је да би развијене земље и интернационалне финансијске институције требале да престану да позајмљују новчана средства земљама у развоју и да исте науче да се развију без кредита (Масон, 2004, стр. 9). Решење проблема се налази у секјуритизацији различите active. Секјуритизација active је омогућила развој саобраћајница, лука и аеродрома, комуналне инфраструктуре, хипотекарног тржишта и сл. Досадашња пракса је показала да је у земљама у транзицији и земљама у развоју присутна секјуритизација различите врсте active.

Продавци active могу бити финансијске институције и предузећа, док активна која се користи као колатерал може бити: постојећа и будућа активна.

На основу будућег новчаног тока присутна су два типа секјуритизације (Proposed Credit Guarantee Republic of Kazakhstan - Diversified Payment Rights Securitization by ATF Bank JSC, 2007, стр. 27):

- будући новчани ток од прихода које генеришу финансијске институције (банке) у тврдој валути и
- корпоративне трансакције које обухватају експортна потраживања.

Финансијски токови обухватају пре свега потраживања по кредитним картицама и дознакама. Корпоративне трансакције обухватају потраживања од извоза робе (нафта, гас, челик, гвозђе, папир, алуминијум, кафа, соја), затим потраживања од авионских карата, телефонских услуга и др.

Земље у транзицији и земље у развоју Латинске Америке, источне Европе, Азије и Африке примењују секјуритизацију различите врсте active. Секјуритизација у земљама у транзицији је отпочела пре свега емитовањем различитих врста хартија од вредности покривених активом (ABS), да би се касније

почеле примањивати секјуритизација хипотекарних кредита и емисија хартија од вредности обезбеђених хипотеком (MBS). Овај процес је супротан од историјског пута секјуритизације који је био присутан у развијеним земљама (Gwinner, 2007, стр. 29). Активу за емисију секјуритизованих хартија од вредности у земљама у транзицији и земљама у развоју чине стамбени хипотекарни кредити, потрошачки кредити, трговинска потраживања, будућа потраживања, комерцијални хипотекарни кредити, кредити за аутомобиле, потраживања по кредитним картицама и сл.

Секјуритизоване хартије од вредности се емитују у великом броју хипотекарних тржишта у настајању Латинске Америке (Мексико, Бразил, Чиле, Колумбија, Аргентина), Азије (Јужна Кореја, Кина, Индија, Русија, Тајланд, Малезија), Африке (Египат, Јужноафричка Република) и сл. Велика већина ових земље је имала помоћ међународних организација са циљем да успешно изврше процес секјуритизације active.

Обим секјуритизације active је растао током година у земљама у транзицији и земљама у развоју. Земље у транзицији Латинске Америке и Азије имају доминанту улогу у примени секјуритизације active, док европске земље у транзицији примењују секјуритизацију active у мањој мери.

Вредност секјуритизације active се повећавала од 2000. године. Укупна вредност секјуритизације active у 2003. години у земљама у транзицији и земљама у развоју је износила 48 милијарди долара, да би 2006. године, пре почетка светске финансијске кризе, износила 64 милијарде долара. Настанком светске финансијске кризе вредност секјуритизације active се смањила у овим земљама на 53 милијарде долара.

Секјуритизација active у Латинској Америци је почела да се примењује средином 90-тих година прошлог века. Примат је имала прекогранична секјуритизација на основу будућег новчаног тока од извозних потраживања. За Мексико, Бразил и Аргентину се може рећи да представљају лидере у секјуритизацији active у Латинској Америци. Секјуритизација active се примењује и у Колумбији, Чилеу, Перуу и Коста Рики. За азијске земље је карактеристично да последњих 20 година примењују секјуритизацију active. Након 2000. године обим секјуритизације active је порастао у Хонг Конгу, Кини, Јужној Кореји, Малезији, Индији и Тајвану, а примењује се и у Сингапуру, Вијетнаму, Индонезији, Филипинима и Пакистану. Од свих азијских хипотекарних тржишта која су у процесу настајања, најдоминантнија је у процесу секјуритизације active Јужна Кореја.

ТАБЕЛА II. Вредност секјуритизације active по земљама или регионима у милијардама долара

	2003	2004	2005	2006	2007
САД	3671	2649	3139	3256	2892
Јужна Кореја	33	24	28	24	21
Остатак Азије	1	7	4	6	3
Лат. Америка	11	11	14	20	20
ЕЕМЕА	2	4	9	13	10
Укупно земље у транз.	48	46	55	64	53

Највише применљив облик секјуритизације активе у Јужној Кореји је прекогранична секјуритизација на основу продаје гаса. Ras Laffan је компанија која продаје гас и иста је основана од стране компанија Qatar General Petroleum Corp. (70%) и Mobil Oil (30%). Ras Laffan продаје гас државној компанији Kogas Gas Corporation (Kogas). Kogas је највећа државна гасна компанија у Кореи и закључила је 25-годишњи посао са Ras Laffan-ом, обавезујући се да купи већину аутпута. Уговором је утврђена минимална цена по којој Kogas мора куповати гас. 1996. године емитоване су обвезнице инвестиционог ранга у САД. Колатерал за емитоване хартије од вредности су била будућа потраживања од продаје гаса Kogas-у. Успех трансакције је почивао на чињеници да ће природни гас бити продат Kogas-у, на дугорочној основи, тако да су сва плаћања Kogas-а коришћена за плаћање власницима старијих обвезница. Истовремено су сви приходи од будућих потраживања прослеђени независном поверенику, Credit Suisse у Њујорку, који има обавезу да проследи новчана средства имаоцима обвезница. Преостали новчани износ након исплате инвеститора, повереник Credit Suisse, прослеђује компанији Ras Laffan. Процес је представљен на слици.



Слика II. Секјуритизација активе у земљама у транзицији



Слика III. Прегоранична секјуритизација на основу прихода од продаје гаса

ЗАКЉУЧАК

Последњих 30 година секјуритизација активе је добила на значају јер се финансирање, уместо на традиционалном банкарском кредитирању, заснива на емисији хартија од вредности на тржишту капитала. Донедавно тезаурисани капитал постао је основни извор прикупљања новчаних средстава. Секјуритизација је омогућила трошковну ефикасност у финансирању и већу флексибилност у управљању билансом стања банке и других зајмодаваца. Карактеристично је да секјуритизоване хартије од вредности имају већи кредитни рејтинг него друге хартије од вредности. Редукција трошкова је један од најзначајнијих мотива за примену секјуритизације активе. Директан утицај нижих трошкова по којима банке прибављају новчана средства су и нижи трошкови по којима банке одобравају кредите. Због примене процеса секјуритизације, хипотекарне стопе су се смањиле у многим земљама. Велики број потраживања може бити коришћен као колатерал за емисију хартија од вредности обезбеђених активом (ABS). Најчешће се као колатерал користе: кредити за аутомобиле, потраживања по кредитним картицама, потраживање по основу неплаћеног пореза, потраживања по основу одштеге, лизинг опреме, кредити за бродове, ауторских права у филму и музици и сл. Секјуритизација активе је најзначајнији облик корпоративног финансирања у САД, али се све више примењује и у земљама у транзицији и земљама у развоју. Земље Латинске Америке, источне Европе, Азије и Африке примењују секјуритизацију различите врсте активе. Најчешће се примењује прекогранична секјуритизација како би се елиминисао валутни ризик и ризик земље. Актива која се користи као колатерал је веома разноврсна и обухвата потраживања по кредитним картицама, дозволе из иностранства, потраживања од извоза робе (нафта, гас, челик, гвожђе, папир, алуминијум, кафа, соја), затим потраживања од авионских карата, потраживања од телефонских услуга, стамбене и комерцијалне хипотекарне кредите, кредите за аутомобиле, кредити за мала и средња предузећа и др. Секјуритизација активе је омогућила земљама у развоју и земљама у транзицији да добију нови извор финансирања који је омогућио развој саобраћајница, лука и аеродрома, комуналне инфраструктуре и финансијског тржишта.

ЛИТЕРАТУРА

- [1] 2012 Outlook: Latin American Structured Finance, December 21, 2011
- [2] Alles L. (October 2001). Asset Securitization and Structured Financing - Future Prospects and Challenges for Emerging Market Countries, International Monetary Fund, Working Paper 01/147, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp01147.pdf>
- [3] Arner D. (2002). Emerging Market Economies And Government Promotion Of Securitization, *Duke Journal Of Comparative & International Law* (Vol 12:505), <http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1178&context=djcil>
- [4] Arner D., Schou-Zibell L., Lejot P. (2008). Securitization in East Asia, *Working Paper Series on Regional Economic Integration* No. 12, Asian Development Bank, <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract-id=1092282>

- [5] Asset Securitisation (January 2001) Basel Committee on Banking Supervision, BIS, <http://www.bis.org/publ/bcbcsa06.pdf>
- [6] Asset Securitization in CEE & CIS - RI's experience and outlook (February 2008). <http://www.rusipoteka.ru/konf/raiff-1.pdf>
- [7] Asset securitization, Comptroller's Handbook (November 1997) <http://livinglies.files.wordpress.com/2009/08/asset-securitization-comptrollers-handbook.pdf>
- [8] Banks E. (2006). *Synthetic and Structured Assets - A Practical Guide to Investment and Risk*, Chichester, England, John Wiley & Sons Ltd
- [9] Charman J., Central and Eastern Europe: the Development of the Real Estate Market in the Transition Economies, <http://www.lincolninst.edu/subcenters/property-valuation-and-taxation-library/dl/charman.pdf>
- [10] Chiquier L., Hassler O., Lea M. (August 2004). Mortgage Securities in Emerging Markets, Financial Sector Operations and Policy Department, The World Bank, *World Bank Policy Research Working Paper 3370*, <http://elibrary.worldbank.org/docserver/download/3370.pdf?expires=1362051558&id=id&accname=guest&checksum=A4567A394750D249E92CEAA409A0FE58>
- [11] De Molle P. J., Burke A. P. (January 22, 2012). Securitization in the Global Marketplace, http://www.americansecuritization.com/uploadedFiles/Securitization_in_the_Global_Marketplace.pdf
- [12] De Molle P. J., Burke A. P. (January 31, 2010). Securitization in the Global Marketplace <http://www.americansecuritization.com/uploadedfiles/ASF2010GlobalMarketplace.pdf>
- [13] Elul R. (2005). The Economics of Asset Securitization, Business Review Q3 http://www.phil.frb.org/research-and-data/publications/business-review/2005/q3/q3_05_elul.pdf
- [14] Ergunor E. (August 15, 2003). Securitization, Federal Reserve Bank of Cleveland, <http://www.clevelandfed.org/research/commentary/2003/0815.pdf>
- [15] Fabozzi J. F., Editor (2006). *The Handbook of Mortgage-Backed Securities*, Sixth Edition, United States, McGraw-Hill
- [16] Fabozzi J. F., Modigliani F. (2003). *Capital markets, institutions and instruments*, 3th edition, Prentice Hall
- [17] Giddy H. I. (2000), Asset Securitization In Asia, New York University, <http://mx.nthu.edu.tw/~chclin/Class/absasia.pdf>
- [18] Global Securitisation Review 2007/08, International Finance Corporation (IFC), World Bank Group, http://www1.ifc.org/wps/wcm/connect/d05a79804891bbd0b26dbe9afb73a2cc/2007_EuromoneyGlobalSecuritisationReview.pdf?MOD=AJPERES
- [19] Gwinner B. (October 19, 2007). Housing Finance In Developing Countries, The World Bank, http://siteresources.worldbank.org/EXTFINANCIALSEC/TOR/Resources/282884-1239831335682/6028531-1239831365859/N_Gwinner_Housing_Finance.pdf
- [20] Gyntelberg J., Remolona M. E. (June 2006). Securitisation in Asia and the Pacific - implications for liquidity and credit risks, BIS Quarterly Review, <http://ssrn.com/abstract=1519850>
- [21] Hassler O., Walley S., (October 2007). Mortgage Liquidity Facilities, World Bank, http://siteresources.worldbank.org/FINANCIALSECTOR/Resources/Mortgage_Liquidity_Facilities_Hassler&Wall_ey.pdf
- [22] Jobst A. A. (2006). Sovereign Securitization in Emerging Markets, Journal of Structured Finance, Vol. 12, No. 3, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=929568
- [23] Jordan C. (November 30, 2009). Prospects for Securitisation in Transition Economies: The Case of Vietnam, *Legal Studies Research Paper* No. 446, Melbourne Law School, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1516092
- [24] Jung P.: Asset securitization and its application in emerging markets, January 2005.
- [25] Ketkar S., Ratha D. Recent Advances in Future-Flow Securitization, *The Financier* VOL. 11/12, 2004-2005., http://siteresources.worldbank.org/INTMIGDEV/Resources/2838212-1237254959508/Recent_Advances_in_Future_Flow_Securitization.pdf
- [26] Kothari V. (2006). *Securitization - The Financial Instrument of the Future*, John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd.
- [27] Lancaster P. B., Schultz M. G., Fabozzi J. F. (2008). *Structured Products and Related Credit Derivatives: A Comprehensive Guide for Investors*, Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons, Inc.
- [28] Macon P. L. (2004). Securitization - A Platform for Organic Economic Growth in Emerging Markets, <http://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/17905/56676150.pdf?sequence=1>
- [29] Mortgage Securitization - Lessons for Emerging Markets (July 2007)., U.S. Department of Housing and Urban Development Office of Policy Development and Research, <http://livinglies.files.wordpress.com/2008/09/hud-doc-mortgage-securitization-lessons-for-emerging-markets.pdf>
- [30] *Mortgage-Backed Securities Markets in Asia* (1999). Asian Development Bank
- [31] Proposed Credit Guarantee Republic of Kazakhstan - Diversified Payment Rights Securitization by ATF Bank JSC (July 2007). Project Number: 40941, Asian Development Bank <http://www2.adb.org/Documents/RRPs/KAZ/40941-KAZ-RRP.pdf>
- [32] Reside R., Rhee G. S., Shimomoto Y.: The Feasibility of Creating Markets in Asian Countries, http://scholar.google.com/scholar?q=Reside+Renato+The+Feasibility+of+Creating+Markets+in+Asian+Countries&hl=sr&as_sdt=0&as_vis=1&oi=scholar&sa=X&ei=NEgvUY6tONSO4gSSs4GwPw&ved=0PPsQgQMwAA
- [33] *Salomon Smith Barney Guide To Mortgage-Backed And Asset-Backed Securities*, (2001.), John Wiley & Sons, Inc.
- [34] *Secondary Mortgage Markets* (1998). International Perspectives, Phicago, Illinois, International Union for Housing Finance, <http://www.housingfinance.org/uploads/Publicationsmanager/SecMort-2.pdf>
- [35] Securitisation 2010., IFSL Research, <http://www.thecityuk.com/>
- [36] Securitisation 2011., IFSL Research, <http://www.thecityuk.com/>
- [37] Sridhar. V Securitization in India – Opportunities & Obstacles PGP 2002, IIM Palcutta
- [38] Vunjak N., Čurčić U., Kovačević Lj. (2008). *Korporativno i investiciono bankarstvo*, Proleter Bečej, Ekonomski fakultet Subotica
- [39] Vunjak N., Čurčić U., Kovačević Lj. (2011). *Strategijski menadžment u bankarstvu*, Proleter Bečej, Ekonomski fakultet Subotica, Internacionalni Univerzitet Travnik
- [40] Vunjak N., Kovačević Lj.. (2009). *Finansijska tržišta i berze*, Proleter Bečej, Ekonomski fakultet Subotica, NUBL – Nezavisni Univerzitet Banja Luka, Čigoja, Beograd..

KARAKTERISTIKE MOBILNOG BANKARSTVA SA POSEBNIM OSVRTOM NA BANKARSKO TRŽIŠTE SRBIJE

THE PHARACTERISTIPS OF MOBILE BANKING WITH SPEIAL EMPHASIS ON THE SERBIAN MARKET

Doc. dr Vera Zelenović, Departman za finansije, bankarstvo, osiguranje, Ekonomski fakultet Subotica, Novi Sad, R.Srbija
Jovana Ivančević, master, Univerzitet u Novom Sadu
 Ekonomski fakultet u Subotici

Rezime: Mobilno bankarstvo, kao najsavremeniji oblik elektronskog bankarstva, (poznato pod nazivom m-banking) je termin koji podrazumeva proveru stanja na račun, transakcije, plaćanja, kredite i druge aplikacije bankarskih transakcija preko uređaja kao što su mobilni telefoni ili digitalni lični asistent (PDA). Pored značajnih prednosti koje je donelo klijentima, mobilno bankarstvo je sa sobom donelo i određene prednosti bankama. Procene su, da će u budućnosti broj ljudi koji pristupaju internetu sa mobilnog telefona, biti znatno veći od broja ljudi koji internetu pristupaju sa svog računara. Ova činjenica svakako ide u korist bankama, jer broj potencijalnih klijenata mobilnog bankarstva raste iz dana u dan. Nudeći ovu vrstu elektronskog bankarstva, banke mogu postati i cenovno konkurentne na tržištu. U uvodnom delu ovog rada ukazuje se na uslove koji su doprineli pojavi ove bankarske inovacije. Istraživanje i analiza položaja koje mobilno bankarstvo ima u razvijenom svetu, ali i na bankarskom tržištu Srbije, čine centralni deo ovog rada. Potom slede zaključna razmatranja.

Ključne riječi: mobilno bankarstvo, karakteristike m-bankinga, tržišno pozicioniranje.

Abstract: Mobile banking, the most advanced form of electronic banking (also known as m-banking) is a term that means checking account balances, transactions, payments, credit applications and other banking transactions through devices such as mobile phones as well as personal digital assistants (PDA). In addition to significant performance gains delivered by customers, mobile banking has brought with it certain advantages to banks. Estimates are that in the future the number of people accessing the Internet from mobile phones will be considerably larger than the number of people who access the Internet from their computers. This fact is certainly in favor of the banks, because the number of potential customers of mobile banking is growing day by day. Offering this type of electronic banking, banks can become price-competitive market. The first part of this paper points out the conditions that contributed to the appearance of this financial innovation. Research and analysis of the position of a mobile banking in the developing world, as well as in the Serbian market, are a

central part of this paper. These are followed by concluding remarks.

Key Words: Mobile banking, m-banking features, market positioning

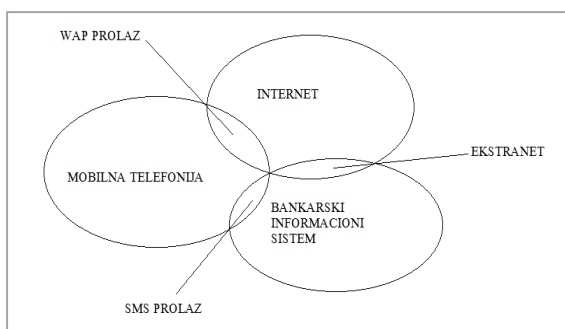
UVOD

Kroz skoro stopedeset godina menjivali su se različiti oblici elektronskog bankarstva, pa su se u tom periodu koristili i različiti oblici komunikacija. Mobilno bankarstvo predstavlja poslednji u nizu oblik elektronskog bankarstva, odnosno reč je o najnovijem obliku elektronskog bankarstva. Sam nastanak mobilnog bankarstva, ne treba gledati izolovano u odnosu na ostale oblike elektronskog bankarstva. Samu pojavu mobilnog bankarstva treba posmatrati kao težnju banaka, da pronađu takav način prodaje svojih usluga koji je trebao da iskoristi sve prednosti i smanji nedostatke svih prethodnih oblike elektronskog bankarstva.

„Mobilno bankarstvo predstavlja uslugu internet bankarstva na mobilnom telefonu, gde se korisnik putem mobilnog telefona konektuje na internet i ulazi u aplikaciju, gde mu je omogućeno da vrši odabir određene usluge banke (Šereš, Tumbas, 2009, str. 32). Postoji velika sličnost između mobilnog bankarstva i internet bankarstva, jer način na koji se koriste usluge je gotovo identičan. Jedina razlika je u tome što se u mobilnom bankarstvu internet aplikaciji pristupa preko mobilnog telefona ili PDA uređaja, dok se u internet bankarstvu aplikaciji pristupa preko računara. Zbog veće mobilnosti mobilnih telefona i PDA uređaja u odnosu na računare, može se reći da je ovo jedna od glavnih prednosti mobilnog bankarstva. Mobilno bankarstvo predstavlja revolucionarno bankarsko i tehnološko rešenje. Bankarsko, jer predstavlja potpuno novi način distribucije bankarskih usluga. Tehnološko, jer predstavlja dokaz razvoja komunikacione i informacione tehnologije.

Razlika između SMS i mobilnog bankarstva je u načinu uspostavljanja veze sa bankarskim informacionim sistemom. U SMS bankarstvu, veza između klijenta i banke uspostavlja se pomoću Short Message Service (SMS poruka), odnosno preko tzv. SMS prolaza. Kod mobilnog bankarstva veza između klijenta i banke uspostavlja preko pristupa internetu i to pomoću Wireless Application Protocol (WAP) standarda. Ovakav način uspostavljanja veze sa BIS-om poznat je po nazivu WAP prolaz. Elektronsko bankarstvo (u koje uključujemo i mobilno bankarstvo) predstavlja jedan od modela elektronskog poslovanja. U zavisnosti između koga se odvija komunikacija, razlikujemo više modela elektronskog poslovanja kao što su B2B, B2C i C2C (Vikipedija-slobodna enciklopedija, 2013, elektronsko poslovanje). Mobilno bankarstvo pripada takozvanom tipu Business to Client (B2C) elektronskog poslovanja. B2C predstavlja model komunikacije koji ide u smeru od poslovnog sistema ka krajnjem potrošaču. Upravo ovakav tip elektronskog poslovanja, donosi prednost kompanijama i klijentima. Kompanijama, jer na lakši, ali i jeftiniji način (uz upotrebu dostupne i jeftine

informacione i komunikacione tehnologije) mogu ponuditi svoje proizvode i usluge.



Slika 1. Prikaz WAP i SMS prolaza
Izvor: Obradović, Starčević i ostali, 2002.

Banke su u moru novih tehnoloških rešenja, prepoznale one, koje su im omogućile da poboljšaju svoje poslovanje, a sve sa ciljem povećanja satisfakcije klijenata. Kada je konkretno reč o mobilnom bankarstvu, njegovom nastanku su prethodile sledeće tehnološke revolucije:

- Razvoj informacione i komunikacione tehnologije (pogotovo u drugoj polovini XX veka),
- Nastanak interneta,
- Nastanak Wireless tehnologije, koja omogućava bežični prenos podataka,
- Nastanak mobilne tehnologije, odnosno mobilnih telefona i
- Nastanak WAP standarda, koji omogućava pristup internetu preko mobilnog telefona.

Kada je reč o razvoju mobilnog bankarstva, najveći odlučujući faktori koji su išli kako u korist tako i na štetu kada se radi o razvoju mobilnog bankarstva su (Šereš, Tumbas, 2009, str. 17) :

Prednosti razvoja mobilnog bankarstva:

- relativno mala ulaganja potrebna da zaživi ova vrsta elektronskog bankarstva,
- jednostavnost uređaja i laka upotreba,
- omogućen veći komfor u korišćenju mobilnog bankarstva.

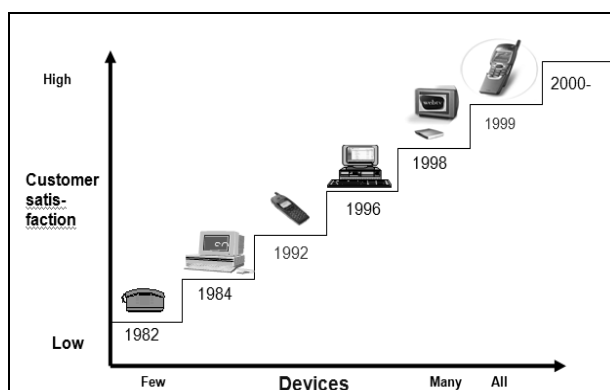
Nedostaci mobilnog bankarstva:

- nesigurnost korisnika vezana za bezbednost mobilnog bankarstva,
- nepostojanje jedinstvenog standarda u ovoj oblasti.

Mobilno bankarstvo označava novu etapu u razvoju elektronskog bankarstva. Ono se prirodno nadovezuje na razvoj elektronskog bankarstva, ali, u izvesnom smislu, predstavlja novi oblik poslovanja nastao ukrštanjem elektronskog bankarstva sa novom, mobilnom informacionom komunikacionom tehnologijom. U prednosti m-bankarstva ulazi veliki broj njegovih karakteristika, kao što su naprimer (Zelenović, 2012, str. 40):

- **Mobilnost** - Potpuna nezavisnost vezano za lokaciju. Transakcije je moguće obavljati s bilo kog mesta u svetu.

- **Vreme** - Bez obzira na doba dana, 24 sata dnevno, 7 dana nedelji, 365 dana u godini bankarske usluge su dostupne.
- **Ušteda** - Transakcije napravljene mBankingom su 4 do 5 puta jeftinije nego iste u poslovnici banke. Plaćanje računa moguće je obaviti u roku od samo nekoliko minuta, stoga nema potrebe za odlaskom u banku što još više štedi vreme i novac.
- **Sigurnost** - Rad sa mBanking aplikacijom zaštićen je vrhunskom enkripcijom, što pruža istovetnu sigurnosnu zaštitu kao i prilikom korišćenja NetBanking servisa.
- **Kontrola** - U svakom trenutku moguće je ostvariti uvid u sve trenutno učinjene uplate i isplate po svim računima u banci. Po prenosu sredstava na korisnikov račun novo stanje računa i sama uplata vidljivi su na ekranu mobilnog telefona.
- **Jednostavnost** - Korišćenjem predloženih opcija moguće je platiti račun u svega tri klika.
- **Podrška** - Priručnik, opcija pomoći na svakom ekranu, besplatni info telefon i savetnici u poslovnici banke osiguravaju bezbednost pri korišćenju mBanking usluge.



Slika 2. Razvoj elektronskog bankarstva
Izvor: Zelenović, 2010, str.26

Spektar usluga mobilnog bankarstva je veoma širok i u njega spadaju (Zelenović, 2012, str.41):

- plaćanje računa,
- pregled stanja svih računa otvorenih u banci, uključujući tekuće, štedne, žiro, kreditne i devizne račune, a isto tako i račune na koje korisnik mBankinga ima punomoć,
- pregled prometa po svim navedenim računima,
- pregled svih transakcija zadanih putem mBanking-a,
- prenos sredstava s jednog računa na drugi unutar banke, što uključuje plaćanje obaveza po kreditima i kupoprodaju deviza,
- plaćanje svih vrsta računa opštom uplatnicom (npr. račun za potrošnju vode, struje, telefona ili bilo kojeg drugog računa...),
- oročenje sredstava po važećim kamatnim stopama,
- uspostavljanje okvirnog kredita po tekućem računu,
- narudžbinu čekova po tekućem računu,
- ugovaranje SMS usluge,
- uvid u tekući račun,
- kalkulator valuta.

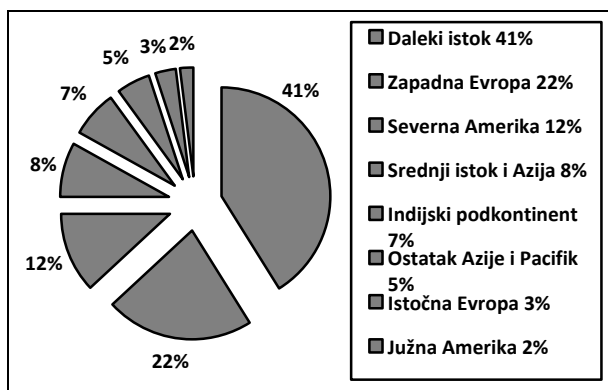
1. CILJ I METODE ISTRAŽIVANJA

Prevashodni cilj istraživanja je da ukaže na položaj i značaj koji ima mobilno bankarstvo u svetu, posebno na bankarskom tržištu, kao i na tržištu Srbije. Radom se takođe ukazuje na uslove koji su doprineli pojavi ove bankarske inovacije, a analizirana je i zastupljenost ove vrste usluge EB, kako u svetu tako i na domaćem tržištu.

U istraživanju je korišćena metoda analize sadržaja, kako pisanih, tako i elektronskih izvora, te statistička metoda, prilikom obrade i prikazivanja pojedinih pokazatelja.

2. POLOŽAJ MOBILNOG BANKARSTVA U SVETU

U svetu trenutno oko 200 miliona (MarketingCharts staff, jun 24, 2010, Mobile banking usage to double by 2013) ljudi koristi usluge mobilnog bankarstva. Kada je reč o zastupljenosti mobilnog bankarstva u svetu, o tome govori sledeći grafikon:

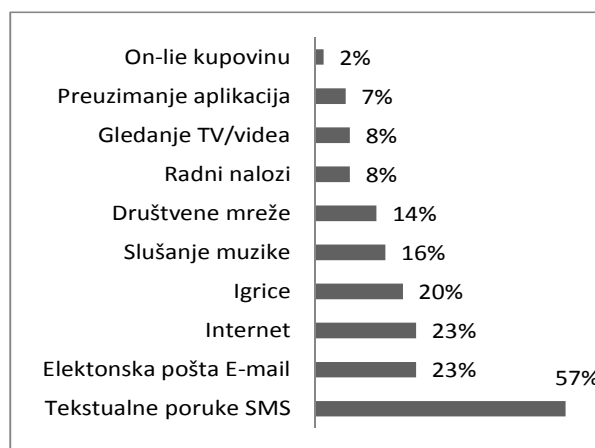


Grafikon 1. Zastupljenost mobilnog bankarstva po regionima
Izvor: Howard, W. (jun 2010). *White paper - Mobile banking goes mainstream*. Juniper research. Preuzeto sa sajta: <http://www.juniperresearch.com/shop/products/whitepaper/pdf/Mobile%20Banking%20WP%202010.pdf> 17.02. 2013.

Na osnovu grafikona možemo videti da se na Dalekom istoku mobilno bankarstvo koristi u najvećoj meri. Ukoliko se ovaj region, gde prednjači Kina, spoji sa indijskim podkontinentom, možemo zaključiti da je u tom delu locirano gotovo 50% svetske upotrebe mobilnog bankarstva. Razloge pre svega treba tražiti u tehnološkim preduslovima koji omogućavaju da mobilno bankarstvo zaživi. U ovom regionu smešteno je nekoliko svetski poznatih proizvođača mobilnih telefona kao što su: Samsung, LG, Huawei, ZTE, Sony-Ericsson, Panasonic, Toshiba i dr. Ovaj region je takođe poznat po razvijenoj elektronskoj industriji, tako da tehnološki faktor stvara ključne preduslove da mobilno bankarstvo bude bolje zastupljeno u praksi. Pored toga treba analizirati i životni standard stanovništva, koji u ovom regionu postaje sve bolji, zahvaljujući privrednoj ekspanziji Kine i Indije. Međutim, ono što je još značajnije, jeste visok nivo informatičke pismenosti stanovništva, što im omogućava da koriste između ostalog i usluge mobilnog bankarstva. To podrazumeva visok nivo poverenja u bankarski sektor, čime se eliminiše psihološka barijera, koja u značajnoj meri može da odmgone da se mobilno bankarstvo koristi u željenoj meri.

Zatim po upotrebi mobilnog bankarstva sledi zapadna Evropa. Jedna od glavnih prednosti ovog regiona jeste unificiran standard mobilne telefonije, koji je omogućio da se formira jedinstveno tržište, gde se svi proizvođači mobilnih telefona i mobilni operateri pridržavaju usvojenih standarda. U ovom regionu po upotrebi mobilnog bankarstva prednjače skandinavske zemlje i Holondija. U skandinavskom regionu locirana je, jedna od vodećih kompanija, koja se bavi proizvodnjom mobilnih telefona, Nokia. Ali, ono što najviše pospešuje bolju upotrebu mobilnog bankarstva je izuzetno visok nivo životnog standarda i ne manje važna informatička pismenost stanovništva.

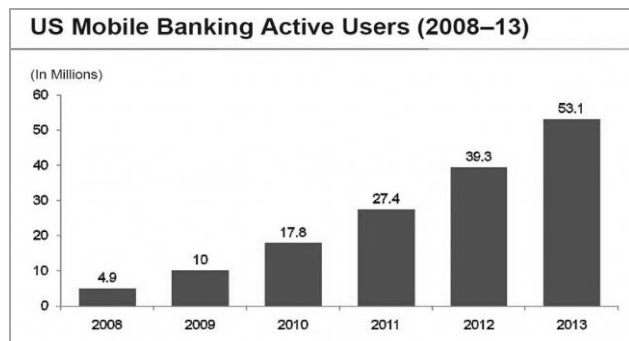
Tek na trećem mestu nalazi se Severna Amerika. S obzirom da se u ovom regionu prvi put pojavilo mobilno bankarstvo, bilo je za očekivati da će prednjačiti po upotrebi. Međutim, na Severnu Ameriku otpada tek 12% svetske upotrebe mobilnog bankarstva. Jedan od presudnih faktora slabe zastupljenosti je, što za razliku od Evrope, ne postoje jedinstveni standardi koji se primenjuju u mobilnoj telefoniji. Na osnovu ustava i zakona, svaka federalna država zadržava pravo da samostalno propisuje standarde koji važe u mobilnoj telefoniji. Praksa je pokazala da i psihološki faktor spada među značajnije faktore, koji onemogućavaju da mobilno bankarstvo zaživi u većoj meri. Ostali regioni nemaju u značajnijom meri zastupljeno mobilno bankarstvo. Posebno čudi slaba zastupljenost u oblasi istočne Evrope, kao i Južne Amerike. Takođe je i relativno visok nivo zastupljenosti na Bliskom istoku i Africi. Najčešći razlozi upotrebe mobilnih telefona u SAD, naravno kada se izuzme telefoniranje, su sledeći:



Grafikon 2. Upotreba mobilnih telefona u SAD
Izvor: Preuzeto sa sajta <http://zoomsafer.com/buzz/blog/what-do-you-use-your-mobile-phone-for-probably-everything/> 17.03.2013.

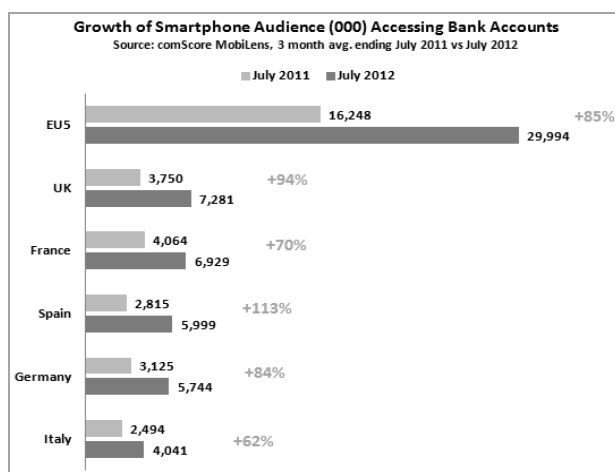
Na osnovu grafikona možemo videti da skoro svaki četvrti ispitanik koristi mobilni telefon da bi pristupio internetu tačnije 23%. Ovo navodi na zaključak da približno u SAD-u ima 78 miliona potencijalnih korisnika. Međutim, broj stvarnih korisnika mobilnog bankarstva u SAD je gotovo upola manji. O broju korisnika mobilnog bankarstva kao i projekciji svedoči sledeći grafikon. Vidimo da u 2012. ima približno 40

miliona korskina mobilnog bankarstva, dok su predviđanja za 2014. (sproveo Juniperresearch) da će broj korisnika biti udvostručen. Možemo videti da u SAD-u postoji veoma skroman broj korisnika mobilnog bankarstva u odnosu na veliki potencijal koji ima ova zemlja. Ipak, značajniji faktori koji utiču na slabu upotrebu mobilnog bankarstva, treba tražiti na strani kupaca.



Grafikon 3. Broj korisnika mobilnog bankarstva u SAD-u
 Izvor: Gupta N. (16.februar 2010.) *Mobile is Not a Step Child of Online Banking*. Preuzeto sa sajta <http://digitalmarketingtoday.com/20100216mobile-is-not-a-step-child-of-online-banking> 18.02. 2013.

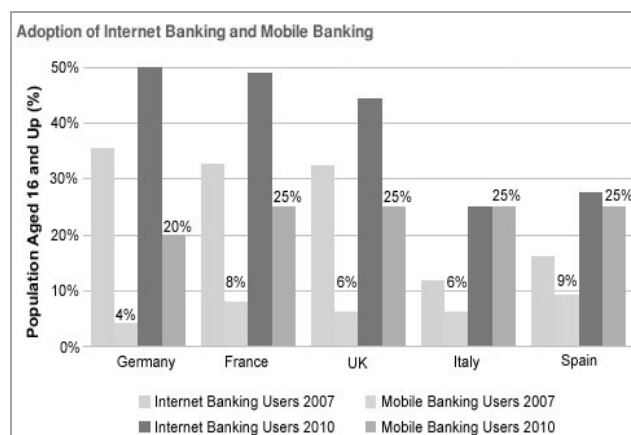
Grafikoni koji slede govore o stanja u mobilnom bankarstvu u zemljama zapadne Evrope, te svedoče o rastućoj tendenciji upotrebe mobilnog bankarstva.



Grafikon 4. Procenat korisnika internet i mobilnog bankarstva u zemljama zapadne Evrope
 Izvor: Celent report. (7.maj 2008). *Mobile banking services in Western Europe*. Preuzeto sa sajta <http://www.celent.com/reports/mobile-banking-services-western-europe> 18.02.2013.

Kada poredimo relativni rast broja korisnika mobilnog i internet bankarstva u zemljama zapadne Evrope, u periodu od 2007. do 2010. godine, možemo videti da je zabeležen veći rast korisnika mobilnog u odnosu na internet bankarstvo. Najveći porast u pomenutom periodu imala je Velika Britanija, gde se broj korisnika povećao za 19%. Najnoviji podaci vezano za upotrebu mobilnog bankarstva u Evropi, prikazani su na sledećem grafikonu

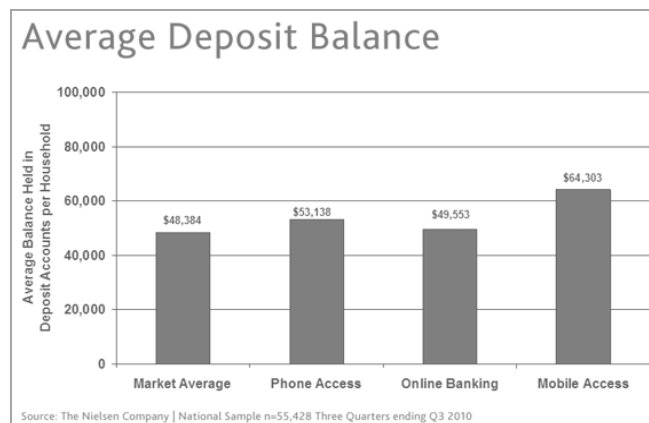
koji govori o procentualnom povećanju broja korisnika u pet vodećih zemelja EU.



Grafikon 5. Procentualno povećanje broja korisnika mobilnog bankarstva u pet vodećih zemalja EU

Izvor: Coredatamine. (5.septembar2012). *European mobile banking users get smarter*. Preuzeto sa sajta <http://www.comscoredatamine.com/2012/09/european-mobile-banking-users-get-smarter> 08.02.2013.

Istraživanja su pokazala da kako se povećava starosna struktura ispitanika, tako se srazmerno smanjuje broj korisnika mobilnog bankarstva. Pretpostavka je da je mlađoj populaciji sam način funkcionisanja mobilnog bankarstva mnogo bliži, kao i njihov stav prema novinama koje donose inovacije u elektronskom bankarstvu. Može se zaključiti da je jedan od glavnih zadataka banaka, da animiraju upravo starije stanovništvo, da im ukažu na velike mogućnosti koje donosi mobilno bankarstvo, kao najnoviji oblik elektronskog bankarstva. Nizak nivo poverenja, kao i visok nivo odbojnosti, samo su neki od faktora koji utiču na slabu upotrebu mobilnog bankarstva. Sa druge strane, da raste poverenje klijenata u mobilno bankarstvo svedoči sledeći grafikon. Ovaj grafikon nam govori o prosečnom iznosu depozita koji koriste klijenti kroz različite oblike elektronskog bankarstva.



Grafikon 6. Prosečan iznos depozita koji se koristi kroz različite oblike pristupa banci

Izvor: Nielsen. (18.februar 2013.). *Consumer mobile banking a growing and lucrative market*. Preuzeto sa sajta: <http://blog.nielsen.com/nielsenwire-consumer-mobile-banking-a-growing-and-lucrative-market> 18.02.2013.

O poverenju u mobilno bankarstvo svedoči visok nivo depozita s kojim se „operiše“. Klijenti koji pristupaju banci sa svog mobilnog telefona, u proseku koriste 64.303 \$. To je u proseku znatno viši nivo nego u ostalim oblicima on-line bankarstva. Ova činjenica ide u prilog još bržeg razvoja mobilnog bankarstva.

U razvijenim zemljama, kao što je pokazano, mobilno bankarstvo nema dugu istoriju. Isti slučaj je i sa Srbijom, s tim što je istorija mobilnog bankarstva na srpskom bankarskom tržištu još kraća. U Srbiji se pojava mobilnog bankarstva vezuje za sam kraj prethodne decenije. Od 2009. godine, banke u Srbiji, počele su postepeno da uvode usluge mobilnog bankarstva. Međutim, ni do danas nisu sve banke uvrstile ovu inovaciju u svoju ponudu. Sada su u Srbiji moguće jednostavnije transakcije u mobilnom bankarstvu, za razliku od složenijih usluga koje se koriste širom sveta. Za ozbiljnije usluge u mobilnom bankarstvu, potrebni su mobilni telefoni sa boljim performansama, koji su za većinu građana Srbije u pogledu cena još uvek nepristupačni. Prema dostupnim podacima u Srbiji broj korisnika mobilnih telefona sve intenzivnije raste. Za razliku od mobilnih telefona, tek svako drugo domaćinstvo 52,1% (Republički zavod za statistiku, 2010) u Srbiji ima računar, a još manji udeo 41,2% (Republički

zavod za statistiku, 2010) pristup internetu. Usluge mobilne telefonije su rasprostranjenije od usluga interneta, a bankarske usluge je lakše ponuditi u zabačenijim krajevima, pošto za pružanje usluge mobilnog bankarstva nije potrebna 3G mreža, već je dovoljna i GPRS tehnologija. Trenutna poziciju mobilnog bankarstva u Srbiji može se sagledati kroz aktuelne ponude banaka preko dostupnih internet prezentacija. Treba napomenuti da nisu sve banke u Srbiji uvele najnoviju uslugu elektronskog bankarstva. Uslugu mobilnog bankarstva na srpskom bankarskom tržištu, pretežno nude strane banke, kao i poneka domaća banka, koja ima značajno učešće na bankarskom tržištu.

Od svih usluga elektronskog bankarstva, koje su za ovaj rad najinteresantnije (SMS bankarstvo, internet bankarstvo i mobilno bankarstvo), mobilno bankarstvo se nudi u najmanjoj meri. Tek svaka četvrta banka (8 od 33) se odlučila da u svoju ponudu uvrsti usluge mobilnog bankarstva. Od ukupno osam banaka koje nude usluge mobilnog bankarstva svega dve su domaće (Komercijalna banka i Privredna banka Beograd). Može se zaključiti da u ponudi mobilnog bankarstva prednjače strane banke.

TABELA 1. PONUDA ELEKTRONSKOG BANKARSTVA NA BANKARSKOM TRŽIŠTU SRBIJE

Redni broj	Naziv banke	SMS bankarstvo		Internet bankarstvo	Mobilno bankarstvo	Komentar
		SMS obaveštenja	SMS plaćanja			
1.	Nova Agrobanka	Da	Da	Da	Ne	Dobra ponuda
2.	AIK banka	Da	Da	Da	Ne	Dobra ponuda
3.	Alfa banka	Ne	Ne	Da	Ne	Skromna ponuda
4.	Banka Inteza	Da	Da	Da	Da	Odlična ponuda
5.	Poštanska Štedionica	Ne	Da	Da	Ne	Solidna ponuda
6.	Čačanska banka	Da	Da	Da	Ne	Dobra ponuda
7.	Credit Agricole banka	Da	Da	Da	Da	Odlična ponuda
8.	Credy banka	Ne	Ne	Ne	Ne	Poražavajuća ponuda
9.	Dunav banka	Ne	Ne	Da	Ne	Skromna ponuda
10.	Eurobanka EFG	Da	Da	Da	Ne	Dobra ponuda
11.	Erste banka	Da	Da	Da	Ne	Vrlo dobra ponuda
12.	Findomestic banka	Ne	Ne	Da	Ne	Skromna ponuda
13.	Hypo Alpe Adria banka	Da	Da	Da	Ne	Dobra ponuda
14.	Jubmens banka	Ne	Ne	Da	Ne	Skromna ponuda
15.	Jugobanka Jugbank	Ne	Ne	Ne	Ne	Poražavajuća ponuda
16.	KBC banka	Da	Da	Da	Da	Odlična ponuda
17.	Komercijalna banka	Da	Da	Da	Da	Odlična ponuda
18.	Marfin banka	Ne	Ne	Da	Ne	Skromna ponuda
19.	Moskovska banka	Da	Ne	Da	Ne	Skromna ponuda
20.	NLB banka	Da	Da	Da	Ne	Vrlo dobra ponuda
21.	Opportunity banka	Ne	Ne	Ne	Ne	Poražavajuća ponuda
22.	OTP banka	Da	Da	Da	Da	Odlična ponuda
23.	Piraeus banka	Da	Ne	Da	Ne	Skromna ponuda
24.	Privredna banka	Da	Da	Da	Da	Odlična ponuda
25.	ProCredit banka	Da	Da	Da	Da	Odlična ponuda
26.	Raiffeisen banka	Da	Da	Da	Ne	Vrlo dobra ponuda
27.	Razvojna banka Vojvodine	Da	Ne	Da	Ne	Skromna ponuda
28.	Societe Generale banka	Da	Da	Da	Ne	Vrlo dobra ponuda
29.	Srpska banka	Ne	Ne	Da	Ne	Skromna ponuda
30.	UniCredit banka	Da	Da	Da	Da	Odlična ponuda
31.	Univerzal banka	Da	Ne	Da	Ne	Skromna ponuda
32.	Vojvodanska banka	Da	Ne	Da	Ne	Skromna ponuda
33.	Volksbank	Ne	Ne	Da	Ne	Skromna ponuda
Ukupno a statisti	Ukupno	22/33	20/33	30/33	8/33	Ukupni komentar: Ima velikog prostora za unapređenje ponude
	Procenat	66,67%	60,61%	90,91%	24,24%	
	Komentar	Dobra ponuda	Dobra ponuda	Odlična ponuda	Skromna ponuda	

Izvor: Kalkulacije autora na osnovu podataka sa internet sajta Narodne banke Srbije
<http://www.nbs.rs/internet/cirilica/50/index.html>

ZAKLJUČAK

Istraživanje je pokazalo da mobilno bankarstvo klijentima pruža raznovrsne mogućnosti, i da poseduje određene prednosti, koje ga čine trenutno najsvremenijim oblikom elektronskog bankarstva. Međutim, postoje i određeni rizici u poslovanju, koji će se vremenom smanjivati, kako tehnologija mobilnih telefona bude napredovala. U mobilnom bankarstvu, borba sa rizicima, kao neizostavnim delom elektronskog bankarstva, biće sve efikasnija, kako se sistemi zaštite klijenata budu unapređivali. Svetska praksa mobilnog bankarstva tek je u povoju, jer ova usluga nije zaživela u onoj meri kao što se predviđalo.

Za očekivati je da će se u narednom periodu upotreba mobilnog bankarstva, povećati pre svega u SAD-u i zemljama u zemljama zapadne Evrope. Kada je reč o Srbiji, videli smo da se usluge mobilnog bankarstva koriste tek od 2009. godine. Detaljno je sagledana trenutna pozicija mobilnog bankarstva na našem tržištu, i videli smo da tek svaka četvrta banka nudi ovu uslugu. Da bi se poboljšala domaća praksa u vezi mobilnog bankarstva, dati su predlozi u vidu konkretnih marketing miks strategija kojih se banke treba da pridržavaju.

LITERATURA

- [1] Celent report. (7.maj 2008). Mobile banking services in Western Europe. Preuzeto februar 18, 2013. sa sajta <http://www.celent.com/reports/mobile-banking-services-western-europe>
- [2] Coredatamine. (5.septembar 2012). European mobile banking users get smarter. Preuzeto februar 8, 2013. sa sajta <http://www.comscoredatamine.com/2012/09/european-mobile-banking-users-get-smarter>
- [3] Gupta N. (16.februar 2010.) Mobile is Not a Step Child of Online Banking. Preuzeto februar 18, 2013 sa sajta <http://digitalmarketingtoday.com/20100216mobile-is-not-a-step-child-of-online-banking>
- [4] Howard, W. (jun 2010). White paper - Mobile banking goes mainstream. Juniper research. Preuzeto februar 17, 2013. sa sajta <http://www.juniperresearch.com/shop/products/whitepaper/pdf/Mobile%20Banking%20WP%202010.pdf>
- [5] MarketingCharts staff. (jun 24, 2010.). Mobile banking usage to double by 2013. Preuzeto mart 17, 2013. sa sajta <http://www.marketingcharts.com/direct/mobile-banking-usage-to-double-by-2013-13351>
- [6] Narodna banka Srbije (decembar 2012.). Preuzeto februar 14, 2013 sa sajta <http://www.nbs.rs/internet/cirilica/50/index.html>
- [7] Nielsen. (18.februar 2013.). Consumer mobile banking a growing and lucrative market. Preuzeto februar 18, 2013 sa sajta: <http://blog.nielsen.com/nielsenwire-consumer-mobile-banking-a-growing-and-lucrative-market>
- [8] Obradović, Ž., Starčević, D. i ostali. (2002). „Primena WAP/SMS tehnologija u bankarstvu“. Beograd. Energodata Fakultet organizacionih nauka
- [9] Republički zavod za statistiku (2010). Beograd. Preuzeto februar 10, 2013. sa sajta <http://webzrzs.stat.gov.rs/WebSite/Public/ReportresultView.aspx?rptKey=indId%3d270102IND01%262%3d%23All%23%2635%3d6%2c7%2c00%2c8%26sAreaId%3d270102%26dtype%3dName%26lType%3dSerbianCyrillic>
- [10] Šereš, L., Tumbas P. (2009). Radni materijal, „Bankarske ERP solucije – e-banking softverska rešenja“, Subotica. Ekonomski fakultet.
- [11] Vikipedija, slobodna enciklopedija (2013). Elektronsko poslovanje. Preuzeto februar 6, 2013. sa sajta http://sr.wikipedia.org/Elektronsko_poslovanje
- [12] Zelenović, V. (2012). *Marketing u bankarstvu*. Subotica. Ekonomski fakultet.

УТИЦАЈ МЕЂУНАРОДНЕ РЕГУЛАТИВЕ ИЗ ОБЛАСТИ БАНКАРСКОГ СИСТЕМА НА ДОМАЋЕ ПРАВНЕ ПРОПИСЕ

THE INFLUENCE OF INTERNATIONAL REGULATIONS IN THE FIELD OF BANKING SYSTEM ON NATIONAL LEGAL REGULATIONS

Мр Јелена Дамјановић, Факултет пословне економије, Универзитет Источно Сарајево, Бијељина, Република Српска

Резиме: Правна регулатива једне земље у области банкарског система настаје под утицајем економских кретања унутар исте, али и под утицајем међународне економије. У нашој земљи која је прошла више својинских транзиција почев од социјалистичког начина привређивања, затим транзиције и приватизације, на тзв. капитализам, с обзиром да су се наведени процеси одиграли у релативно кратком временском периоду, и то више под утицајем политичких околности, а не одређених економских законитости, за правну теорију и праксу настао је проблем како законски обухватити настале процесе, да би се избјегле законске празнине у регулисању правног система. Основни закон који регулише наведену област је Закон о Банкама Републике Српске, док у оквиру међународног законодавства не постоји изричит закон, већ конвенције које појединачно регулишу одређену област банкарског система. У овом раду ћемо указати на утицај међународне регулативе на национално законодавство, односно да ли је и у којој мјери домаће законодавство у складу са међународном регулативом; да ли је национално законодавство примјенимо на домаћи економски систем и које су правне посљедице примјене датог законодавства, да ли су оне позитивне или негативне, те да ли је могуће извршити одређене промјене да би се постигло потпуно усклађивање та два правна система.

Кључне ријечи: Правна регулатива, домаће законодавство, међународно законодавство, Закон о банкама, унификација права.

Abstract: The legal environment of banking system of any country is based on the influence that it has made by economic movements within that country, but also by the influence of the international economy. In our country that has passed by more property transitions socialists, transition and privatisation, to so called capitalism. Considering that all of that has happened in a relative short period of time, and more by the influence of political system rather than the economic influence. Legal theory and practise have found themselves in a

problem, how to regulate those kind of relations and to avoid certain legal blanks. The general regulation that regulates banking system is the Bank Law Republic of Srpska, but the international regulations regulate only certain areas by international conventions. In this paper we will point out on the influence of the international regulations on national regulations; are national regulations applicable on national economic system and what are legal consequences of implementation of those regulations, are they positive or negative nature, and is it possible to make some changes to unify those two legal systems.

Key Words: Legal regulations, national regulations, international regulations, Law of Banks, unification of law.

УВОД

Сваки правни систем се развија на више начина. Било као аутономан правни систем, национални или као међународни. Но ни националним правни системи нису имуни на утицаје са стране, без обзира о којој области права се ради. Само Римско право је настало као супстрат Римске империје, али и утицаја покорених народа Старог Рима. Свака земља за себе има свој историјски развој правног система који је настао како под унутрашњим утицајем друштвених снага тако и спољашњих утицаја. Самим тим у случају сукоба правних норми једне земље са примјеном правних норми друге земље долази до сукоба закона. Сукоб закона се обично рјешава путем правила Међународног приватног права (МПП). Но у случају новијих грана права као што је Банкарско право, обично се намеће исправно питање колики утицај на домаћи правни систем имају међународноправни прописи. Међународноправна регулатива није настала са циљем да избрише националне законе, већ да изврши њихову хармонизацију и унификацију у циљу ефикасније примјене правних прописа. У овом раду ћемо посветити пажњу наведеним техникама, правној регулативи Босне и Херцеговине, и Републике Српске, те међународној регулативи из области банкарских система, те упоредити колики је утицај, да ли га има и у којим сферама би се исти могао побољшати и ако га има колики ефекат већ на самом законодавству. „Стандардизација се спроводи различитим техникама, као што су рецепција или наметање страног права и унификација, и може обухватити различите предмете и различите територије“.³⁶

³⁶ Вукадиновић, Д. Р., Спољнотрговинско пословање, Удружење за европско право- Центар за право ЕУ, Крагујевац, 2011, стр. 15.

1. ТЕХНИКЕ ХАРМОНИЗАЦИЈЕ ПРАВА

а) Процес хармонизације права

„Под хармонизацијом или усклађивањем права се подразумева процес усаглашавања решења у националним правима више држава уз задржавање разлика између њих самих, али уз обавезу да таква решења не буду у супротности са остваривањем одређених заједничких циљева. То се може постићи или свесном или организованом акцијом држава на основу билатералних или мултилатералних договора или активношћу непосредних учесника у међународној трговини или невладиних организација које учествују у процесу стварања аутономног права међународне трговине.

По томе се као технике користе или адопција или наметање страног права”.³⁷ Хармонизација права као таква жели да усклади постојећа рјешења националног права било са правима земаља у одређеног регији или на глобалном нивоу. Билатерални споразуми о хармонизацији права се потписују између двије земље у оквиру области банкарског система гдје се желе постићи истоветна рјешења за функционисањем одређених активности банака.

Мултилатерални споразуми се потписују између већег броја земаља. Најповољнији начин је адопција или усвајање рјешења страних правних прописа, насупротив наметању истих. Наметање рјешења која нису блиска одређеном правном сиситему може довести до негативних посљедица као што су: неспремност постојећег банкарског система да се прилагоди страним рјешењима; уколико се уведу дати правни прописи који не услиједе ваљаном примјеном да ли због непознавања одређене правне конструкције.

„Као део организоване акције, хармонизација је данас посебно актуелна у оквиру држава чланица Европске уније. Обавезу делимичне хармонизације унутрашњих прописа са правом Европске уније преузеле су и треће државе које имају статус придружених чланица на основу споразума о стабилизацији и придруживању као што су Црна Гора и Србија”.³⁸

Хармонизација домаћих правних прописа у складу са одребама права Европске уније је основ за функционисање правног просотора Европске уније, али и један од циљева њеног настанка, а то је да се избришу и правне разлике између земаља чланица зарад потпуније правне сигурности како физичких лица као корисника банкарских услуга тако и правних лица у виду привредних организација, било као друштава лица, било као друштава капитала. На такав начин се жели постићи правна сигурност субјеката Европске уније.

б) Резултати хармонизације

„Крајњи резултат хармонизације је усвајање усклађених или сличних решења у унутрашњим прописима више држава, односно тражење еквивалентних решења уз задржавање разлика”.³⁹ Потуна хармонизација права до краја никада није могућа. Као што смо навели претходно у раду, свака земља се развијала за себе, те се самим тим не може очекивати да постоје потупни једнаки услови за примјену правних прописа.

„Под утицајем права ЕУ хармонизована су бројна правила не само у државама чланицама, већ и у трећим државама. Тако да су области спољнотрговинског пословања хармонизована првила у области спољнотрговинског режима и у области спољнотрговинског режима и у области пословног (уговорног) права.

У делу спољнотрговинског режима хармонизована су правила о субјектима (предузетницима и привредним друштвима или трговцима) у погледу организационо правних облика, начина оснивања и пословања, заштите поверилаца и трећих лица, као и у погледу општих начела на којима се заснива увоз и извоз, или у погледу правних инструмената за регулисање трговине, посебних мера заштите административних баријера у трговини, техничких препрека, субвенција, дампинга и заштите конкуренције”.⁴⁰

в) Процес унификације права

„Под унификацијом се подразумева процес стварања јединствених (унификованих) правних правила. Предмет унификације теоријски могу бити све правне норме, али пракса показује да се унификују само оне норме националних правних система између којих не постоје велике или непремостиве разлике и за чију су унификацију спремне односне државе, тако да је могуће наћи решења која би била прихватљива за све или већи број држава (заједничка или једнообразна решења). По правилу су то норме којима се регулишу уговорни односи”.⁴¹

Унификација права, као што је наведено, могућа је само у сличним областима банкарског ситема, и у оквиру уговорних односа којима сви национални закони дозвољавају аутономију воље уговорних страна. Такође, диспозитивне правне норме су те које дозвољавају уговорним странама да регулишу међусобне уговорне односе на начин који њима одговара, али које уједно нису у супротности са императивним одредбама законских прописа.

„Правила садржана у нормамама којима су регулисана статусна питања домаћих привредних субјеката, или јавноправна питања режима увоза и извоза, плаћања и слично, нису подесна за унификацију. У њима су, по правилу изражени витални јавноправни интереси односних држава, тако да државе не пристају на њихову промену до које би

³⁷ Ibid., стр. 15.

³⁸ Ibid., стр. 15.

³⁹ Ibid., стр. 15.

⁴⁰ Ibid., стр. 15-16.

⁴¹ Ibid., стр. 16.

нужно дошло у процесу унификације“.⁴² Јавноправни интерес не смије бити угрожен приликом примјене унификације права.

„Према домену примене унификованих правила, унификација може бити универзална и регионална, Универзалне унификације имају за циљ доношење таквих правила које ће прихватити субјекти из целог света, док су регионалне унификације ограничене на уједначавање правила из правних система одређеног региона“.⁴³ Универзалне унификације се врше када се осјети потреба за унификацијом у одређеној области банкарског права.

г) Правна средства унификације права

„У савременим условима унификација правила међународног пословног права се остварује путем међународних конвенција, једнообразних закона и једнообразних правила. У Европској унији унификација се спроводи путем комунитарних уредби (*regulations*) и одлука (*decisions*)“.⁴⁴

„Конвенције представљају класична средства унификације. Осим регионалних, који се односе за одређени регион, конвенције су у начелу отворене за промену у свим државама“.⁴⁵

„Сама унификација се може остваривати у оквиру владиних организација или под окриљем невладиних професионалних организација. У првом случају је реч о унификацији путем *организоване* акције међународних организација (организована унификација), а у другом о *спонтаној унификацији* путем уједначавања праксе међународне трговине“.⁴⁶

Наведени други вид унификације права је најуспјешнији вид, из разлога што настаје из реалних потреба за рјешавањем одређених проблема.

2. ИЗВОРИ БАНКАРСКОГ ПРАВА

Извори банкарског права, као и било које гране права, се најчешће посматрају са аспекта субјекта који их доноси на међународне и националне изворе права.

а) Међународни извори Банкарског права

У међународне изворе банкарског права најчешће спадају међународне конвенције из одређене области банкарског права. Међу њима су најважније: „Женевске конвенције о трасираној и сопственој мјеници од 1930. године, Женевске конвенције о чеку од 1931. године, Једнообразна правила за уговорне гаранције од 1978. године, Једнообразна правила документарни инкасо од 1978. године, Закон о финансијским услугама и тржиштима у В. Британији од 2000. године, Прва банкарска директива Европске заједнице из 1977. Базелски споразум о капиталу од 1988. године, Базелски споразум о

капиталу – Базел II- од 2003. године и други закони, конвенције, међународни банкарски обичаји и узансе. Путем тих међународних докумената, њиховом имплементацијом у национална законодавства, односно преузимањем одредби из конвенција и закона и уношењем норми у уговоре са елементом иностраности нарочито, врши се хармонизација банкарског права и праксе“.⁴⁷

Иако формално не спадају у међународне изворе права у виду међународних конвенција, поједини национални закони одређених држава представљају неформале изворе међународног банкарског права. Најважнији су закони САД-а, „Закон о националној валути и банкама, којим је покренуто прво надгледање националних банака кроз новоотворени одјел за финансије назван Закон о федералним резервама из 1913. године, *McFadden- Pepperov* закон из 1927. године који је дозволио националним банкама ширење унутар градова гдје им је сједиште уколико то није забрањивао закон државе у којој се та банка налазила, и ширење банака по цијелом САД-у уколико добију одобрење од стране влада и конфедеративних држава, Закон о банкама из 1933. године, *Glass- Steagall-ов* закон и пословање хартијама од вриједности који је раздвојио пословно од инвестиционог банкарства, Утемељивање *FDIC*-а према *Glass- Steagalloв-ом* закону који је оформио Федералну агенцију за осигурање депозита (*FDIC*) која гарантује депозите комитената до уговореног максималног износа (тада до 2500 *USD*, а данас до 100 000 *USD*). Критике *FDIC* и потребе за новим законодавством који се није односио на сам концепт осигурања депозита већ на поједине сегменте његовог спровођења, као што су фиксне премије осигурања на депозите без обзира на ризичност појединих банака“.⁴⁸

„Закон о банкарским и холдинг компанијама и његове измјене и допуне из 1956. године, 1966. године и 1970. године и 1980. године који је представио регулациона правила за новокреиране послужератне банкарске холдинге. Закон о банкарским спајањима и његове измјене и допуне из 1960. године и 1966. године. Закон о специјалној одговорности из 1960. године, 1970. године и 1980. године. Закон о дерелугацијама из 1970. и 1980. године. Закон о дерегулацијама депозитних институција и монетраној контроли из 1980. године, *St. Germain-ов* закон о депозитним институцијама из 1982. године, Закон о стечајима банака и конкурентној једнакости у банкарству, Закон о спровођењу, реформама и опоравку финансијских институција из 1989. године, Приједлог реформе закона министарства финансија САД-а, Закон о побољшању *FDIC*-а из 1991. године, циљно доношење закона за омогућавање међудржавног банкарства, *Riegle- Nealov* закон о међудржавном банкарству из 1994. године“.⁴⁹

б) Национални извори банкарског права

Национални извори права су они који потичу од државног законодавца једне земље. Они се читавају

⁴² *Ibid.*, стр. 16.

⁴³ *Ibid.*, стр. 16.

⁴⁴ *Ibid.*, стр. 16.

⁴⁵ *Ibid.*, стр. 16.

⁴⁶ *Ibid.*, стр. 16-17.

⁴⁷ Мировић, Д., Банкарско право, Факултет спољне трговине Бијељина, Бијељина, 2005, стр. 19.

⁴⁸ *Ibid.*, стр. 19-20.

⁴⁹ *Ibid.*, стр. 19-20.

у оквиру законски и подзаконских аката, општих услова пословања, формуларних уговора, обичаја и судских одлука, мишљења правне теорије као неформалних извора права.

„У Босни и Херцеговини правна регулација банака је ријешена:

- а) Оквирним Законом о приватизацији предузећа и банака у Босни и Херцеговини;
- б) Законом о осигурању депозита у банкама Босне и Херцеговине и
- в) Законом о Централној банци Босне и Херцеговине.

Ту је и законска регулација Републике Српске са:

- Законом о Народној банци Републике Српске из 1996. године;
- Законом о банкама и другим финансијским организацијама из 1996. године;
- Одлуком о посебној резерви за одржавање дневне ликвидности банака из 1997. године”.⁵⁰

3. МЕЂУНАРОДНЕ КОНВЕНЦИЈЕ

Најважније конвенције међународног карактера се односе на мјеницу и чек и овдје ћемо им посветити највише пажње. Посебну пажњу завређује рад Комисије УН-а за трговинско право UNCITRAL.

„Комисија УН за трговинско право (UNCITRAL) се определила за креацију нове менице, а не за унификацију меничног права, попут хашких и женевских конвенција о меници. Овај пут је узабран због великих разлика у постојећа два меничноправна система“.⁵¹

„Ова меница ће се употребљавати само у међународним трансакцијама, те државе нису дужне да ова правила спроведу кроз своје законодавство. Овакава меница мора бити означена као „међународна трасирана меница (UNCITRAL Конвенција)“ или као „међународна сопствена меница (UNCITRAL Конвенција). Примена ове конвенције није обавезна, већ се заснива на вољи странака“.⁵²

Новине у односу на женевски мјенични систем:

а) Битни елементи

„У битне елементе поред женевских, спада и означање да је то међународна (трасирана или сопствена) меница и у наслову и у тексту менице, као и означање “UNCITRAL Конвенција“. Конвенција о међународним меницама не садржи категорију претпостављених битних елемената, али садржи категорију опционих елемената“.⁵³

б) Доспјелост мјенице

„По Конвенцији о међународним меницама доспелост се изражава на један од два начина: по захтеву или на одређено време. Такође, по овој конвенцији, меница може да буде платива на рате са сукцесивним датумима, с тим да у случају неплаћања једне рате, неплаћени остатак постаје доспео“.⁵⁴

в) Ослобођење трасанта од одговорности

„Трасант по овој Конвенцији може да искључи или ограничи своју одговорност за плаћање менице, с тим да таква одредба има дејство само ако је други потписник обавезан или постане обавезан по меници“.⁵⁵

г) Одредбе о камати

„По овој конвенцији допуштене су код свих меница и то не само фиксна камата, већ и променљива каматна стопа, која се данас широко примењује у међународним кредитним пословима“.⁵⁶

д) Пренос мјенице

„Ректа индосамент трасанта трасиране менице и издаваоца сопствене менице чини немогућим даљи пренос менице, осим ради наплате (инкасо индосамент). По овој конвенцији и индосант може да забрани дање индосирање менице, док то по женевском меничном ситему не би могао, већ би такав његов индосамент значао ослобођење индосанта од меничне одговорности према лицима на које меница даље буде индосирана. По Конвенцији о међународним меницама, меница се може преносити, акцептирати или гарантовати и после доспелости, изузев од стране трасата, акцептанта или издаваоца. У случају акцептирања, индосирања или гарнтовања после доспелости, код менице плативе на одређено време, сматра се да је таква меница платива по захтеву (по виђењу, по презентацији) у погледу акцептанта, индосанта или гаранта“.⁵⁷

ђ) Фалсификовани индосамент

„Лице чији је индосамент фалсификован или лице које је меницу потписало пре фалсификованог индосамента има право на накнаду штете коју би могло да претрпи због фалсификата и то како од фалсификатора, тако и од лица на које фалсификатор непосредно пренео меницу (одговорна могу бити и друга лица, али само ако су одређено време знала за фалсификат)“.⁵⁸

е) Ималац и заштићени ималац мјенице

„Новину коју уводи наведена конвенција у односу на женевску конвенцију се односи на појам заштићеног имаоца мјенице.“ „Ималац менице која је била испуњена кад ју је узео или је била непотпуна и била

⁵⁰ Ibid., стр. 21.

⁵¹ Васиљевић, М., Трговинско право, Правни факултет у Београду, Београд, 2006, стр. 418.

⁵² Ibid., стр. 418.

⁵³ Ibid., стр. 418.

⁵⁴ Ibid., стр. 419.

⁵⁵ Ibid., стр. 419.

⁵⁶ Ibid., стр. 419.

⁵⁷ Ibid., стр. 419.

⁵⁸ Ibid., стр. 419.

попуњена сагласно датом овлашћењу, под условом да када је постао ималац није знао за одређене приговоре против одговорности по меници, да није знао да је меница била нехонорисана неакцептирањем или неплаћањем, да рок за презентацију менице није истекао и да меницу није стекао преваром или крађом”.⁵⁹

ж) Приговори

„Конвенција о међународним меницама на систематизован и целовит начин уређује материју приговора, што није случај са постојећим меничним системима, поготову женевском, који ово питање препушта правној доктрини и судској пракси”.⁶⁰

з) Гарант

„Овим се уводи и гаранција да ће меница бити и акцептирана, а не само исплаћена, за разлику од женевског система, где се јемчи (авалиста) да ће меница бити исплаћена (па и кад се јемчи за акцептанта), али не и да ће бити акцептирана, што значајно побољшава положај међународне конвенције. По овој конвенцији, гарант може да назначи за кога јемчи, а ако то не учини, претпоставља се да је дата гаранција за акцептанта или трасата, у случају трасиране менице, односно за издавоца сопствене менице. У женевском систему претпоставка важи за трасанта, који је често поверилац, а не дужник (као акцептант), што некад води и извлачењу авалисте из меничне обавезе”.⁶¹

и) Битно преиначење мјенице

„По конвенцији важи претпоставка, док се противно не докаже, да је потпис стављен на меницу после битног преиначења менице, чиме се савесни потписници менице могу довести у незавидан положај да доказују да је меница непреиначена изашла из њихових руку. У присуству овакве претпоставке, треба предузимати мере предострожности (опис менице у основном послу, опис менице у спроводном писму којим се доставља повериоцу итд.) како би се у случају потребе лакше доказало да је потписана непреиначена меница”.⁶²

ј) Рок за подизање протеста

„Протест због неакцептирања или неисплате се подиже по конвенцији на сам дан тај дан или у четири следећа радна дана”.⁶³

к) Права лица које је изгубило мјеницу

Основна специфичност конвенције је у томе што “није прихватила установу амортизације менице, већ лице које је изгубило меницу има право на њену исплату, с тим што потписнику менице од кога захтева плаћање мора да наведе састојке изгубљене менице, чињенице на основу којих полаже право на

наплату менице да је у њеном поседу, као и да наведе чињенице које спречавају подношење менице”.⁶⁴

л) Застарјелост

„Рок застарелости меничних потраживања по овој конвенцији износи четири године, а регресни захтеви меничних дужника засатаревају за годину дана од дана искупљивања менице”.⁶⁵

љ) Резерва

„Према прихваћеној резерви, свака држава може у време потписивања, ратификације, прихватања, одобрења или приступања, изјавити да ће њени судови примењивати конвенцију само ако се оба места назначена у меници (где је трасирана меница вучена, односно где је сопствена меница сачињена, и место плаћања назначено у меници) налазе у државама уговорницама”.⁶⁶

4. БАНКАРСКИ СИСТЕМ БОСНЕ И ХЕРЦЕГОВИНЕ

Банкарски систем Босне и Херцеговине се заснива на дјеловању Централне банке Босне и Херцеговине. „Дејтонским споразумом установљена је Централна Банка БиХ. Централна банка БиХ одржава монетарну стабилност у складу са “*currency board*” аранжманом, што значи да издаје домаћу валуту уз пуно покриће у слободним девизним средствима, по фиксном курсу КМ: 0,511292 Е”.⁶⁷

Централна банка је правно лице, што значи да посједује правну и пословну способност. Но као и сва правна лица њена пословна способност је ограничена на оне правне послове за које је и регистрована те је овлашћена да: „склапа уговоре, набавља и располаже с покретном и непокретном имовином и страна је у судским поступцима”.⁶⁸

Циљеви и основни задаци Централне банке

- „да дефинише, усвоји и контролише монетарну политику Босне и Херцеговине путем издавања домаће валуте (конвертибилна марка),
- да држи и управља службеним девизним резервама Централне банке на сигуран и профитабилан начин,
- да потпомогне или успостави и одржава одговарајуће платне и обрачунске системе,
- да координира дјелатности агенција које су надлежне за издавање банкарских лиценци и вршење супервизије банака у Ентитетима,
- да проводи монетарну политику,
- да прима депозите од Босне и Херцеговине и комерцијалних банака ради испуњења захтјева за обавезним резервама,

⁵⁹ Ibid., стр. 419

⁶⁰ Ibid., стр. 419 - 420.

⁶¹ Ibid., стр. 420.

⁶² Ibid., стр. 420.

⁶³ Ibid., стр. 420.

⁶⁴ Ibid., стр. 420.

⁶⁵ Ibid., стр. 420.

⁶⁶ Ibid., стр. 420.

⁶⁷ Мировић, Д., Банкарско право, Факултет спољне трговине Бијељина, Бијељина, 2005, стр. 90.

⁶⁸ Ibid., стр. 90.

е) да ставља у и повлачи из оптицаја домаћу валуту (Конвертибилна марка) укључујући новчанице и кованице законског средства плаћања, придржавајући се строго правила *currency boarda*,
ж) да обављају девизне операције на захтјев банака чије је сједиште у региону којег покрива главна јединица и
з) да прикупљају податке који се односе на економске и финансијске активности у региону у којем се налази њихово сједиште“.⁶⁹

5. БАНКЕ У РЕПУБЛИЦИ СРПскоЈ

Правни положај банака у Републици Српској се уређује према законским прописима уз маскимално поштовање императивних правних норми. „Као главни предмет пословања банака јавља се узимање и давање кредита, као и посредовање у новчаном промету. Самостално обавља дјелатности ради добити, н начелима ликвидности, сигурности и рентабилности. Као правни субјекат слободно диспонира средствима сходно њиховој природи и намјени у правном промету“.⁷⁰

Правни положај и оснивање банке у Републици Српској

„Банка у Републици Српској се оснива и послује као акционарско друштво“.⁷¹

Услови за оснивање банака су предвиђени законом и подразумевају следеће:

- а) „одлука оснивача о оснивању
- б) уложена средства у оснивачки фонд;
- в) дозвола Агенције за банакарство РС“.⁷²

Органи банке су:

- а) „скупштина,
- б) надзорни одбор и
- в) управа“.⁷³

6. ИНОСТРАНЕ БАНКЕ У РЕПУБЛИЦИ СРПскоЈ

С обзиром на велики број страних банака у Републици Српској, посебно је интересантан њихов правни положај. Њихов положај се регулише као недискриминаторски, односно посједују иста права као и домаћа правна и физичка лица. Оне углавном, послују по основу филијала или представништва. Филијале и предстваништва немају својства правних лица.

⁶⁹ *Ibid.*, стр. 90-91.

⁷⁰ *Ibid.*, стр. 96.

⁷¹ *Ibid.*, стр. 97.

⁷² *Ibid.*, стр. 97.

⁷³ *Ibid.*, стр. 90-91.

ЗАКЉУЧАК

Све наведено, нас наводи на закључак да питање утицаја међународних прописа на националне прописе из области Банкарског права није толико једноставно као што се на први поглед чини. Највећу препреку представља обавезност или необавезност примјене међународноправних прописа. Тачније они се примјењују само уколико је то изричито наведено или ако постоји елемент иностраности који би утицао на наш банкарски систем да примјењује исте. Обично се тај елемент иностраности огледа у уговорним странама или мјесту закључења правног посла. Најприроднији вид утицаја, као што смо навели у раду, је засигурно добровољност усавајања одредаба међународноправних прописа до којих долази услед потреба банкарске праксе, те ни у којем случају наметањем страних рјешења која нису пододбна за одређени национални систем. Но, примјена међународних прописа на наведени начин има своје предности, као што су практично упознавање са одредбама међународних конвенција. Примјена наведених одредаба наводи националне прописе на модернизацију и одржавање банкарског система, ликвидног и солвентног.

ЛИТЕРАТУРА

- [1] Бабић, И.: Привредно право, Београд, 1998.;
- [2] Bradgate R., White, F.: Commercial Law, New York, 2005.;
- [3] Васиљевић, М.: Трговинско право, Београд, 2003.;
- [4] Васиљевић, М.: Трговинско право, Београд, 2006.;
- [5] Велимировић, М.: Привредно право, Српско Сарајево, 2002.
- [6] Вилус Ј. Царић С. Шогоров, С.: Међународно привредно право, Београд, 1989.;
- [7] Vincenzi, S.: Law of the European Community, Great Britain, 1999.;
- [8] Вукадиновић, Р., Д.: Спољнотрговинско пословање, Крагујевац, 2011. ;
- [9] Драшкић, М.: Међународно привредно право, Београд, 1990.;
- [10] Garner, A. B. (editor in chief): Black*s Law Dictionary, St. Paul, 2004.;
- [11] French, D. : Blackstone*s Statutes Company Law, New York, 2005.;
- [12] Ђуровић, Р.: Међународно привредно право, Београд, 2000.;
- [13] Ђуровић, Р.: Међународно привредно право, Београд, 2004.;
- [14] Јанковић, В.: Међународно привредно право, Београд, 1989.;
- [15] Јанковец, В : Привредно право, Београд, 1999.;
- [16] Јовановић, Н. : Берзанско право, Београд, 2009.;
- [17] Јовановић-Спировић, Л.: Трговинско право, Београд, 2004.;
- [18] Јездић, М. : Међународно приватно право I, Београд, 1961.;
- [19] Капор В.Царић, С.: Уговори робног промета, Београд, 1990.;

- [20] Касагић, Р. : Основи права и пословно право, Бања Лука-Брчко, 2003.;
- [21] Лопандић, Д. : Уговор о Европској Унији, Рим-Мастрихт- Амстердам, Београд, 1999.;
- [22] Lyden, D. P., Reitzel, D. J., Roberts, J. N. : Business and the law, United States of America, 1985.;
- [23] Миленовић, В.: Пословно право, Ниш, 2001.;
- [24] Мировић, Д.: Пословно право, Бијељина, 2007.;
- [25] Мировић, Д., Банкарско право, Факултет спољне трговине Бијељина, Бијељина, 2005,
- [26] Мировић, Д., Поповић В.: Трговинско право, статусни дио-привредна друштва, Бијељина, 2007.,
- [27] Мировић, Д.: Пословно право, Бијељина- Брчко, 2009.;
- [28] Мировић, Д.: Право европске уније, Бијељина-Брчко, 2008.;
- [29] Поповић В.Вукадиновић, В.: Међународно пословно право, општи део, Бања Лука-Крагујевац, 2005.;
- [30] Поповић В. Вукадиновић, В.: Међународно пословно право, посебни део, уговори међународне трговине, Бања Лука- Крагујевац, 2010.;
- [31] Рајчевић, М.: Пословно право, основе права, стварног и облигационог права и привредно правни послови, Бања Лука, 2007.;
- [32] Stogach S.Ellis, J.: Business Law, New York, 2005.;
- [33] Спиновић- Јовановић, Л.: Увод у трговинско право,Београд, 2003.;
- [34] Стојиљковић, В.: Међународно привредно право, Београд, 2002.
- [35] Табароши, С.: Економско право, Београд, 2003.;
- [36] Тешић, М.: Спољнотрговинско пословање, Београд, 1993.;
- [37] Hicks, A., Goo, S. H. : Cases and Materials on Romapany New York, 2004.;
- [38] Царић С.Шогоров С.Вилус Ј.Ђурђевић, Д.: Међународно привредно право , Нови Сад. 1993.;
- [39] Praig P.De Burca, G. : EU Law texts, cases and materials, New York, 2003.
- [40] Wright, H., and others, Legal Enviornment of Business Management, Pincinnati, 1998.;
- [41] Закон о привредним друштвима (<<Службени гласник РС>> бр. 127/08)
- [42] Закон о привредној комори (<<Службени гласник РС>> бр. 65/08)
- [43] Закон о решавању сукоба закона са прописима других земаља у одређеним односима (<<Службени лист>> СФРЈ бр.43/82и 72/83)
- [44] Закон о спољнотрговинској комори Босне и Херцеговине (<<Службени гласник БиХ>> бр. 30/01)
- [45] Закон о Привредној комори Републике Српске (<<Службени гласник РС>> бр 01-1052/08)
- [46] Закон о спољнотрговинској комори Босне и Херцеговине (<<Службени гласник БиХ>> бр. 30/01)
- [47] Закон о облигационим односима (<<Сл. Лист СФРЈ>>, бр.29/78

PREDNOSTI PROCESA SEKJURITIZACIJE NA FINANSIJSKIM TRŽIŠTIMA

ADVANTAGES OF SECURITIZATION ON THE FINANCIAL MARKETS

Adnan Rovčanin, Professor, University of Sarajevo, School of Economics and Business, Sarajevo, Bosnia and Herzegovina

Adna Mataradžija, Teaching Demonstrator, University of Sarajevo, School of Economics and Business, Sarajevo, Bosnia and Herzegovina

Amra Mataradžija, Teaching Demonstrator, University of Sarajevo, School of Economics and Business, Sarajevo, Bosnia and Herzegovina

Rezime: Na nekim finansijskim tržištima, kreditni kapacitet komercijalnih banaka u velikoj mjeri ovisi o eksternom finansiranju, što je prilično skupo, a to smanjuje likvidnost tržišta u cjelini i ometa razvoj ekonomije zemlje. Bazirajući se na pretpostavci da je proces sekuritizacije jedan od mogućih načina za rješavanje tog problema, ovaj članak govori o mogućnosti njegove primjene na finansijskim tržištima i prednosti tog procesa. Uzimajući u obzir određena obilježja kreditnih portfolija i Bazelske standarde, dolazimo da zaključka da je primjena ovog procesa na nekim finansijskim tržištima moguća i poželjna, te može imati pozitivan učinak na povećanje nivoa likvidnosti i na ukupan ekonomski razvoj.

Ključne riječi: sekuritizacija potraživanja, kreditni portfolio, kreditni rizik, Bazel II standardi.

Abstract: On some financial markets commercial bank loan capacity is largely dependent upon foreign funding, which is quite expensive, and it diminishes liquidity of the overall economy and hinders the development of the country's flagging economy. Based on the assumption that securitization is one of possible methods for solving this problem, this paper discusses the possibilities of its implementation into the financial markets and advantages of that process. Bearing in mind the appropriate features of loan portfolio and Basel regulations, it points to the conclusion that the possibilities of implementing this process into the some financial market is welcomed and that it may have positive effect on increasing the level of liquidity and the overall economic development.

Key Words: securitization of receivables, loan portfolio, credit risk, Basel II standards

INTRODUCTION

Modern financial systems combine commercial entities that have excess funds to those who lack the funds to maintain liquidity and smooth conduct of business activities. The development of financial markets means increasing the number of financial institutions and the development of a competitive struggle between them. This process is monitored constantly update existing and create new financial instruments, which in conjunction with modern technology is constantly changing the look of the financial world. According to many prominent financial experts, securitization is one of the most innovative financial achievements of the modern era, as evidenced by the growth of the total value of receivables based on securitization in Europe, which was recorded at the beginning of this century. Expansion of asset-backed securities ended the current global economic crisis.

Some financial analysts declared the securitization as one of the main culprits for the development of the global economic crisis. However, the fact that the causes of the crisis are much more complex supports the thesis that securitization still be considered a very valuable tool for the development of financial markets, noting that its misuse can have far reaching negative consequences.

In this paper we will try to introduce the process of securitization of receivables and the potential positive effects of its application to financial markets. The aim of paper is to describe the process of securitization of receivables and the effects of introducing a specific financial market, with elements of the classification. On the other hand, social (operational) objective is to assess the possibility of raising liquidity of financial sector at a higher level. The initiation of securitization would allow Serbian banks cheaper sources of financing, which would lessen dependence on expensive foreign sources of capital. The initiation of new asset-backed securities would affect the development of capital markets. This fact could contribute to reducing bank's interest margin, which is kept at a high level because of expressed bank-centred of financial markets and the lack of competition.

1. THE TERM OF RECEIVABLES BASED ON SECURATIZATION

Securitization of receivables has emerged in the early 70's of last century on the mortgage market in the U.S. Mortgage loans in its original form, for bank represent illiquid assets because of the long maturities and low level of early payment. In conditions of strong competition which limits the possibility of financing through traditional sources, there is a need for finding additional funding mechanisms. Securitization is the process of transforming illiquid assets/cash flows in the liquid, marketable securities. It is a process that encapsulates the pools of assets or rights on the set of cash flows and repack them into securities.

Table 1: Advantages of the process of securitization

Individual loans	Securities covered by assets
Illiquid	Liquid, with a developed secondary market
Periodic estimate	Pricing efficiency and transparency
Loan provider estimates risk	Rating agencies and agencies that carry out credit improvement estimate risk
Local investor base	National/global market
Higher cost of raising funds	Lower cost of raising funds
No fee for service	Fee for service
Assets remain in the balance sheet, the additional credit requires additional capital	Assets are removed from the balance sheet, funds are collected for new loans

The process of securitization allows banks financing more efficiently without intermediaries, directly linking them to the capital market.

Basel II regulations define two types of securitization:

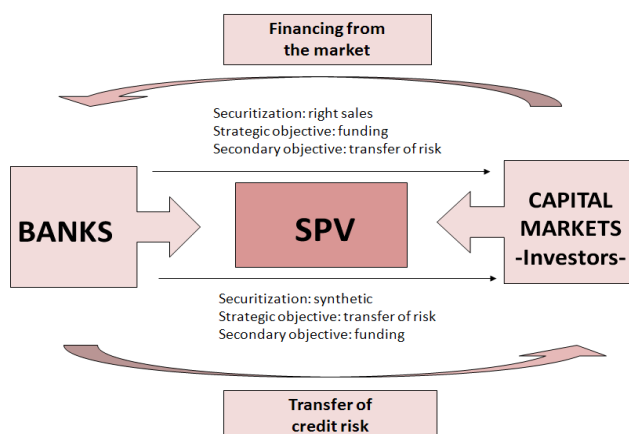
- The traditional securitization - banks sell loans through asset covered securities.
- Synthetic securitization - the transfer of credit risk through credit derivatives, loan sales without the act.

In a traditional securitization, the transfer is usually done by selling financial assets of the company or fund established for that purpose vehicle (SPV), which are still refinancing by issuing and selling bonds and other securities to final investors. The main purpose of this type of securitization is a collection of "fresh" money (funding), while the secondary objective of risk transfer. Another form of securitization is a synthetic securitization, in which there is no relocation of assets from the balance, but the risk portfolio is transferred through the portfolio guarantee (credit derivatives). The Bank does not receive funds for financing, but relieves the insurance portfolio of risk assets, which "frees up" capital for new investments.

1.1. Products of securitization

The process of securitization creates a wide variety of securities covered by assets, which are most characteristic of the securities covered by the mortgage (Mortgage Back Securities) and the securities covered by assets in the narrow sense (Asset Back Securities). Sophisticated division of securitization products is shown in Figure 3.

Figure 2: Linking banks with the capital market



1.2. Improving credit rating asset-backed securities

Improving credit rating asset-backed securities is done in order to increase their quality and credit risk reduction. Securities are ranked independently of the issuer and its financial situation, because the rating agencies assess the credit rating of the collateral, not the issuer.

Improving credit rating is done by: a guarantee of the issuer or a third party, such as insurance from insurance companies, bank letter of credit, the formation of the older / subordinated structures, reserve funds, cash accounts, the larger the value of the collateral value of the emission and the remaining range.

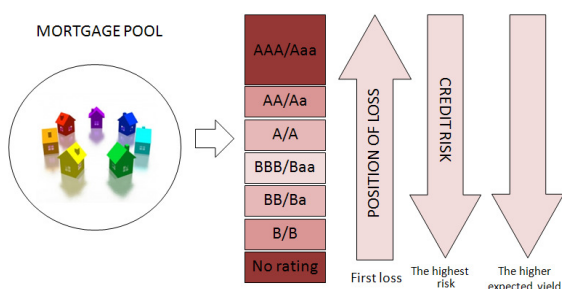
Of all the ways to improve credit rating of securities caused by securitization, are commonly used, and the formation of cross guarantee with different levels of risk. The issuer may provide a guarantee based on your credit rating in order to increase the quality of securities issued by, and made them more attractive to potential investors. Also, apply to third-party warranties, guarantees that the potential losses to a certain level (e.g. 5%). This type of protection is called the first protection against losses (first loss protection). In the formation of the older/subordinated structure, mortgage pool is divided into senior and subordinated tranches. Thus, there is an older tranche and one or more subordinated tranches. The owner of securities from multiple tranches, has priority in the collection of receivables arising asset-backed securities. Credit rating of senior tranches depends on the proportions in which the redistribution of the entire mortgage pool. The greater part of the subordinated tranches in a pool, more stock can achieve a better credit rating. This system allows you to transfer credit risk with older securities in subordinated.

2. PARTICIPANTS IN SECURITIZATION PROCESS

In introducing the process of securitization of receivables should make a plan, whose main goal is to create conditions for further development of financial markets, preserving financial stability. The main participants in the proposed process of securitization should be:

- *Initiator* – a legal entity which carries receivables (which are the subject of securitization) A securitization fund management, i.e. transfers of credit risk relating to these receivables.
- *The company must securitization* – a company that has licensed the Commission for Securities and performs tasks related exclusively on securitization of receivables.
- *The debtor* – legal or natural person to whom a claim that is the subject of securitization.
- *Servicer* – a legal entity, which in behalf of the fund management company securitization, performs billing receivables that are the subject of securitization, transfer of funds collected from this society, as well as other activities in accordance with the contract.
- *The investor* – the legal holder of securities ensured by property, except that the underwriter of securities purchased for their further sale.
- *A creditor fund* – legal or natural person, except for investors on the basis of a transaction entered into with a management company, has receivables against the company is limited solely to property securitization fund.

Figure 4: The structuring of mortgage pool and the resultant effects



In practice it is often the case, the role of service performed by the initiator. The personnel would be exercised by the debtor's accounts receivable and collected the funds transferred to the fund securitization. A management company would base the education fund which issued the securities. National corporations or other entity could provide new-issued securities and make them more attractive to investors. Investors who buy securities issued would have the opportunity to educate investors and the Assembly to appoint a representative who would have the right to oversee the operation of the Company's management and service, as well, and sends reports to the Assembly on this. Many banks have expressed their willingness to securitize their credit receivables, so it remains to determine the credit quality of the existing database for transfer to the securitization and regulatory framework within which the process unfolded.

CONCLUSIONS

Research has shown that securitization of receivables represents good opportunity for the development of financial markets. The introduction of Basel II could act

stimulating the implementation of the securitization of receivables process.

The fact that banks will have to adjust loan portfolio in accordance with the amount of capital they possess will result in optimizing the assumed risk, increase quality and decrease the percentage of loans in default receivables. Such a situation would be favorable for the development of securitization, it would be the basis of the process was better.

The fact is that the Basel II special treat securitization, in favor of efforts to avoid abuse of this process. Since banks are required to hold capital against all laid their securitization exposures, which is a mechanism that provides a credible guarantee that banks will not be in their interest to approve high-risk loans in order to further their sales, as it has recently been the case in the United States.

Synergistic effects of Basel II and securitization of receivables, could lead to many positive effects. Financial institutions that put their assets into process of securitization, could obtain alternative sources of funding, increased financial flexibility, lower cost of capital, strong balance sheet, reduce credit exposure, etc. At the same time, investors would get the opportunity to invest with reduced credit risk, by investing in securities that are supported with pool of loans that are secured by competent financial or government institutions. The application of this process could result in the development of financial markets, i.e. the emergence of new financial products in the capital market.

REFERENCES

- [1] Račić Ž., Bajraktarović L., (2011), *Mogućnosti uvođenja sekjuritizacije na finansijska tržišta u Republici Srbiji*, Finansije, bankarstvo i osiguranje, Univerzitet Singidunum, Beograd.
- [2] Fabozzi, J. F., Modigliani F., (2003), *Capital markets, institutions and instruments*, 3th edition. Prentice Hall.
- [3] Ivanović, P., (2009), *Banke i sekjuritizacija*, Osmi međunarodni seminar za bankare i finansijske stručnjake, Miločer, Crna Gora.
- [4] Kothari, V., *Securitization: The Financial Instrument of the Future*, Wiley Finance, 2006.
- [5] Liaw, K., T., (2006), *The Business of investment banking – a comprehensive overview*, 2th edition John Wiley and Sons. Inc, New Jersey.
- [6] Mishkin, S., Stanley, F., Eatkins, G., (2005), *Finansijska tržišta i institucije*, četvrto izdanje, Mate, Zagreb.
- [7] Mishkin, S. F., (2006), *Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta*, sedmo izdanje, Data Status, Beograd.
- [8] Tavakoli. M. J. (2003), *Collateralized Debt Obligations and Structured Finance*, Wiley Finance.
- [9] Subić, V., (2006), *Hartije od vrednosti nastale procesom sekjuritizacije*, časopis Finansije.
- [10] Jeremić, Z., (2009), *Finansijska tržišta*, Univerzitet Singidunum, Beograd.

ДИВЕРЗИФИКАЦИЈА КАО ЕФИКАСАН НАЧИН СМАЊЕЊА РИЗИЧНОСТИ УЛАГАЊА У ХАРТИЈЕ ОД ВРИЈЕДНОСТИ

DIVERSIFICATION AS AN EFFICIENT WAY OF REDUCING RISK OF SECURITIES INVESTMENT

Доц. др Витомир Старчевић, Универзитет у Источном Сарајеву, Факултет пословне економије Бијељина

Доц. др Слободан Суботић, Универзитет у Источном Сарајеву, Саобраћајни факултет Добој

Мр Горан Митровић, Pavlović International Bank, Бијељина

Резиме: Код инвестиционих улагања у хартије од вриједности извјестан је одређени степен ризика. Да би ризик минимизирали, инвеститори комбинују свој портфолио хартија од вриједности на бази очекиваног приноса и стандардне девијације, која се сматра мјером портфолио ризика. Како би остварили висок принос, са једне стране и ниску стандардну девијацију односно ризик са друге стране, инвеститори бирају портфолио који максимизира очекивани принос за дату стандардну девијацију или минимизира стандардну девијацију за очекивани принос. Тежиште истраживања у овом раду усмјерено је на основе инвестирања у хартије од вриједности, а посебно на суштину и предности портфолио инвестирања. С тим у вези, обрађене су основне карактеристике ризика и неизвјесности инвестирања у хартије од вриједности. Указано је на потребу диверзификације и њене ефекте приликом улагања средстава у хартије од вриједности, те на конкретним примјерима презентован и елабориран начин мјерења ризика појединачних хартија од вриједности и ризика портфолија.

Кључне ријечи: хартије од вриједности, портфолио, стандардна девијација, систематски и несистематски ризик, диверзификација.

Summary: Fixed investment in securities assumes certain level of risk. In order to reduce it, the investors combine their securities portfolio according to the expected income and standard deviation, which is considered to be an indicator of the portfolio risk. In order to make large income on one hand and to decrease standard deviation on the other, the investors choose portfolio which maximizes the expected income for the given standard deviation or minimizes standard deviation for the expected income. The focus of this paper is put on the securities investment, particularly emphasizing the essence and advantages of portfolio investment. Therefore, we have analyzed the main characteristics of

risk and uncertainties of securities investment. It has been pointed out that diversification is very much needed and what its effects are when investing in securities. The concrete examples have been used to present and elaborate the way of measuring risk of particular securities as well as portfolio risk.

Key words: securities, portfolio, standard deviation, risk, diversification.

УВОД

Инвеститори своја „слободна“ финансијска средства на финансијском тржишту усмјеравају у куповину различитих хартија од вриједности. Ова врста пословне активности је посебно изражена у привредно развијеним тржишним економијама. У овим земљама, предузећа, банке и остала правна лица емитовањем дужничких хартија од вриједности, јефтиније него што би било кредитно задуживање, прибављају краткорочна и дугорочна средства потребна за текуће пословање и финансирање развоја. С друге стране, предузећа и банке емисијом акција, као власничких хартија од вриједности, прибављају трајни капитал. При томе, сваки инвеститор треба водити рачуна о три критеријума (начела) којих се треба придржавати у одабиру хартија од вриједности прије намјераваног улагања средстава у њихову куповину, а то су: (1) сигурност, (2) ликвидност и (3) профитабилност. Оптимизацију улагања средстава у финансијске инструменте треба проводити диверзификацијом у циљу постизања максималних позитивних ефеката на пословање уз минималан ризик.

1. ДЕФИНИСАЊЕ РИЗИКА У ИНВЕСТИЦИОНОМ ПОСЛОВАЊУ

Ризик би се могао дефинисати као одступање стварног од очекиваног приноса (Van Horne, Wachowicz, Загреб, 2002., стр.91.). За све инвеститоре (улагаче) важи правило да остварени принос може бити мањи од очекиваног. Наиме, уколико више варијабли утиче на могући принос и сам ризик ће бити већи. С обзиром на значај ризика није сувишно констатовати да он увијек прати улагања и да је немогуће говорити о приносу без ризика. Да би се ризик у инвестиционом пословању могао прецизно дефинисати, неопходно је познавати његову суштину. Свака неизвјесност, изненадно и непланирано дешавање у појединим пословним активностима представља ризик. Ризичност неког пословног подухвата, односно улагања капитала, зависи преваходно од варијабилности очекиваног приноса. Наиме, уколико се ради о улагању у извјесне пројекте, као што су државне обвезнице, варијабилност је незнатна, односно улагање је врло мало или нимало ризично. Међутим, приноси од улагања у: истраживања и развој, развој новог производа, освајање нових тржишта, су ризични.

Битан фактор који се мора узети у обзир приликом оцјене ризика алтернативних инвестиционих пројеката је вријеме. Са протицањем времена, повећава се неизвјесност у погледу будућег дејства разних економских и неекономских фактора на коначан исход, планираних или предузетих, инвестиционих подухвата.

Ризик треба посматрати као растућу функцију времена, јер уколико се предвиђања очекиваних приноса (годишњих новчаних токова) врше што даље у будућност, утолико њихова варијабилност постаје већа, што значи да расте и ризик у могућности њиховог остварења. Односно, што је дужи вијек трајања пројекта, дисперзија будућних приноса око очекиване вриједности постепено се шири због њихове све непоузданије процјене у каснијим годинама. Наравно, када би будући приноси, односно годишњи нето токови,⁷⁴ од експлоатације пројекта били гарантовани уговором или на неки други начин, стандардна девијација⁷⁵ тих приноса око очекиване вриједности, као и ризик самог пројекта били би константни током времена. Ако би се очекиване вриједности нето новчаних токова разликовале из године у годину, временску димензију ризика требало би, умјесто стандардном девијацијом, изражавати коефицијентом варијације.⁷⁶

2. РИЗИК ПОРТФОЛИЈА

Куповином хартија од вриједности, инвеститор ће конструисати властити портфолио хартија од вриједности. За претпоставити је да ће приноси од хартија од вриједности бити различити, али и да ће ризик од наглих промјена приноса по појединачним хартијама у портфолију бити мањи од ризика промјена приноса по појединој хартији од вриједности. Без обзира на варијације приноса по појединим хартијама од вриједности, узимањем довољног броја хартија од вриједности у портфолио, инвеститор ће стабилизovati принос и смањити ризичност портфолија у односу на приносе и ризичност појединих хартија од вриједности.

⁷⁴ У најопштијем смислу "cash flow" или ток готовине би се могао третирати као новчани исказ ефеката, процеса и операција које генерише пословна конституција. (Извор: Тушевљак, Родић, Београд-Сарајево, 2003., стр. 122.)

⁷⁵ Стандардна девијација дистрибуције приноса од инвестиционог пројекта представља квадратни корјен из просјека квадратних одступања појединачних приноса, односно исхода очекиване вриједности. Први корак утврђивања стандардне девијације дистрибуције представља израчунавање приноса (E), по формули: $E = \sum E_i P_i$, гдје су: (E_i) приноси у посматраном случају, (P_i) вјероватноће настанка посматраног случаја. Стандардна девијација дистрибуције вјероватноћа изражава се једначином: $\sigma = \sqrt{\sum (E_i - E)^2 P_i}$. Што је мања вриједност стандардне девијације, то је мање и присуство ризика. Уколико се прати више пројеката истовремено, мање је ризичан онај пројекат са мањом стандардном девијацијом.

⁷⁶ Коефицијент варијације (V) израчунава се као количник стандардне девијације (σ) и очекиване вриједности експлоатације пројекта (E), по формули: $V = \sigma/E$. Коефицијент варијације, сматра се супериорнијим показатељем ризика од стандардне девијације. Уколико је коефицијент варијације већи, то је и пројекат више ризичан.

2.1. Диверзификација инвестиционог портфолија

С обзиром да реалност инвестиционог одлучивања искључује могућност одлуке о само једном инвестиционом пројекту, неопходно је презентовати инвестиционо улагање, у условима ризика, у већи број инвестиционих пројеката. Чињеница је да инвеститор ријетко улаже цијело своје богатство у само једну имовину или инвестицију. Он радије *конструира портфолио или скуп инвестиција*, па се с тог аспекта може говорити о комбиновању ризика инвестиционих пројеката, односно портфолију пројеката. Самим тим је разумљиво, да ризик једног пројекта не може да буде анализиран независно од других пројеката. Наиме, ни само предузеће као цјелина не представља ништа друго него специфичан скуп или портфолио пословних средстава, као различитих инвестиционих пројеката, који теже максимирању његове дугорочне рентабилности.

То значи, да нови пројекти о улагању капитала треба да буду разматрани не само у корелационој вези један са другим, него и са већ усвојеним и реализованим пројектима с циљем да се постигне *максимална диверзификација*, односно смањење ризика за предузеће као ентитет, уз остварење што већег приноса на његова укупна пословна и сопствена средства. Успјешна диверзификација треба да омогући инвеститору да ризик улагања у групу, или портфолио, буде мањи од збира ризика индивидуалних пројеката. Или, другим ријечима, „*девијација приноса на портфолио средстава* (σ) *може да буде мања од збира девијација очекиваних приноса од појединачних средстава*“. (Weston, Brigham, New York, 1972., стр. 192.)

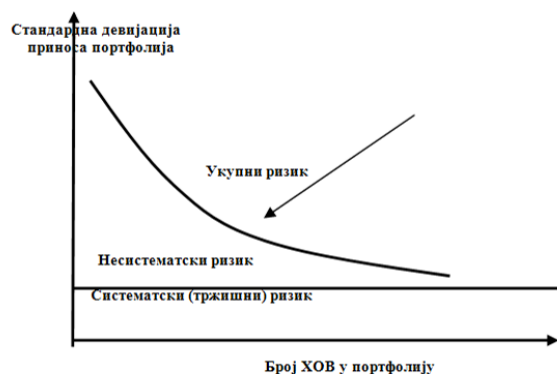
Ризик портфолија се не може посматрати као вагана средина (просјек) стандардних девијација појединачних хартија од вриједности, јер не зависи само од ризичности хартија од вриједности које чине портфолио, него и од њихове међусобне корелације.⁷⁷ Селекцијом хартија од вриједности, које су међусобно у паровима у slabим корелационим везама, инвеститор је у стању смањити релативни ризик, односно диверзификовати га. Диверзификација портфолија дефинише се као: „*комбинација хартија од вриједности на начин којим ће се умањити релативни ризик*“. (Van Horne, Загреб, 1997., стр. 53) Односно, диверзификација је комбинација двије или више хартија од вриједности чији се приноси крећу у различитом смјеру, на начин да се појединачни приноси компензују држањем портфолија. То значи, да је ризик портфолија мањи од ризика сваке

⁷⁷ Уколико се приноси хартија од вриједности који чине портфолио крећу потпуно сагласно, онда је њихов коефицијент корелације (+1). Уколико се, приноси портфолија крећу сагласно, али у супротном смјеру, њихов коефицијент корелације је (-1). И треће, ако се приноси финансијских инструмената у портфолију крећу независно један од другог, коефицијент њихове корелације једнак је нули.

појединачне хартије од вриједности која чини портфолио.

Суштина портфолио инвестирања је могућност да се комбиновањем у портфолио хартија од вриједности, које нису позитивно перфектно корелисане, елиминише дио ризика који карактерише појединачну хартију од вриједности. Наиме, познато је да и мала диверзификација доноси значајна смањења варијабилитета, а како је приказано на графикаону бр.1. Евидентно је да диверзификација смањује ризик, односно стандардну девијацију. Она у почетку дјелује знатно јачим интензитетом, док се повећањем броја хартија од вриједности у портфолију интензитет диверзификације смањује. Разлог оваквог ефекта диверзификације на ризик портфолија јесте у постојању два ризика: **систематског и несистематског**. Задовољавајући ефекат диверзификације постиже се већ у портфолијама састављеним од 20-ак хартија од вриједности чиме се укупни ризик портфолија своди на **систематски или тржишни ризик**.

Графикон бр. 1. Ефекат диверзификације на ризик портфолија



**Извор: Јурман, Ријека, стр.12.,
www.hrcak.srce.hr/file/33799**

Примјера ради, банка као инвеститор своја улагања усмјерава према једном клијенту за откуп хартија од вриједности које је он издао у висини 10 милиона УСД. Уколико би се са високим степеном вјероватноће од 90% процијенило да су потенцијални ризици 25% од висине улагања, тада би банчине резерве за покриће ризика износиле 2,5 милиона УСД (10 мил. $\times$ 0,25). У овом случају би се, готово, са сигурношћу могло рећи да ће банка изгубити 90% од 2,5 милиона УСД, а што износи 2,25 милиона УСД. Уколико се претпостави, да је банка своја средства усмјерила за откуп хартија од вриједности од два емитента за које се, такође, са степеном вјероватноће од 90% процијењује да ће имати потешкоће у пословању, тада је вјероватноћа да ће и један и други неуредно измиривати обавезе према банци једнака производу појединачних вјероватноћа и она износи 0,81 или 81% (0,90 $\times$ 0,90). У том случају би губитак за банку износио 2,025 милиона УСД, а не 2,25 милиона УСД. Уколико би у портфолију биле хартије од

вриједности три емитента, вјероватноћа настанка губитка истовремено за сву тројицу била би још мања и износила би 0,729 или 72,9% (0,90 $\times$ 0,90 $\times$ 0,90). (Извор: Јурман, Ријека, стр.2., www.hrcak.srce.hr/file/33799)

Из наведеног примјера се види, да ће улагања банке дисперзована према већем броју мањих клијената смањити свеукупни ризик улагања. Односно, да је **диверзификација пласмана кључна претпоставка смањења ризика улагања**.

Ризик који се потенцијално може елиминисати диверзификацијом назива се **несистематични (јединствени) ризик**. Он је предмет менаџерских акција предупређивања, а према специфичностима појединачног предузећа, способностима и изабраној стратегији менаџмента. Међутим, постоје неки ризици који се не могу избјећи, ни диверзификацијом ни другим мјерама. То је тзв. **тржишни или систематски или недиверзификабилни ризик**. Структуру укупног ризика сачињавају дакле јединствени, несистематски ризик и систематски тржишни ризик. (Тушевљак, Родић, Београд-С.Сарајево, 2003, стр.107)

Допринос сваке хартије од вриједности укупном ризику портфолија, као и ризичност појединачне хартије од вриједности мјери се **сензитивношћу**⁷⁸ приноса у односу на принос укупног или тржишног портфолија. Осјетљивост приноса једне хартије од вриједности у односу на принос портфолија мјери се **бета (β) коефицијентом**. Бета (β) представља мјеру систематског ризика који се не може диверзификовати. „Бета као мјера ризика представља степен осјетљивости приноса портфолија (хартија од вриједности) у односу на приносе свих хартија од вриједности на тржишту. У конкретној пракси се често користи код мјерења односа између промјена очекиваног приноса једне хартије од вриједности и промјена очекиваног приноса укупног броја хартија од вриједности на тржишту“. (Вуњак, Суботица, 2005, стр. 265)

Чињеница је да бета коефицијент изражава ризичност једне хартије од вриједности из портфолија у односу на тржишни ризик. Уколико је већи бета коефицијент појединачне хартије од вриједности, то је већи и очекивани принос. Примјера ради, ако тржишна цијена портфолија расте за 1 проценат тада ће цијена хартије од вриједности, која има коефицијент бета од 1,2, порастати за додатних 1,2 процента. Треба напоменути да бета коефицијент није мјера ризика укупног портфолија, него релативна мјера ризика појединачне хартије од вриједности у портфолију, односно бета коефицијент је израз систематског тржишног ризика дотичне хартије од вриједности.

⁷⁸ Сензитивност означава степен у коме се принос једне хартије од вриједности мијења уколико се мијења принос портфолија.

Примјена бета (β) коефицијента у пракси има одређених потешкоћа. *Прво*, за израчунавање овог коефицијента треба одабрати довољан број репрезентативних хартија од вриједности различитих емитената. *Друго*, за израчунавање бета коефицијента треба имати одговарајуће статистичке податке, јер од квалитета улазних података зависи поузданост (тачност) добијеног резултата. *Треће*, бета коефицијент израчунава се на темељу остварених кретања, односно података из прошлости, а служи за доношење будућих одлука. Искуства из праксе говоре да је за израчунавање индекса бета потребно користити велики број хартија од вриједности (око 500), те их пратити кроз дужи временски период. „Како се на тржишту прошлост никада у потпуности не понавља, него више или мање влада неизвјесност, процјене на бази бета коефицијента треба узимати са одређеном резервом. Без обзира на те недостатке овај коефицијент може бити добра подлога и један од показатеља о којем треба водити рачуна приликом доношења одлуке о одабиру хартија од вриједности у које инвеститор намјерава уложити своја средства.“ (Јурман, Ријека, стр. 22, www.hrcak.srce.hr/file/33799)

2.2. Мјерење ризичности појединачних хартија од вриједности

Уколико се инвеститор нађе у позицији да треба одабрати једну од више хартија од вриједности тада ће, са становишта профитабилности, предност дати оној хартији од вриједности за коју се процјењује да ће у будућем временском периоду донијети већи принос. Уколико двије или више хартија од вриједности доносе исти принос, инвеститор ће за сваку хартију оцијенити ризичност остварења будућег приноса. Ризичност остварења будућих приноса хартија од вриједности мјери се *варијансом*, односно *стандардном девијацијом* и *коефицијентом варијације*.

Израчунавање просјечних очекиваних вриједности приноса за двије хартије од вриједности (А) и (Б) је извршена на основу процјене (претпоставке) да ће привреда у посматраном периоду бити у стању: (1) *рецесије* (25%), (2) *нормалној пословној активности* (50%) и (3) *експанзији* (25%). Предње је илустровано на сљедећим примјерима:

Табела бр. 1. Очекивани принос и ризичност хартије од вриједности (А)

Стање привреде	Принос (%) R_i	Вјероватноћа наступања Y_i	Пондерисане вриједности ($R_i \times Y_i$)	($R_i - \bar{R}$)	($R_i - \bar{R}$) ² × Y_i
Рецесија	0	0,25	0	0-10 = -10	25
Нормално	10	0,50	5	10-10 = 0	0
Експанзија	20	0,25	5	20-10 = 10	25
УКУПНО	-	1,00	10	-	50

Извор: Јурман, Ријека, стр.3., www.hrcak.srce.hr/file/33799

Просјечан очекивани принос ($\bar{R}$) хартије од вриједности (А) израчунат је као вагана аритметичка средина процијењених будућих приноса у поједином привредном стању, гдје су као пондери узете вјероватноће да ће поједино привредно стање наступити. Односно, да ће се планирани принос остварити. За хартију од вриједности (А) очекивани принос у будућем временском периоду се израчунава по формули:

$$\bar{R} = \sum (R_i \times Y_i) = 10\%.$$

Варијанса приноса (σ^2) хартије од вриједности израчунат је као збир пондерисаних квадрата одступања појединачних приноса од очекиваног просјечног приноса хартије од вриједности. За хартију од вриједности (А) варијанса износи:

$$\sigma^2 = \sum (R_i - \bar{R})^2 \times Y_i = 50.$$

Стандардна девијација (σ) као мјера ризичности појединачне хартије од вриједности израчунава се као други коријен из варијансе, а показује просјечно одступање појединачног приноса од очекиваног просјечног приноса хартије од вриједности. За хартију од вриједности (А) стандардна девијација је израчуната по формули:

$$\sigma = \sqrt{\sum (R_i - \bar{R})^2 \times Y_i} = \sqrt{50} = 7,1.$$

Коефицијент варијације (V) је релативна мјера дисперзије (распршености) будућих приноса, а служи за поређење дисперзије различитих дистрибуција. Израчунава се као проценат између стандардне девијације и аритметичке средине. За хартију од вриједности (А) коефицијент варијације износи: $V = \sigma / \bar{R} \times 100 = 7,1/10 \times 100 = 71\%$.

Табела бр. 2. Очекивани принос и ризичност хартије од вриједности (Б)

Стање привреде	Принос (%) R_i	Вјероватноћа наступања Y_i	Пондерисане вриједности ($R_i \times Y_i$)	($R_i - \bar{R}$)	($R_i - \bar{R}$) ² × Y_i
Рецесија	-5	0,25	-1,25	-5-10=-15	56,25
Нормално	10	0,50	5,00	10-10=0	0
Експанзија	25	0,25	6,25	25-10=15	56,25
УКУПНО	-	1,00	10	-	112,50

Извор: Јурман, Ријека, стр.5., www.hrcak.srce.hr/file/33799

На основу показатеља из табеле бр. 2. видљиво је да **просјечан принос** хартије од вриједности (Б) износи 10%. **Варијанса приноса** исте хартије од вриједности износи 112,50, док је **стандардна девијација**

приноса 10,6. Коефицијент варијације хартије од вриједности (Б) износи 106%.⁷⁹

Резултати анализе просјечних показатеља двије хартије од вриједности указују на следеће:

1. Очекивани просјечан принос за обје хартије од вриједности је идентичан и износи 10 %.
2. Стандардна девијација, као мјера ризичности остварења очекиваног просјечног приноса, за хартију од вриједности (А) износи 7,1, док је за хартију од вриједности (Б) 10,6. То значи, да је неизвјесност остварења очекиваног приноса за хартију од вриједности (Б) већа него за хартију од вриједности (А);
3. Коефицијент варијације, као релативна мјера ризичности, за хартију од вриједности (Б) износи 106%, а за хартију од вриједности (А) износи 71%. То потврђује знатно већу неизвјесност остварења очекиваног приноса на хартију од вриједности (Б), него на хартију од вриједности (А).

На основу наведеног може се закључити, да ће инвеститор од понуђене двије хартије од вриједности с једнаким очекиваним просјечним приносом одабрати хартију од вриједности (А) која је мање ризична и са мање неизвјесности остварења будућег приноса.

ЗАКЉУЧАК

Свако инвестиционо улагање карактерише варијабилност очекиваног приноса, што значи да је праћено извјесним степеном ризика. Диверзификацијом портфолија инвеститори комбинују хартије од вриједности и тако умањују релативни ризик. Познато је да диверзификација смањује стандардну девијацију, као мјеру ризика портфолија, у почетку знатно јачим интензитетом, а повећањем броја хартија од вриједности у портфолију тај интензитет јењава. Разлог оваквог ефекта диверзификације на ризик портфолија јесте у постојању систематског или тржишног ризика који се не може избјећи диверзификацијом и несистематског ризика који се може диверзификовати. Ризик портфолија хартија од вриједности мјери се варијансом или стандардном девијацијом портфолија. Приликом одабира појединачних хартија од вриједности, инвеститор ће са становишта профитабилности предност дати оној хартији од вриједности за коју процијени да ће у будућем временском периоду доњети већи принос. Уколико се догоди да двије или више хартија од вриједности доносе исти принос, инвеститор ће за сваку хартију оцијенити ризичност остварења будућег приноса. Тежња сваког инвеститора који

конструира портфолио је усмјерена ка оптималној комбинацији финансијских инструмената која доноси за њега најприхватљивији однос приноса и ризика.

ЛИТЕРАТУРА

- [1] Божић, Р. (2002). Управљање портфолијом хартија од вриједности. Шести симпозијум СРР Републике Српске. Бања Врућица, Теслић.
- [2] Вуњак, Н. (2005). Финансијски менаџмент – Пословне финансије. Суботица: Пролетер а.д. Бечеј,
- [3] Економски факултет Суботица, Унирекс а.д. Подгорица.
- [4] Van Horne, Р. Ј. (1997). Финансијско управљање и политика. Загреб: Мате.
- [5] Van Horne, Р. Ј., Wachovicz, М. Ј. (2002). Основе финансијског менаџмента. Загреб: Мате.
- [6] Weston, F., Brigham, E. (1972). Managerial Finance, A Holt International Edition, New York.
- [7] Драговић, В. (1999). Допуна литературе за предмет квантитативне методе одлучивања. Избор текстова. С. Сарајево: Економски факултет Пале.
- [8] Јурман, А. Оптимализација улагања средстава банака у вриједносне папире. Ријека: Економски факултет, www.hrcak.srce.hr/file/33799
- [9] Шошкић, Д. (2000). Хартије од вредности, управљање портфолијом и инвестициони фондови. Београд: Економски факултет.
- [10] Тушевљак, С., Родић, Ј. (2003). Финансије предузећа. Београд-С. Сарајево: Ponsseco Institut.
- [11] Ђурчић, У. (2002). Банкарски портфолио менаџмент. Нови Сад: Stylos.
- [12] www.ekof.bg.ac.yu
- [13] www.fer-bl.org
- [14] www.finansije.net
- [15] www.oliver.efri.hr

⁷⁹ Подаци израчунати на исти начин као и код хартије од вриједности (А).

УТИЦАЈ ПРОФИТАБИЛНОСТИ НА МОГУЋНОСТИ ДОДАТНОГ КРЕДИТНОГ ЗАДУЖЕЊА УЧЕСНИКА НА ФИНАНСИЈСКИМ ТРЖИШТИМА

THE IMPACT OF PROFITABILITY ON ADDITIONAL CREDIT DEBT OF PARTICIPANTS IN THE FINANCIAL MARKET

Проф. др Дејан Јакшић, Департман за Финансије, банкарство, рачуноводство и ревизију, Универзитет у Новом Саду, Економски факултет, Суботица, Република Србија

Кристина Мијић – мастер, Департман за Финансије, банкарство, рачуноводство и ревизију, Универзитет у Новом Саду, Економски факултет, Суботица, Република Србија

Резиме: Основни циљ рада је истраживање могућности додатног задужења учесника на финансијским тржиштима Републике Српске у зависности од оствареног пословног резултата као једног од фактора кредитног ризика. За истраживање ће бити коришћени финансијски извештаји акционарских друштава који се котирају на Бањалучкој берзи. За наведена предузећа ће бити стављени у корелацију висина задужености предузећа са нивоом оствареног пословног резултата у циљу утврђивања да ли ниво профитабилности утиче на одлуку кредитора о одобравању кредита. За статистичку обраду података биће коришћени непараметријски хи-квадрат тест независних узорака.

Кључне речи: Kreditno zaduženje; poslovni rezultat; akcionarsko društvo.

Abstract: The main objective of this paper is to investigate possibilities of receiving additional credit loans of financial market participants in Republic of Srpska depending on actual operating income as one of the main factors of credit risk. In this research, financial statements of companies listed on the Banja Luka Stock Exchange will be used. For these companies, correlation between the levels of indebtedness of the companies will be paired with achieved operating income in order to determine whether the level of profitability affects creditors' decision to grant loans. For statistical analysis of the data nonparametric chi-square test for independent samples will be used.

Key words: Loan granting; operating income; stock company.

УВОД

Предузећа обезбеђују финансирање својих активности из сопствених или туђих извора. Финансирање из сопствених извора остварује се повећањем капитала по основу новог власништва или задржавањем остварене добити (видети: Родић, Филиповић, 2011). Способност предузећа да генерише добит је један од кључних чинилаца за финансирање из сопствених извора будући да утиче и на способност предузећа да привуче додатне уплате капитала. Са друге стране, предузећа се могу одлучити и да се финансирају из обавеза које могу изазивати додатан расход у виду камата. И код прикупљања капитала из туђих извора, остварена добит требало би да има значајну улогу будући да је за повериоце приликом разматрања ризика од наплате својих потраживања значајно из којих извора ће средства бити повраћена, односно да ли је предузеће у стању да генерише новчане приливе, или ће се пак наплата заснивати на неком од инструмената обезбеђења плаћања (хипотекама, гаранцијама, залогама и сл.).

Основни циљ овог рада је истраживање могућности додатног задужења учесника на финансијским тржиштима Републике Српске у зависности од оствареног пословног резултата као једног од фактора кредитног ризика. У том циљу, обрађени су финансијски извештаји за 2011. годину 569 предузећа чијим акцијама се тргује на Бањалучкој берзи (Бањалучка берза, 2013, <http://www.blberza.com/v2/Pages/DocView.aspx?Id=22561>). За ова предузећа анализиран је остварени финансијски резултат у периоду 2010-2011. година, извршено је упоређење извора финансирања кроз сопствени капитал и кроз додатна задужења код банака и потом је преиспитано на који начин остварени финансијски резултат утиче на одлуку банака о одобравању кредита.

1. ПРОФИТАБИЛНОСТ ПОСЛОВАЊА АКЦИОНАРСКИХ ДРУШТАВА У РЕПУБЛИЦИ СРПСКОЈ

У циљу сагледавања успешности пословања акционарских друштава у 2010. и 2011. години извршена је анализа оствареног финансијског резултата свих акционарских друштава чије акције се котирају на Бањалучкој берзи. Резултати анализе приказани су на слици 1.



Слика 1. Збирна анализа оствареног резултата пословања акционарских друштава у Републици Српској у периоду 2010-2011. година

На основу дате анализе може се уочити следеће:

1. Укупна вредност позитивног финансијског резултата се у 2011. години смањила у односу на 2010. годину и износила је 165.755.918 КМ, што указује на то да и предузећа која су позитивно пословала у 2011. години су у збиру остварила слабије резултате него претходне године.

2. Укупна вредност негативног финансијског резултата се у 2011. години смањила у односу на 2010. годину и износила је 226.766.833 КМ, што указује на то да су предузећа која су негативно

пословала у збиру остварила мање губитке него у претходној години.

3. И поред тога, сва акционарска друштва у збиру имају негативан финансијски резултат у 2011. години у износу од 61.010.915 КМ што је још слабије него у 2010. години.

Све ово указује на отежану могућност акционарских друштава да се финансирају из сопствених извора и да недостајућа финансијска средства прикупљају емитовањем нових вредносних хартија већ да се она морају одлучити на додатна задужења.

кредитна задужења је у томе што се издавањем акција обезбеђује трајан извор финансирања и што власници акција деле ризик пословања (видети: Микеревић, 2005). Упоредна анализа финансирања акционарских друштава у Републици Српској из основног капитала и кредитних задужења приказана је у табели 1.

2. ИЗВОРИ ФИНАНСИРАЊА АКЦИОНАРСКИХ ДРУШТАВА

Акционарска друштва су специфична према начину прикупљања недостајућих финансијских средстава. Основни смисао акционарства јесте управо у томе да се обезбеди недостајући капитал кроз емитовање акција. Предност емисије акција у односу на

ТАБЕЛА 1. Збирна анализа основног капитала и кредитних обавеза као извора финансирања акционарских друштава у Републици Српској

	Основни капитал	Дугорочни кредити	Краткорочне финансијске обавезе
1. Почетно стање у 2011. години	7.524.485.147	592.277.521	608.755.642
2. Повећање у току године	29.948.383	165.458.658	133.084.305
3. Смањење у току године	(173.399.154)	(64.038.504)	(130.578.038)
4. Стање на крају 2011. године (1+2-3)	7.381.034.376	693.697.675	611.261.909
5. Нето ефекат (2-3)	(143.450.771)	101.420.154	2.506.267
6. Индекс промене (5/1)	(0,0191)	0,1712	0,0041

Наведена анализа показује следеће:

1. Акционарска друштва у Републици Српској се у већој мери финансирају из основног капитала него из дугорочних и краткорочних банкарских кредита.
2. Ниво финансирања из основног капитала се у 2011. години смањио у односу на 2010. годину за износ од 143.450.771 КМ. Додатна анализа показала је да промене у висини основног капитала нису последица емитовања нових акција или њиховог поништавања већ да углавном проистичу из приписивања капиталу резултата пословања ранијих година.
3. У 2010. години акционарска друштва су се више финансирања из краткорочних кредитних обавеза него из дугорочних (краткорочне финансијске обавезе биле су 608.755.642 КМ, а дугорочне обавезе 592.277.521 КМ).
4. У 2011. години акционарска друштва су се више финансирања из дугорочних обавеза него из краткорочних (дугорочне обавезе износиле су 693.697.675 КМ, а краткорочне 611.261.909 КМ).
5. Део смањења финансирања из основног капитала у износу од 143.450.771 КМ супституисан је

додатним кредитним задужењима у износу од 103.926.421 КМ.

Дакле, може се приметити да се код акционарских друштава основни капитал из године у годину полако топи и да су ова предузећа принуђена да обезбеђују додатно финансирање из туђих извора.

3. РАЗМАТРАЊЕ УТИЦАЈА ПРОФИТАБИЛНОСТИ АКЦИОНАРСКИХ ДРУШТАВА КОД ФИНАНСИРАЊА ИЗ ТУЂИХ ИЗВОРА

Преовлађујуће мишљење у пословним круговима код нас да банке приликом одобравања кредита не гледају на резултате пословања предузећа већ да су пре свега усмерене на то да ли постоји имовина на коју се може ставити хипотека или обезбедити потраживање на неки други начин (гаранције, јемства, менице, залоге и сл.). У циљу тестирања ове претпоставке, у раду је извршено истраживање упоређивања структуре оствареног пословног резултата у зависности од нивоа укупног задужења предузећа. Предузећа су груписана према висини задужености и оствареном пословном резултату (табела 2).

ТАБЕЛА 2. Распоред предузећа према нивоу задужености и оствареном пословном резултату у 2011. години

Ниво задужености	Остварени пословни резултат		Укупно
	Негативан пословни резултат	Позитиван пословни резултат	
Висока	171	113	284
Ниска	235	50	285
Укупно	406	163	569

Истраживање је вршено применом χ^2 (хи-квадрат) теста којим се утврђују разлике између пропорција. Полазна (нул) хипотеза истраживања је да посматране пропорције припадају истом основном скупу.

За спровођење χ^2 теста коришћен је статистички пакет IBM SPSS Statistics Version 20. Након уноса података и избора дескриптивне статистике за χ^2 тест очитани су следећи излази резултати (табеле 3 и 4).

ТАБЕЛА 3. Резултат спроведеног хи-квадрат теста (ниво задужености*остварени пословни приход)

Ниво задужености		Остварен пословни резултат		Укупно
		Негативан пословни резултат	Позитиван пословни резултат	
Висока	Број предузећа	171	113	284
	Очекивани број	202,6	81,4	284,0
	% од Нивоа задужености	60,2%	39,8%	100,0%
	% од Оствареног пословног резултата	42,1%	69,3%	49,9%
Ниска	Број предузећа	235	50	285
	Очекивани број	203,4	81,6	285,0
	% од Нивоа задужености	82,5%	17,5%	100,0%
	% од Оствареног пословног резултата	57,9%	30,7%	50,1%
Укупно	Број	406	163	569
	Очекивани број	406,0	163,0	569,0
	% од Нивоа задужености	71,4%	28,6%	100,0%
	% од Оствареног пословног резултата	100,0%	100,0%	100,0%

ТАБЕЛА 4. Хи квадрат тест

	Вредност	Степени слободe	Асимптотска значајност (двострана)	Прецизна значајност (двострана)	Прецизна значајност (једностранa)
Пирсонов хи-квадрат	34.437 ^a	1	.000		
Корекција континуитета ^b	33.357	1	.000		
Показатељ вероватноће	35.124	1	.000		
Фишеров тест тачности				.000	.000
Број валидних случајева	569				

а. 0 ћелија (.0%) има очекивану вредност мању од 5. Минималан очекиван број је 81.36.

б. Израчунато само за табелу 2x2.

На основу вредности Пирсоновог χ^2 од 34.437 као и нивоа значајности од 0.000 одбацује се нул хипотеза (видети: Berenson, Levine, Krehbiel, 2012). То значи да истраживање указује на постојање статистички значајна разлика у структури оствареног пословног резултата према нивоу задужености.

ЗАКЉУЧАК

Статистичка значајност хи-квадрат теста указује на то да банке гледају на резултате пословања предузећа приликом доношења одлуке о додатном кредитном задужењу предузећа.

Код предузећа која нису у претходном периоду високо задужена може се видети да постоји нешто више учешће предузећа са негативним пословним резултатом (235 ниско задужених предузећа је са негативним резултатом, а 50 са позитивним).

Међутим, ако су предузећа већ високо задужена, тада се много више пажње поклања остареном пословном резултату, па се структура предузећа према оствареном пословном резултату мења. Пропорционално је много мање учешће предузећа са негативним пословним резултатом код предузећа која су високо задужена него код предузећа која су ниско задужена. То значи да се код предузећа која су већ значајно задужена приликом одобравања нових кредита сагледава да ли ће моћи да га врате из новчаних токова из редовног пословања. Ипак, чини се да банке то не раде у довољној мери будући да је број предузећа који имају и вишу задуженост и негативан резултат пословања значајан (171 предузеће од 569 што је 30,05%). Очигледно је да банке имају проблем пласирања прикупљених новчаних средстава у околностима када је опште економско стање у држави тешко.

ЛИТЕРАТУРА

- [1] Бањалучка берза. (22. март 2013). *Годишњи финансијски извештаји за 2011. годину*. Преузето са сајта: <http://www.blberza.com/v2/Pages/DocView.aspx?Id=22561>
- [2] Bragg, S. (2010). *Accounting Best Practices*. USA: John Wiley&Sons.

- [3] Berenson, M., Levine, D., Krehbiel, T. (2012). *Basic Business Statistics – Concepts and Applications*. USA: Prentice Hall.
- [4] Вуњак, Н. (2008). *Финансијски менаџмент - пословне финансије*. Суботица: Економски факултет у Суботици.
- [5] Дмитровић Шапоња, Љ., Петкович, Ђ., Јакшић, Д. (2013). *Рачуноводство*. Суботица: Економски факултет у Суботици
- [6] Микеревић, Д., (2005) *Стратешки финансијски менаџмент*, Бања Лука, Економски факултет у Бања Луци
- [7] Родић Ј., Филиповић М. (2011). *Пословне финансије*. Београд: Београдска пословна школа
- [8] Родић, Ј., Вукелић, Г., Андрић, М. (2011). *Анализа финансијских извештаја*. Бечеј: Пролетер а.д.

РЕАЛИЗАЦИЈА ИНИЦИЈАЛНИХ ЈАВНИХ ПОНУДА АКЦИЈА НА „ТРЖИШТИМА У НАСТАЈАЊУ“

IPO REALIZATION IN EMERGING MARKETS

Др Ксенија Денчић-Михајлов, Економски факултет,
Универзитет у Нишу

Спасић Дејан, Економски факултет, Универзитет у
Нишу

Резиме: Иницијална јавна понуда (*Initial Public Offering - IPO*) је прво емитовање акција компаније која није била листирана на берзи. Путем IPO-а, компанија се „отвара“ - из затвореног облика прелази у јавно отворено акционарско друштво и може бити листирана/котирана на берзи. Многе компаније из развијених, али и тзв. „тржишта у настајању“, гледају на IPO као на одличан начин за реализацију убрзаног развоја и постизања тржишног лидерства. Одлука о отварању предузећа мотивисана је трима међусобно условљеним стратегијским императивима: развојем, контролним власништвом и ликвидношћу. Рад истражује карактеристике реализације иницијалних јавних понуда на тржиштима у настајању, а посебно изазовима процене вредности капитала предузећа које се отвара путем иницијалне јавне понуде акција.

Кључне ријечи: Иницијална јавна понуда акција, отварање предузећа, тржишта у настајању, тржиште капитала, финансирање

Abstract: *Initial Public Offering – IPO is the first emission of shares of the company that has not been listed on the market. Via IPO, a company is going public and could be listed, its shares are offered to public and the company obtains additional capital by the primary capital market mechanism. Many fast-growing, private companies, both from developed and emerging markets, see an IPO as an excellent route to accelerating growth and a step towards achieving market leadership. The going public decision is motivated by three interrelated strategic considerations: growth, ownership control and liquidity. The paper studies the characteristics of the IPO realization in emerging markets, particularly paying attention to IPO valuation.*

Key Words: *Initial public offering, going public, emerging markets, capital market, financing.*

УВОД

Иницијална јавна понуда акција (IPO) и процес отварања предузећа представљају веома важне

области истраживања финансијског менаџмента. У исто време, ове теме истраживане су првенствено са институционалног аспекта, без дубље анализе економске суштине процеса отварања и активности и механизма за његово спровођење. Најпопуларнији прилаз проучавању IPO процеса наилазимо у раду Mayers-а (1976), по коме је отварање предузећа природна фаза у процесу раста и развоја компанија. Након више од четири деценије примене IPO техника, може се рећи да је ова констатација само делимично тачна. Наиме, у пракси се за отварање не одлучују само велика предузећа у фази зрелости животног циклуса (у Немачкој је отварање великих компанија пре изузетак него правило). То упућује на закључак да отварање није обавезна фаза у животном циклусу предузећа, већ је првенствено питање избора развојног пута привредних субјеката.

Број и укупна вредност трансакција иницијалне јавне понуде акција значајно је варијала током последњих педесет година. Иако су иницијалне јавне понуде феномен познат у корпоративној пракси још 1960-их година, током последње деценије XX века оне представљају доминантан начин прибављања капитала за приватне компаније у САД-у. Различита објашњења варијација у агрегатној вредности и броју IPO трансакција наилазимо у оквиру више хипотеза: хипотеза о потребама за капиталом, хипотеза о информационој асиметрији и хипотеза о осетљивости инвеститора. Процес отварања предузећа на разним тржиштима разликује се како по карактеристикама предузећа која се одлучују за реализацију иницијалне јавне понуде, тако и по примењеном методу отварања и начину њиховог спровођења. „Тржишта у настајању“ (*emerging markets*) нису имуна на трендове који постоје на глобалном финансијском тржишту. Последњих година уочава се значајан пораст броја и вредности реализованих иницијалних јавних понуда акција на „тржиштима у настајању“, посебно у Азији. Профитабилност ових скупих финансијских трансакција зависи од више фактора, као што су мекроекономски услови (на локалном и глобалном нивоу), етапа развојног циклуса економије, интензитет активности на тржишту акција, и др.

У раду је учињен покушај анализе специфичности отварања предузећа путем иницијалне јавне понуде акција, с посебним освртом на реализацију IPO-а на „тржиштима у настајању“. Након критичког осврта на предности и недостатке процеса иницијалне јавне понуде акција, у другом делу аутор анализира особености реализације IPO-а на „тржиштима у настајању“. Трећи део рада бави се изазовима процеса вредновања предузећа-кандидата за отварање. Последњи део садржи закључна разматрања.

1. ОТВАРАЊЕ ПРЕДУЗЕЋА ПУТЕМ ИНИЦИЈАЛНЕ ЈАВНЕ ПОНУДЕ АКЦИЈА

Разлози преласка из затворене у отворену компанију могу бити различити, почевши од раста и развоја предузећа, преко ограничених могућности прибављања додатног капитала и тешкоћа које изазива повлачење власника, до потреба за успостављањем тржишне вредности предузећа и обезбеђења веће ликвидности улога постојећих власника (Табела 1). Мале породичне или ортачке компаније често се у свом развојном циклусу сусрећу са потребом прикупљања нових средстава за потребе истраживања и развоја, освајања нових производа и тржишта, ширења производње и куповине нове опреме, смањења постојеће задужености, диверсификовања пословања или чак - аквизиције.

Велики број аутора теоријски и емпиријски истраживао је мотиве реализације иницијалних јавних понуда акција. У одговору на питање зашто се предузећа отварају са гледишта акционара, али и менаџера, издиференцирале су се две групе теорија. Основни постулат *теорија животног циклуса* (Maksimovic и Pichler, 2001; Scott, 1976; Modigliani и Milller-a, 1963; Mayers и Majluf, 1984) је да стратегијске финансијске одлуке, као што је одлука о иницијалној јавној понуди, зависе од фазе животног циклуса предузећа. У начелу, три битна фактора отварања предузећа презентују суштину теорија животног циклуса: раст и развој, контрола власништва и ликвидност. Одлука о отварању мотивисана је како потребама за финансирањем раста у краткорочном и дугорочном периоду, тако и коришћењем предности по основу позиције носиоца промена (*first mover*) на тржишту.

Становиште теорија тржишног тајмирања је да се предузећа отварају када на тржишту постоје повољни услови, тј. теже да максимизирају своју вредност реализацијом иницијалне јавне понуде у периоду прецењености својих акција. Степен бенефита отварања компанија већи је током периода општег просперитета тржишта (Ritter и Welch, 2002). Такође, како уочавају Choe, Masulis и Nanda (1993), тајмирање IPO-а зависи од стратегије отварања других квалитетних компанија на истом тржишту.

Додатни капитал који се прикупи путем иницијалне јавне понуде повећава нето вредност предузећа. Са додатним капиталом, предузеће гради нову финансијску позицију на основу које може прикупљати или позајмљивати нова средства, често под повољнијим условима. С друге стране, отварање прати и побољшање конкурентности предузећа на тржишту. Отварање затворених акционарских предузећа подразумева лакше мењање финансијске структуре у будућности, као и могућност реализације мерцера и аквизиција. Могућност трговања акцијама на берзи утиче на повећање ликвидности акција. Постоји и мишљење да је отварање предузећа повезано са већим престижом на тржишту, остварењем маркетинг користи тиме што се компанија чини јачом и присутнијом у јавности.

Поред неспорних позитивних ефеката на будуће пословање, процес отварања предузећа има и неке недостатке са становишта емитента. Као прво,

затворено предузеће постаје отворено, а самим тим и више изложено суду и пажњи јавности по питању обавеза објављивања информација о пословању, финансијском стању и положају. Отворена предузећа под сталним су надзором од стране регулаторних органа и тела, морају да поштују формалне прописе приликом заказивања годишних састанака акционара, одобрења компензационих шема за менаџере и сл. Чињеница да предузеће постаје јавно, повлачи и већи притисак инвеститора када су у питању њихова тржишна очекивања, као и већу вероватноћу неконтролисаног одлива поверљивих информација. Нова емисија акција има за непосредну последицу дисперзију власништва и „разводњавање” контроле над предузећем. Слободно трговање акцијама на секундарном тржишту омогућава појаву већинског власника и повећава ризик преузимања власништва над предузећем путем тржишта капитала.

ТАБЕЛА 1. НАЈЗНАЧАЈНИЈЕ ПРЕДНОСТИ И НЕДОСТАЦИ ИНИЦИЈАЛНЕ ЈАВНЕ ПОНУДЕ АКЦИЈА

Предности IPO-а	Недостаци IPO-а
Олакшан приступ изворима финансирања на трајној основи, повољно финансирање пословања (могућност јефтинијег задуживања)	Дуготрајан и скуп процес организовања и имплементације IPO-а
Једноставнија промена финансијске структуре	Разводњавање власништва и контроле постојећих акционара
Повећана ликвидност акција	Повећана волатилност цена акција
Препознатљивост, видљивост и престиж на тржишту	Промене у стилу управљања и очекивањима запослених
Могућност примене опција и бонуса при структурирању компензационих пакета за менаџере	Усклађивање са комплексним захтевима релевантне регулативе (закони из области хартија од вредности, тржишта капитала, привредних друштава), али и специјалним захтевима из области корпоративног управљања (нпр. Sarbanes-Oxley закон у САД-у), повећање транспарентности и доступности пословних резултата широј јавности, редовно извештавање инвеститора
Побољшани јавни имиџ	Повећање трошкова редовног пословања
Флексибилност у креирању шема за учешће запослених у власништву над предузећем	Притисак од стране тржишта и инвеститора у погледу остварења раста тржишне цене акција и дивиденди
Побољшане могућности за реализацију мерцера, аквизиција и специфичних облика финансирања	Смањење флексибилности доношења одлука од стране менаџера
Уређено корпоративно управљање и извештавање, постојање јасне стратегије имплементације кроз бизнис план	Могућност непријатељског преузимања од стране других предузећа

Процес отварања предузећа повлачи и значајне трошкове. То су разни административни трошкови и таксе које намеће комисија за хартије од вредности, али и трошкови неповољне селекције

(*adverse selection*) који су се јављају због неједнаке информисаности инвеститора и емитента о вредности предузећа која се отвара, а чија је последица потцењеност акција из иницијалне јавне понуде. Провизија коју наплаћује инвестициона банка у просеку износи 7% од бруто вредности нове емисије акција, а може обухватати различите врсте надокнада. Ови трошкови чине најзначајнији део укупних трошкова иницијалне јавне емисије акција (у САД-у они чине више од 2/3 укупних трошкова отварања).

2. IPO И „ТРЖИШТА У НАСТАЈАЊУ“

На глобалној економској сцени појавила се група земаља које заузимају све важнију улогу у креирању економске будућности света. И мада је нетачно рећи да су се те земље појавиле, јер на географској карти света оне дуго постоје, чињеница је да су због процеса транзиције из статуса земаља у развоју прешле у статус развијених земаља. Као такве, носе назив – „земље у настајању“ (*emerging countries*). Овај термин, који се најчешће односи на тржишта, популаризовао је економист Светске банке Antoine van Agtmael, осамдесетих година прошлог века. Када је у питању ризик инвестирања, опште је прихваћена дефиниција коју је дао амерички политолог Ian Bremmer, по којој су „тржишта у настајању државе у којима политика има исти или већи утицај на тржиште од утицаја економије“ (2005). Једна од фундаменталних разлика између развијених држава (чије је основно обележје слободно тржиште) и „тржишта у настајању“ је однос према повећању профита. У „земљама у настајању“, приоритет је остварење политичких циљева, док је остварење профита на другом месту. Поставља се питање како се у таквом економском окружењу реализује процес отварања предузећа и које су специфичности иницијалних јавних понуда акција?

На многим „тржиштима у настајању“ (*emerging markets*), примена термина „отварање предузећа“ је прилично неодређена. У овим земљама није постојало слободно тржиште у прошлости, а власништво државе/друштва доминирало је над приватним власништвом. Како су многе од компанија које су реализовале IPO на „тржиштима у настајању“ заправо овим путем приватизоване, примена термина приватизација (*going private*) би била адекватнија у односу на отварање предузећа (*going public*).

Карактеристика финансијских система „тржишта у настајању“ је постојање великог броја младих и малих фирми са dobrim инвестиционим могућностима. Такви пословни ентитети су, међутим, суочени са потешкоћама у прибављању екстерног капитала и реализацији IPO-а, из разлога што постоји кратка историја евидентирања пословних и финансијских перформанси. Ова предузећа су суочена са озбиљним проблемима у погледу прибављања екстерног капитала за нова

улагања. Финансирање путем задуживања обично се реализује преко финансијских посредника (тржиште обвезница практично не постоји), док је тржиште акција слабо развијено. Поред тога, правно и регулаторно окружење на „тржиштима у настајању“ је ниског квалитета, а банке и други финансијски посредници приликом одобравања кредита дају првенство великим и етаблираним предузећима која лакше документују своју пословну историју и поседују значајну активу која може бити коришћена као колатерално обезбеђење. Интензиван развој тржишта капитала у тзв. *emerging countries*, у комбинацији са динамичним макроекономским растом током последње деценије, условили су значајан пораст IPO активности на берзама „тржишта у настајању“. Треба, међутим, истаћи постојање различитих извора капитала ангажованог у IPO процесима (Brzeszczynski, 2013). У великом броју „тржишта у настајању“ постоји ограничење у погледу расположивости капитала из домаћих извора, упркос чињеници да је интензиван привредни развој допринео значајној акумулацији домаћег капитала. Стога, значајан удео капитала инвестираног у иницијалне јавне понуде акција потиче управо са развијених тржишта капитала, а његов најзначајнији део чини тзв. ризико капитал (*venture capital*). Ризико компаније из развијених земаља често користе улагање у IPO (чији је профил висок профит - висок ризик) као излазну стратегију у свом пословању. Треба, међутим, нагласити да је присуство „ризико капитала“ далеко изразитије на „тржиштима у настајању“ на азијском континенту, а знатно ниже на тржиштима овог тима у европским транзиционим економијама. До реализације иницијалне јавне понуде акција се на „тржиштима у настајању“ обично долази када перспективна приватна компанија током свог животног циклуса уђе у фазу убрзаног раста. Менаџмент тим тада одлучује о повољном тренутку за прибављање додатног капитала потребног за будућу експанзију путем примарног емисионог тржишта. За повољан тренутак обично се узима онај у коме акције могу да се путем иницијалне јавне продаје пласирају јавности по цени која ће резултирати високим износима финансијских рачуна, као што су однос тржишна цена по акцији и нето добит по акцији (P/E) или однос тржишне и књигодрствене вредности (P/BV). Као што је у претходном делу анализирано, остали битни разлози отпочињања процеса отварања предузећа везују се за олакшан приступ изворима финансирања у будућем периоду, повећање утржвост акција, препознатљивост, видљивост и престиж на тржишту, али и могућност реализације будућих мерцера и аквизиција и сл.

Број и вредност реализованих иницијалних јавних понуда акција на „тржиштима у настајању“ показује значајне варијације током времена. Најважније детерминанте овог облика отварања предузећа су макроекономско окружење и стопа раста националне економије. Истраживања

показују да постоји корелациона веза између IPO активности и фазе у којој се налази тржиште капитала. Периоди изазито позитивних или изразито негативних кретања на тржишту капитала (*bull / bear market*) узоковани су макроекономским индикаторима и перспективама економског развоја националне економије.

У Табели II приказан је опоравак IPO тржишта од последица глобалне финансијске кризе током прве половине 2010. године. Опоравак је најизраженији на „тржиштима у настајању“ у Азији. Према подацима консултантске куће Ernst & Young, Азија учествује са 60% у укупној вредности реализованих иницијалних јавних понуда акција на глобалном нивоу. Међу најзначајнијим тржиштима истичу се у Азији индијско и кинеско „тржиште у настајању“ са веома активним берзама (Shanghai, Hong Kong, Shenzhen/ ChiNext и Shenzhen /SME), као и Варшавска берза у Европи. Као најинтереснији сектори за реализацију иницијалних јавних понуда акција уочавају се производња репроматеријала и енергије.

ТАБЕЛА 2. СТАТИСТИКА ИНИЦИЈАЛНИХ ЈАВНИХ ПОНУДА АКЦИЈА НА ГЛОБАЛНОМ НИВОУ

	2008	2009	2010	2011
Бр. тр.	769	577	1393	1225
Прикуп . кап.(\$)	95,8млд	112,6млд	284,4млд	169,9млд
Просеч . вредн. тран (\$)	124,6мил.	195,1мил.	204,8мил	138,7мил
5 топ сектора (према броју реализ. транс.)	Финанс. сектор, Енергет. Примарн и сектор Индустр. Телеком.	Индустр. Финанс. сектор Енергет. Некретн. Примарн и сектор	Финанс . сектор, Примар . сектор Индустр, HiTech Енергет .	Материј. Индустр. Финанс. сектор HiTech
5 топ сектора (према износу прикуп .капит.)	New York, Saudi, Shanghai, London Mainmark ., Hong Kong	Hong Kong, Shanghai, New York, NASDAQ , Shenzhen - SME	Shenzhen / SME, Tokyo, Shanghai, New York, Shenzhen /ChiNext	Shenzhen/ ChiNext Warsaw/New Connect Shenzhen /SME Australia Hong Kong

Извор: Ernst & Young (2012), Global IPO trends 2010, документ преузет са сајта www.ey.com (13.3.2013)

Очекује се да са побољшањем макроекономске стабилности и тржишне ликвидности, дође до

бржег раста IPO тржишта у будућем периоду. При томе, кретања на глобалном IPO тржишту зависеће преваходно од стопе раста активности на „тржиштима у настајању“, темпа приватизације предузећа у државној својини, као и учесталости реализације *spin-off* технике (финансијског реструктурисања предузећа путем одвајања делова предузећа) од стране мултинационалних компанија. Поред утицаја на динамику, макроекономски услови утичу и на ниво потцењености акција из иницијалне јавне понуде. La Porta et al. (1997) истичу значај који формалне институције имају за корпоративне финансије, и указују на формалне институције као фактор који смањује неизвесност и ризик процеса отварања предузећа. Они показују да број и вредност иницијалних јавних понуда зависи од степена заштите права инвеститора и карактеристика правног система једне земље. La Porta и сарадници указују да ефикаснији систем заштите инвеститора подразумева и већи интензитет отварања предузећа путем IPO-а. Ефективно функционисање легалних институција, виши квалитет правног система, ефикаснија заштита права инвеститора у вези су са нижом волатилношћу финансијског тржишта и нижим системским ризиком, а сходно томе и нижим степеном потцењености IPO акција.

Имајућу претходно наведено у виду, може се претпоставити да је проблем потцењености IPO акција на „тржиштима у настајању“ израженији у поређењу са развијеним тржиштима капитала. Емпиријско истраживање Ljungqvist-a (2007), указује да је просечна потцењеност IPO акција америчких предузећа почевши од 1960. године на нивоу од око 20%. У Француској је уочена просечна потцењеност на нивоу између 3 и 14%, док се у Аустралији она креће од 11 до 30%, Тајвану у распону 30–47%. На IPO тржишту Грчке емпиријска истраживања документују просечну потцењеност акција од 48 до 64%, док се у Кини уочава да се разлика између IPO цене и цене на затварању првог дана трговања креће од 127% до 950% (Engelen and Essen, 2010). Ови подаци указују на очигледну релацију између нивоа потцењености IPO акција и карактеристика и степена развоја националног тржишта капитала, али и на важност адекватног процеса вредновања предузећа које реализује иницијалну јавну понуду за будуће инвеститоре у IPO акције.

3. СПЕЦИФИЧНОСТИ ВРЕДНОВАЊА ПРЕДУЗЕЋА КОЈА СЕ ОТВАРАЈУ

Вредновање предузећа које планира иницијалну јавну понуду акција је једна од најзначајних фаза процеса отварања. Са становишта будућих инвеститора, потенцијал за стварање додатне вредности које IPO предузеће носи треба упоредити са ценом која се плаћа за акције предузећа. При вредновању предузећа инвеститори се суочавају са ризиком погрешног утврђивања износа очекиваног

новчаног прилива који инвестиција у IPO акције носи, али и са ризиком погрешног тајмирања очекиваних ефеката. Степен ризика вредновања зависи од квалитета информација којима инвеститор располаже, који пак зависи од фактора макроекономског окружења, развијености финансијског тржишта и др.

На први поглед, процес истраживања (*search and screen*) IPO кандидата не разликује се од класичног процеса доношења одлука о дугорочном улагању капитала који се базира на оцени дисконтованог нето новчаног прилива и нето садашњој вредности. Међутим, како процес отварања предузећа подразумева и низ оперативних, стратегијских и финансијских промена у пословању предузећа у пост-IPO периоду, предвиђање будућих перформанси је крајње ризичан подухват. Ово чини процес доношења одлуке о инвестирању у куповину IPO акција много комплекснијим и интуитивнијим од процеса доношења класичних капиталних инвестиционих одлука. Сходно томе, и тврдња многих IPO специјалиста да је приступ вредновања новчаних токова најбољи метод оцене финансијске оправданости улагања у IPO акције, тражи додатна објашњења. Наиме, предузеће које се отвара треба понудити инвеститорима такву цену IPO акција која ће за њих бити привлачна. Са друге стране, отварање предузећа путем IPO-а мења многе карактеристике предузећа, од којих се најзначајнија односи на структуру власништва. Из тог разлога, отварање предузећа има за циљ прикупљање финансијских средстава јавном емисијом акција која не би требало да доведе до наглог пада нето добити по акцији постојећих власника. Последиčno, креирање таквог финансијског пакета је веома комплексно, па при употреби класичних метода финансијске оцене треба бити крајње опрезан.

Вредновање IPO предузећа је високо специјализован посао, који захтева искуство и експертизу стручњака различитих профила - рачуновођа, финансијских и маркетинг експерата, тржишних аналитичара и др. У исто време, фер вредновање подразумева целовит приступ евалуацији свих делова имовине и операција предузећа које се отвара. Стога се сматра да ангажовање искључиво екстерних експерата на пословима вредновања IPO кандидата не даје увек добре резултате, јер су они углавном оријентисани ка вредновању средстава, али не и операција предузећа.

Принципи и методологија вредновања предузећа чијим се акцијама не тргује на организованим тржиштима су исти као и у случају компанија чијим се акцијама тргује јавно. Ипак, постоје неке разлике у поступку вредновања ових предузећа у циљу доношења одлуке о оправданости инвестиција у IPO акције. При анализи ових разлика треба поћи од основне, која се односи на непостојање репера (*benchmark*) у поступку вредновања предузећа чијим се акцијама не тргује

јавно. Вредност акција јавних компанија утврђује се на тржишту. Њихово пословање предмет је анализе великог броја специјализованих финансијских институција и аналитичара. Финансијски извештаји тих предузећа доступни су јавности, а сами пословни потези јавних компанија предмет су свакодневне анализе финансијске штампе. Због могућности да се лако дође до великог броја информација, вредновање јавних компанија је знатно олакшано.

Приликом вредновања затворених компанија не постоји информација бенчмарк вредновања која долази са финансијског тржишта. Стога се основна разлика у вредновању наведене две групе предузећа односи на доступност и веродостојност доступних финансијских података. Поред основне, постоје и друге разлике између двеју група компанија, али оне не утичу значајно на методе и технике вредновања у анализи оправданости улагања у IPO акције. Нпр. у поређењу са отвореним компанијама, предузећа чијим се акцијама не тргује јавно су углавном мање величине. Такође, према предузећима чијим се акцијама не тргује јавно често је немогуће усмерити непријатељско преузимање. Како су у некотираним компанијама, менаџери обично власници значајног дела капитала, постоји повезаност интереса акционара, менаџера и запослених.

Доступност финансијских информација о пословању компаније чијим се акцијама не тргује јавно је сведена на најмању могућу меру јер не постоји законска обавеза власника тих предузећа да јавно публикују финансијске извештаје. Проблем веродостојности финансијских извештаја некотираних предузећа јавља се због намере власника тих предузећа да смањењем исказаног финансијског резултата умање обавезе предузећа према држави. При томе се јавне компаније сусрећу са многим ограничењима. Ограничење са најснажнијим дејством оличено је у институцији акционара, који су правни власници јавне компаније. Како се дивиденда на обичне акције исплаћује из добити након опорезивања, а акционари инсистирају на редовном приливу по основу дивиденде, могућност јавне компаније да минимизира добит која подлеже опорезивању је, поред законског ограничења, лимитирана и наведеним разлогом.

Насупрот јавним, затворене компаније користе све могућности које су на располагању у циљу минимизирања износа исплаћеног по основу пореза. Ове могућности се у крајњем свде или на смањење приказаног прихода или пак на повећање трошкова исказаних у билансу успеха. Неретко се, међутим, користе и други начини приказивања нереалног финансијског резултата, и то путем избора политике амортизације, система вођења залиха и др. Први начин смањења обавеза по основу пореза примењује се углавном код мањих компанија. Уколико се сматра да су исказани приходи нижи од реалних, на аналитичару је да

изврши реконструкцију пословања предузећа у прошлом периоду, и на основу тога да стварну слику прихода које је предузеће остваривало. У случају привлачења IPO инвеститора могућа је и супротна политика руководства компаније чијим се акцијама не тргује јавно. Наиме, да би своју компанију учинили што профитабилнијом и стога атрактивнијом за отварање, у циљу постизања више цене акција, постојећи власници могу исказати у финансијским извештајима приход виши од реалног.

Приказивање трошкова у износу већим од реалног други је начин смањења добити пре опорезивања. Ревизијом финансијских извештаја и смањењем наведених трошкова до њиховог реалног износа долази се до података о стварној рентабилности предузећа.

Приликом вредновања предузећа које планира реализацију иницијалне јавне понуде акција важно је применити свеобухватни и фазни прилаз. Прилаз почиње анализом интерних и екстерних услова пословања предузећа и компарацијом са предузећима сличних карактеристика. Вредновање се заснива на примени трошковног, тржишног или приносног принципа, а посебну пажњу треба посветити вредновању нематеријалне имовине предузећа (опширније код: Денчић-Михајлов, 2012).

ЗАКЉУЧАК

Путем иницијалне јавне понуде акција компанија се „отвара“ - из затвореног облика прелази у јавно отворено акционарско друштво и може бити листирана/котирана на берзи. Одлука о отварању предузећа мотивисана је трима међусобно условљеним стратегијским императивима, као што су развој, контролно власништво и ликвидност. Многе компаније из развијених, али и све изразитије са „тржишта у настајању“, гледају на IPO као на одличан начин за реализацију убрзаног развоја и постизања тржишног лидерства. Интензиван развој тржишта капитала у комбинацији са динамичним маркоекономским растом током последње деценије, условили су значајан пораст IPO активности на берзама „тржишта у настајању“. Међу њима се као најактивније истичу кинеске берзе у Азији и Варшавска берза у Европи.

За разлику од економија развијених земаља западне Европе, САД-а и Јапана, у којима је процес финансирања путем иницијалних јавних понуда заступљен више деценија, економија централно и источно-европских држава у којима се појава иницијалних јавних понуда везује за приступ Европској унији, или пак „тржишта у настајању“ на којима последњих година долази до наглог пораста IPO активности која је повезана са експлозивним растом ових економија, финансирање раста и развоја овим путем у Србији још увек није присутно. Ово упркос томе што постоје јасно

изражени интереси, како на страни предузећа која би могла да се отварају, тако и на страни тржишта капитала.

Српско тржиште капитала карактерише изразито присуство информационе асиметрије између учесника у тржишним процесима, недостатак корпоративног образовања, слабији квалитет корпоративног управљања и нивоа заштите инвеститора (посебно мањинских акционара), висок системски ризик. Имајући у виду, са једне стране, значај који формалне институције имају на ризик и реализацију процеса отварања, и карактеристике српског корпоративног окружења са друге стране, није тешко објаснити непостојање интереса за реализацијом иницијалних јавних понуда акција на домаћем тржишту.

ЛИТЕРАТУРА

- [1] Bremmer, I. (2005) Managing Risk in an Unstable World, Harvard Business Review, June 2005, 51-54.
- [2] Brzeszczynski, J. (2013) IPOs in Emerging Markets, Препузето 13. Марта 2013., са сајта: <http://www.qfinance.com/financing-best-practice/ipos-in-emerging-markets?full>
- [3] Choe, H, Masulis R., and Vikram Nanda (1993). Common stock offerings across the business cycle., Journal of Empirical Finance, 1, 3-31.
- [4] Денчић-Михајлов, К.(2012) Иницијална јавна понуда акција. Ниш: Економски факултет
- [5] Engelen P.J. Marc van Essen (2010). Underpricing of IPOs: Firm-, issue- and country-specific characteristics. Journal of Banking & Finance, 34, 1958–1969.
- [6] Ernst & Young, Global IPO trends 2012, document преузет са сајта: www.ey.com, 12.03.2013
- [7] Maksimovic, V. and Pichler, P. (2001). Technological innovation and initial public offerings. Review of Financial Studies 14, 459-494.
- [8] Малинић Д. и Денчић-Михајлов К. (2010). Процес отварања предузећа: изазови за српску корпоративну праксу. Економика предузећа, Новембар-Децембар 2010., 261-276.
- [9] Modigliani, F. and Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. The American Economic Review 53, 433-43.
- [10] Myers, S. (1976) The Capital Structure Puzzle. The Journal of Finance, 39 (3), 575-592.
- [11] Myers, S. C. and Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, Journal of Financial Economics 13, 187-221.
- [12] Ritter, J.R. and Welch I. (2002). A review of IPO activity, pricing, and allocations. Journal of Finance 57(4), 1795–1828.
- [13] Scott, J. H. (1976). A Theory of optimal capital structure. Bell Journal of Economics 7, 33-54.

**ФИНАНСИЈСКИ И БИЛАНСНИ
АСПЕКТИ ПОСЛОВНИХ
КОМБИНАЦИЈА****FINANCIAL AND ACCOUNTING
ASPECTS OF BUSINESS
COMBINATIONS**

Бојана Вуковић – мастер, Департман за финансије,
банкарство, рачуноводство и ревизију, Економски
факултет, Суботица, Република Србија

Проф. др Мирко Андрић, Департман за финансије,
банкарство, рачуноводство и ревизију, Економски
факултет, Суботица, Република Србија

Апстракт: Као последица глобализације пословања и интернационализације тржишта долази до растућег тренда пословног комбиновања предузећа кроз различите појавне форме трансформације у циљу што бољег позиционирања пословања. Раст је за већину предузећа иницијална претпоставка пословног успеха који се манифестује кроз јачање конкурентске позиције путем искоришћавања ефеката интеграције и доминацију у свим сферама пословно-производног циклуса. Полазећи од мотива и облика пословних комбинација, у раду ће бити представљени пословни и финансијски синергетски аспекти комбиновања. Поред тога, циљ рада је да размотри специфичности рачуноводственог третмана пословних комбинација, имајући у виду да истинито и објективно извештавање обезбеђује конзистентну информациону основу за доношење пословних одлука и процену ефеката пословног комбиновања на пројектоване перформансе пословања.

Кључне речи: Пословне комбинације; финансијска синергија; финансијско извештавање.

Abstract: As a result of globalization and internationalization of the market, there is a growing trend of combining business companies through various forms of transformation in order to better position the business. For most companies, growth is initial assumption that business success is manifested through strengthening competitive position by exploiting the effects of integration and dominance in all spheres of business and manufacturing cycle. Starting from the motives and forms of business combinations, in the paper will be presented business and financial synergistic aspects of combinations. In addition, the aim of this paper is to review the specifics of accounting for business combinations, as truthful and objective reporting provides consistent information

base for decision-making and evaluation of the effects of business combination on the projected business performances.

Key Words: business combinations; financial synergies; financial reporting;

УВОД

Технолошке промене, промене у ИТ сектору, рапидан раст тржишног учешћа предузећа и јачање конкуренције, константне промене у тржишним трендовима, слободнији токови капитала, повећање значаја инвестиционих, пензионих фондова и институционалних инвеститора довели су до потребе за пословним реструктурирањем скупа активности или средстава којима се управља. Повезивањем путем пословних комбинација са предузећима у сличним гранама или одређеним фазама пословног циклуса, односно ланца вредности настоје се искористити предности олигополске позиције, а повезивањем са предузећима у различитим гранама привређивања обезбедити извесна диверзификација пословања и ризика везаног за сложено и динамичко окружење. Експанзија предузећа у првом случају је сврсисходнија са аспекта производно-технолошких карактеристика и користи од пословног комбиновања предузећа и шансе за успех су веће, од интеграције у неповезане гране.

Предуслов успеха и искоришћавања компаративних предности пословних комбинација предузећа у чијој основи је потреба за ширењем и растом лежи у избору одговарајућег облика комбиновања, адекватном управљању очекивањима и системом награђивања менаџера кроз постављање праввремене стратегије у односу на конкуренцију. Увођењем конкретних мера пословног и финансијског консолидовања предузећа побољшавају се његове свеукупне перформансе. Извештавање о овим перформансама претпоставља уважавање специфичности у рачуноводственом обухвату пословних комбинација сагласно захтевима Међународних рачуноводствених стандарда и Општеприхваћених стандарда финансијског рачуноводства у САД.

**1. ОБЕЛЕЖЈА ПОСЛОВНИХ
КОМБИНАЦИЈА ПРЕДУЗЕЋА****А. Мотиви пословних комбинација**

Пословним реструктурисањем скупа активности и средстава којима се управља предузећа настоје да искористе одређене стратегијске могућности и предности, уз реализацију синергетских ефеката које такво реструктурисање носи. Полазни мотив пословног комбиновања предузећа је креирање

вредности за акционаре кроз стварање позитивне нето садашње вредности након комбиновања (стицања) предузећа. Синергетски ефекти заснивају се на претпоставци да вредност комбинованог предузећа вреди више од суме вредности појединачних предузећа и да ће пословне синергије довести до повећања новчаних токова комбинованог предузећа.

Пословна комбиновања предузећа су пре свега начин да се оствари економија обима кроз смањење фиксних трошкова као саставног дела привређивања предузећа. Предности уштеде у трошковима протежу се на шири опсег функција, почев од набавне, продајне, рачуноводствене, финансијске, до истраживања и развоја и управљања људским ресурсима (Hoyle, Schaefer, & Doupnik, 2011, str. 39).

Порески мотиви у смислу постизања пореских уштеда полазе од претпоставке да су пореске обавезе пословне комбинације као целине у већини случајева ниже од пореских обавеза свих предузећа укључених у пословну комбинацију. Власници мањих предузећа, предузетници, акционари или партнери када продају свој удео у власништву, стичу одређену опорезиву добит. Ако прихвате да размене свој удео за обичне акције друге компаније кроз пословно комбиновање, трансакција се категорише као слободна размена ослобођена плаћања пореза до момента продаје стечених акција на тржишту (Тодоровић, 2010, стр. 142). Уштеде у порезима присутне су у ситуацијама пословања са губитком одређених предузећа која улазе у пословну комбинацију, јер ће основица опорезивања и износ пореза који се плаћа на нивоу пословне комбинације бити мањи од износа пореза који би се платио на нивоу сваког појединачног предузећа.

Поред мотива пословне синергије, пре уласка у комбинацију треба размотрити колика је вредност финансијских синергетских користи предикцијом прихода, расхода и финансијских инвестиција у основна и трајна обртна средства. Мотиви за финансијску синергију нарочито се испољавају код предузећа која располажу вишком готовине и недостатком могућности за пласирање средстава са предузећима које карактерише мањак готовине. Са финансијског аспекта требало би указати на ефекат који пословна комбинација има на цену капитала, будући да би цена капитала требало да буде редукована. На редукацију цене капитала пре свега, утиче лакше прибављање туђег капитала, смањена вероватноћа неизвршавања обавеза и додатне пореске уштеде које се остварују сваким новим задуживањем. Цена дуга се смањује у ситуацијама када долази до повећања степена задужености пословне комбинације као целине. Редукацији цене капитала доприноси и већа расположива имовина и економска моћ пословне комбинације, јер оне

пословне комбинације којима се утиче на смањење системског ризика утичу на смањење захтеваних стопа приноса акционара, а тиме последично и на цену акцијског капитала.

Поред тога, предузећа могу бити вођена мотивима куповине оних предузећа чија је тржишна вредност акција, а тиме и укупна вредност подцењена. У пракси пословног комбиновања забележени су специфични мотиви комбиновања по овом основу, вођени интересима предузећа која су карактерисала високе тржишне вредности и потенцијали раста, мерене одговарајућим показатељима нето добити по акцији, и који су куповали друга предузећа са ниским тржишним вредностима и ниским потенцијалима раста, плаћајући трансакцију заменом акција. Наравно, овај облик комбинације имао је смисла само под условом постојања синергетских користи. У таквим ситуацијама до изражаја су долазили специфични мотиви менаџера који су имали упориште у њиховом субјективном суду и способности да процене повољну куповину. Исто тако, то је био један од начина да се санкционишу менаџери који су лошим вођењем предузећа довели до пада вредности његових акција.

Б. Класификација пословних комбинација предузећа

Пословно реструктурисање огледа се у различитим облицима комбиновања путем интеграција, пословних алијанси, дезинвестирања и реструктурирања власништва. Класификација трансакција, на основу метода екстерног раста, приказана је на следећој шеми (Шкарић-Јовановић и Спасић, 2012, стр. 78):



Слика 1. Класификација пословних комбинација предузећа

Припајања или интеграције предузећа у пракси пословања се везују за фузије, односно спајање два или више предузећа који доводе до формирања једног предузећа, као новооснованог ентитета који ће бити у власништву акционара оба предузећа. Приликом настајања фузија, једно предузеће преузима друго које постаје припојено предузеће и престаје да постоји као посебан правни ентитет.

Власници преузетог предузећа врше замену својих акција за акције новоформираног предузећа.

Према критеријуму економске класификације, спајања и припајања предузећа најчешће могу бити у форми хоризонталних и вертикалних интеграција и конгломератских диверзификација. Хоризонтална комбиновања предузећа резултат су интеграције предузећа која послују у повезаним делатностима кроз укључивање у производњу конкурентских и комплементарних производа, карактеристична за последњи период XIX и почетак XX века (Weston & Mitchell, 2004, str. 187). Вертикалне интеграције предузећа резултат су комбиновања путем укључивања у активности које претходе или следе у ланцу репродукције. У оба случаја реч је о стратегији повезане диверзификације која је усмерена ка искоришћавању предности повезивања сродних производа, тржишта, дистрибутивних канала, технолошких процеса и ресурса. Кључни фактори који се морају размотрити приликом избора интеграције предузећа су структура конкуренције у грани, положај предузећа у односу на конкуренцију и тржишни услови у којима послује предузеће (Fisher, Taylor, & Cheng, 2008, str. 5).

Конгломератске диверзификације су облици пословног комбиновања предузећа који настају у ситуацијама када се врши диверзификација у неповезане гране, услед постојања повољних услова за инвестирање. Предузеће вођено мотивима исплативих инвестиција и дисперзије ризика повезује се са предузећима потпуно различитим са аспекта технологије, производње, маркетинга. Предузећа која се налазе у фокусу избора обично имају финансијске проблеме, потцењена средства и евентуалне могућности за раст, али је проблем у недостатку капитала. Циљ оваквих комбинација је стабилизација добитка и новчаних токова кроз комбиновано предузеће, уз остваривање додатних прихода и добитака на основу употребе потцењених средстава.

Пословне комбинације које не доводе до губитка правне самосталности предузећа у комбинацији, већ се реализују стицањем учешћа једног у капиталу другог предузећа, доводе до формирања групе предузећа, холдинга или концерна, за које се састављају консолидовани финансијски извештаји. Стицање већинског учешћа другог предузећа представља форму припајања, путем аквизиције имовине или аквизиције акција.

Поред наведених форми пословног комбиновања, у пракси су присутни још неки облици комбинованог раста у виду заједничких подухвата путем пословних, односно стратегијских алијанси и заједничких улагања, са циљем уштеде у трошковима, бољег искоришћења капацитета, унапређења постојеће технологије и сл.

Специфичности оваквог облика удруживања огледају се у чињеници да предузећа имају пун правни субјективитет, односно послују као независни ентитети које карактерише мањи ризик пословања и мања улагања. Као један од најчешћих појавних облика заједничких подухвата настају заједничка улагања у којима су уговорно дефинисани износи и учешћа сваког предузећа у користима и добитима заједничког аранжмана.

В. Предности и недостаци пословних комбинација предузећа

Искоришћавање предности пословног комбиновања предузећа подразумева добро осмишљен план повезивања предузећа. Полазна претпоставка коју треба узети у обзир приликом планирања јесу стратегијске користи и предности којима ће пословна комбинација резултирати. Управо због тога, најсврхисходнијим су се показала она повезивања предузећа која карактерише исти или сличан производни, продајни и технолошки процес, фактори производње и крајњи купци. Ако су, поред тога, компетентност запосленог особља и водећег руководства на приближно истом нивоу и степену развоја, ова предузећа врло лако успевају да искористе ефекте пословне синергије и достигну завидне перформансе.

Други, али не и мање битан облик повезивања, познат као вертикална интеграција, бележи потенцијалне предности пре свега са аспекта боље контроле свих фаза производно-дистрибутивног циклуса. Предузећа која не успеју да искористе ове предности суочавају се са ограничавајућим околностима наметнутим на тржишту. Високи захтеви са аспекта технолошких стандарда и инвестирања, смањена цена коштања услед уштеда у трошковима, значајна улагања у сталну и обртну имовину, висок ниво диференцираности производа, појава уских грла и виша цена фактора производње на интерном тржишту доводе до стагнирања или потпуног застоја у пласману производа као последице ограничавајућих околности вертикалног интегрисања предузећа.

Предности пословног комбиновања предузећа која не карактеришу наведени облици интеграције и која су превасходно вођена мотивима куповине финансијски нестабилних предузећа у просперитетним гранама огледају се у лако остваривом и сигурном добитку путем правовременог алоцирања капитала. У фокусу стратегије конгломератске (неповезане) диверзификације јесу финансијска синергија и екстерна флексибилност. Имајући на уму крајњи циљ ове интеграције, који подразумева просперитет на тржишту и унапређење перформанси лоше вођених предузећа, намећу се извесне слабости, односно недостаци при њиховој реализацији. Пре свега, мала вероватноћа искоришћавања

конкурентских предности обзиром да може бити речи о предузећима која ни по ком основу нису повезана и која карактерише пратећи ризик уласка у нова подручја. Посебан ризик од губитка постоји код акционара предузећа. Стабилизацијом добитка и новчаних токова као мере оствареног добитка путем овог облика повезивања смањује се вероватноћа неизмирења обавеза према повериоцима и повећава ризик раста вредности њихових потраживања што ће довести до непосредног трансфера благостања са акционара оба предузећа на повериоце (Тодоровић, 2010, стр. 142). Резултати претходних истраживања показали су да су предузећа са неповезаном диверзификацијом имала лошије перформансе од специјализованих и предузећа са повезаном диверзификацијом.

Сублимирајући користи пословног комбиновања предузећа путем ширења, односно раста можемо закључити да је реч о брзој и ефективној интеграцији која омогућава контролу, односно управљање финансијским и пословним политикама предузећа у стопроцентном износу. Ограничавајуће околности постоје са аспекта ризика од успеха таквих комбинација, великог обима средстава који прати финансирање и малог степена флексибилности у пословању. Велики обим финансијских средстава често захтева високе дуговне капацитете за чију употребу се везује висок ризик опадања активности предузећа, раст каматних стопа и потреба за додатним задужевањем.

2. БИЛАНСНИ АСПЕКТИ ПОСЛОВНИХ КОМБИНАЦИЈА ПРЕДУЗЕЋА

А. Карактеристике рачуноводствених метода обухватања пословних комбинација

Билансни аспекти, односно рачуноводствени третман пословних комбинација дефинисан је Међународним стандардом финансијског извештавања 3- Пословне комбинације на подручју Европске уније. У Сједињеним Америчким Државама, Одбор за стандарде финансијског рачуноводства усвојио је Стандард број 141-Пословне комбинације. Према захтевима ових стандарда, пословне комбинације се рачуноводствено обухватају применом метода стицања, односно куповине. Употреба методе стицања дефинисана је захтевима члана 19 Седме директиве Европске уније и представља методу која не утиче на успех пословања групе предузећа. Метода која не утиче на успех пословања групе предузећа у рачуноводственом третману пословних комбинација позната је под називом Метода удруживања интереса и њену употребу је дозвољавао, али не и обавезивао члан 20 Седме директиве Европске уније, а након њега и

Међународни рачуноводствени стандард 22-Пословна спајања усвојен 1993. године.

Метод удруживања интереса заснивао се на континуитету власништва и претпостављао је спајање предузећа сличне величине, што је отворило проблем распознавања купца и продавца у таквим трансакција. Имовина и обавезе предузећа која су се спајала процењивале су се на основу историјских трошкова и уносиле по њиховим књиговодственим вредностима. Приходи предузећа стицатеља и стеченог предузећа су се комбиновали у свим периодима. У билансу стања према овом методу није исказиван goodwill, будући да су се средства, обавезе и нераспоређена добит оба предузећа спајала. Међусобна потраживања и обавезе предузећа су се пребијала. Без обзира на ригорозне услове који су морали бити задовољени приликом примене метода удруживања интереса, предузећа су преферирала овај метод, јер је његова примена омогућавала повећање нивоа добити извештајног ентитета, односно водила је ка жељеном крајњем резултату (Morris, 1995, str. 140). Могућности манипулације нето резултатом огледале су се у исказивању средстава стеченог предузећа по депресираној књиговодственој вредности, продаји по текућој вредности и исказивању сукцесивног добитка на основу продаје средстава.

Након укидања метода удруживања интереса од стране Одбора за стандарде финансијског рачуноводства, метод куповине била је једина опција рачуноводственог третмана чија је намена и значај истакнут усвајањем Међународног стандарда финансијског извештавања 3- Пословне комбинације. Метода куповине подразумева да предузеће које стиче контролу сноси све одговорности, ризике, али и користи у овој пословној комбинацији, за разлику од методе удруживања интереса која полази од сразмерног учешћа у ризицима и користима свих предузећа која су учествовала у пословном спајању. Сагласно захтевима ревидираног МСФИ 3 из 2008. године, метода куповине категорише се као метода стицања која подразумева:

1. идентификовање стицаоца,
2. одређивање датума стицања,
3. признавање и одмеравање стечене препознатљиве имовине, преузетих обавеза и сваког учешћа без права контроле у стеченом ентитету,
4. признавање и одмеравање goodwill-а или добитка од повољне куповине (IFRS 3, 2013, <http://www.iasplus.com/en/standards/standard4>)

У свакој пословној комбинацији једно од предузећа се идентификује као стицалац који остварује контролу над стеченим предузећем на одређени

дан, који се дефинише као датум стицања. Према овом методу, средства, обавезе, нераспоређена добит и приходи стеченог предузећа укључују се у извештаје предузећа које врши стицање од дана стицања, односно преузимања контроле.

Фер вредност учешћа, односно пренесене накнаде од стране предузећа које врши стицање представља збир фер вредности имовине пренесене од стране стицаоца, обавеза ради стицања учешћа у циљном предузећу и учешћа у капиталу које је емитовао стицалац. Дакле, укупни трошкови за стицање контроле на дан аквизиције подразумевају суму готовине и њених еквивалената и фер вредност удела у власништву са правом гласа и хартија од вредности за стицање контроле над нето имовином циљног предузећа. Поред тога, укупне трошкове чине и трошкови услуга рачуноводствених и ревизорских експерата, правних заступника, проценивача и других консултаната који пружају услуге у вези са конкретним стицањем. Ревидираним МСФИ 3 који је у примени од 01.07.2009. године, ови трошкови добијају третман расхода периода и не укључују се у фер вредност учешћа.

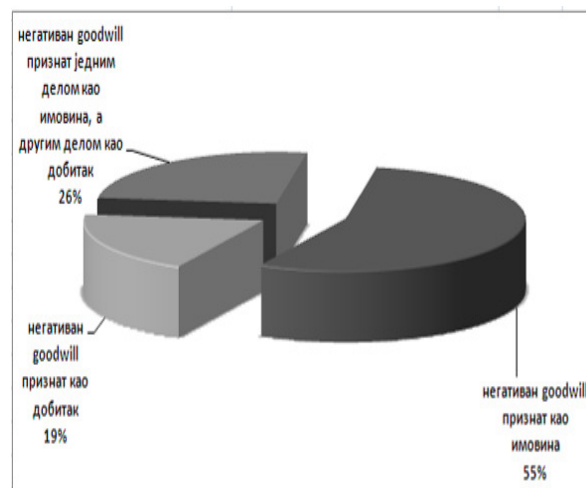
Метод куповине у билансу стања признаје износ goodwillа као разлику између фер вредности идентификованих средстава и обавеза са једне стране, односно фер износа надокнаде за стицање које су чиниле укупне трошкове аквизиције са друге стране. Goodwill је настајао као позитивна разлика укупних трошкова аквизиције, односно трошкова за стицање контроле на дан аквизиције, када је предузеће које је вршило стицање плаћало не само цену за текућу зарађивачку способност предузећа које стиче, већ и премију за мерљиве и очекиване синергетске ефекте у будућности, заједно са вредношћу неопипљиве имовине коју није било могуће проценити у билансу предузећа које се стиче.

У случају да су укупни трошкови аквизиције, односно фер вредност учешћа или пренесене накнаде били мањи од фер вредности стечене нето имовине, односно средстава, обавеза и потенцијалних обавеза, било је неопходно поновно процењивање фер вредности средстава, обавеза и потенцијалних обавеза стеченог предузећа, као и укупних трошкова аквизиције. Разлика у корист фер вредности средстава, обавеза и потенцијалних обавеза била је призната као добитак од повољне куповине.

Верификација негативног goodwill-а оспоравана је са различитих становишта. Према Morissu (2004), постојање негативног goodwill-а нема смисла, јер на ефикасном тржишту постоји свега неколико јефтиних куповина, што указује да су средства прецењена приликом вредновања (стр. 216). Pahler полази од тога да присуство јефтиних куповина

указује да средства вреде више појединачно, него као саставни део укупног пословања (2003, стр. 164). У складу са тим, претходним власницима предузећа би било исплативије да су предузеће подвргли процесу ликвидације продајом појединачних средстава него да га продају у целини. Услед продаје целокупног пословања, првобитно процењене текуће вредности морају бити прецењене у висини елемената јефтине куповине. Други аргументи који су доводили у питање валидност концепта негативног goodwillа полазили су од претпоставке да признавање средстава у износима који превазилазе њихове трошкове није у складу са концептом историјског трошка и да произилази из перспективе будућних губитака или потребе стварања текућих трошкова који ће водити предузеће ка будућој профитабилности. У том смислу негативан goodwill може бити схваћен као обавеза, која ће када се измири повећати куповну цену, односно трошкове аквизиције и елиминисати постојање повољне куповине.

Истраживања која су спроведена на узорку од 127 предузећа у периоду од 2000-2007. године показала су да је 55% предузећа негативан goodwill приписало стеченој имовини, 19% предузећа је један део goodwillа приписало на име стечене имовине, а други део признат је као добитак, док је 26% предузећа цео негативан goodwill признало као добитак од повољне имовине. Поред тога, у просеку, 45% трансакција резултира признавањем негативног goodwill-а као добитка од повољне куповине. Највећи број трансакција који је резултирао признавањем негативног goodwill-а одвијао се пред крај овог периода (Comiskey, Clarke, & Mulford, 2010, стр. 335).



Слика 2. Признавање негативног goodwill-а

Одредбама ревидираног финансијског рачуноводственог стандарда 141- Пословне комбинације из 2007. године признат је добитак од повољне куповине и потврђена поузданост фер

вредности стечене имовине и преузетих обавеза. У складу са захтевима овог стандарда, вишак фер вредности средстава и обавеза у односу на укупне трошкове аквизиције представља потврду вредности за стицаоца предузећа коју треба признати. У складу са тим, негативан goodwill се у години стицања признаје на име прихода или добитка. Потпуно признавање негативног goodwill-а иде у прилог схватању да је вредност негативног goodwill-а заиста реална и да повећава принос предузећа које стиче друго предузеће. Резултати поменутих студија које су спроведене како би тестирале да ли је негативан goodwill заиста тржишно верификован и да ли представља вредност за инвеститоре доводе у питање признавање goodwill-а као прихода или добитка у години стицања. У складу са тим, оне указују да би добитак од повољне куповине требало признати на име прихода у годинама када тај добитак буде реализован. Међутим, све већи захтеви ревидираног стандарда 141- Пословне комбинације за обелодањивањем разлога због којих стицање другог предузећа резултира добитком, утицали су на повећану вероватноћу тржишне верификације негативног goodwill-а.

Б. Поступак тестирања обезвређења goodwill-а

Goodwill који је стечен у пословној комбинацији треба вредновати по цени коштања, умањеној за све акумулиране губитке по основу обезвређења. У складу са тим goodwill се не амортизује, већ се тестира од стране стицаоца у циљу умањења вредности на годишњем нивоу или раније, ако дође до промене околности који указују да је могао бити обезвређен. Тестирању goodwillа претходи задовољавање следећих захтева:

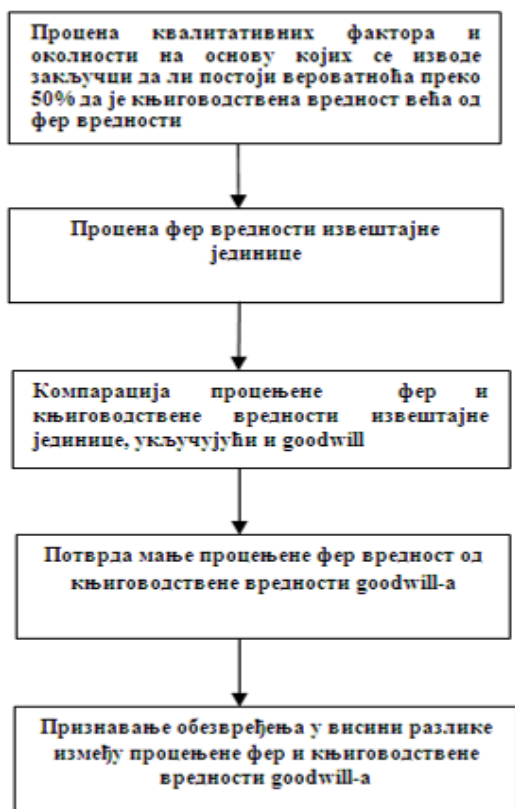
1. Goodwill треба распоредити на нивоу сваке извештајне јединице посебно, ако стечено предузеће има већи број извештајних јединица.
2. План процене вредности извештајне јединице мора бити усвојен у року од годину дана од дана куповине. План садржи процедуре које ће се користити за мерење фер вредности извештајне јединице у будућим обрачунским периодима.
3. Тест умањења вредности се обично врши на годишњој основи. Међутим, постоје случајеви у којима је тестирање неопходно спровести периодично, између два годишња периода.
4. Потребно је дефинисати поступак за процену да ли је дошло до умањења вредности.
5. Потребно је дефинисати поступак за утврђивање износа обезвређења, што представља смањење вредности евидентираног goodwill-а (IFRS 3, 2013, <http://www.iasplus.com/en/standards/standard4>)

Тестирање goodwill-а се спроводи на нивоу јединице која генерише готовину, којој се може приписати део или цео goodwill. Према MPC 36- Умањење вредности имовине, јединица која генерише готовину је најмања препознатљива група средстава која генерише приливе готовине који су у највећој мери независни од прилива готовине других средстава или група средстава (IAS 36, 2013,

<http://www.iasplus.com/en/standards/standard35>). У поступку тестирања врши се поређење књиговодствене вредности goodwill-а увећане за књиговодствену вредност средстава јединице која генерише готовину са надокнадивим износом јединице која генерише готовину. Књиговодствена вредност јединице обухвата књиговодствену вредност оних средстава који ће се приписати или директно алоцирати на нивоу јединице која генерише готовину, а која ће генерисати будуће приливе готовине који се користе за одређивање употребне вредности те јединице. Надокнадиви износ јединице која генерише готовину је фер вредност умањена за трошкове продаје или употребна вредност, у зависности која је од ових вредности већа. У случају када је надокнадиви износ јединице која генерише готовину мањи од књиговодствене вредности, врши се умањење вредности goodwill-а на име осталих расхода, односно губитка од умањења вредности јединице која генерише готовину.

Тестирање goodwill-а према захтевима Одбора за стандарде финансијског рачуноводства у САД приказано је на следећој слици.

Као што је видљиво на слици број 3, потребно је идентификовати да ли постоји потенцијално обезвређење, поређењем фер вредности извештајне јединице са њеном књиговодственом вредношћу, укључујући и goodwill. Након тога, мери се износ обезвређења goodwillа под претпоставком да је фер вредност извештајне јединице goodwillа била мања од књиговодствене вредности. Обезвређење goodwillа врши се на годишњој основи или периодично, ако дође до периодичног смањења фер вредности у односу на књиговодствену. Ако је књиговодствена вредност извештајне јединице била виша од фер вредности, goodwill извештајне јединице не подлеже обезвређењу и тест за утврђивање висине обезвређења није био потребан.



Слика 3. Кораци у процесу обезвређења goodwill-а

Даљи развој поступка тестирања обезвређења goodwill-а имао је за циљ да поједностави постојећу процедуру са аспекта времена и трошкова. Према усвојеним изменама Одбора за стандарде финансијског рачуноводства 2011. године, ентитетима јавног и приватног сектора је дозвољено да прво сагледају квалитативне факторе како би проценили да ли постоји вероватноћа (више од 50%) да фер вредност извештајне јединице буде мања од њене књиговодствене вредности (Accounting Standards Update, 2011, str. 30). Ова процена претходи корацима у процесу тестирања обезвређења goodwill-а. Могућност процене вероватноће постоји, али није обавеза ентитета и они могу директно приступи извођењу поменути два корака у процесу тестирању обезвређења, а разматрање квалитативних догађаја и околности и процену вероватноће извршити у каснијим периодима.

Унапређење теста обезвређења goodwilla није имало утицаја на поступак обезвређења према MPC 36- Умањење вредности имовине, будући да је према овом стандарду постојао само један корак обезвређења који се заснивао на квалитативном тесту спроведеном на нивоу јединице или група јединица које генеришу готовину. Поред тога, приликом унапређења поступка обезвређења постојале су интенције да се обезвређење goodwilla подигне на ниво извештајног сегмента пословања или консолидованог ентитета, што није усвојено од

стране Одбора јер би таква примена узроковала даља одступања у односу на захтеве MPC 36.

Висина обезвређења goodwill-а често није узимана у обзир приликом оцене перформанси и вредновања акција предузећа. Према Revsine, Collins, & Johnson (2004) износ обезвређења посматран је само као тренутни ефекат који је резултат преплаћивања куповне цене или неочекиваног погоршања пословања стеченог предузећа, што упућује да га не треба узети у обзир приликом анализе перформанси (str. 904). Услед одсуства амортизације goodwill-а, принос ће имати тенденцију повећања и резултирати великим падом у годинама обезвређења goodwill-а. У складу са тим, у савременим условима мерења перформанси, износ обезвређења треба пажљиво размотрити како би се избегли негативни утицаји на менаџмент. Сличног становишта били су Lachnit & Muller (2005) који су сматрали да се зарађивачка способност предузећа не може мерити узимајући у обзир износ обезвређења, будући да је основа за процену успешности предузећа, амортизација goodwill-а у периоду од преко десет година (str. 279). Ова схватања нису била у складу са одредбама Стандарда 142- Goodwill и друга нематеријална средства, према којима goodwill не подлеже амортизацији и чији су губици последица тренутних, непонављајућих активности.

ЗАКЉУЧАК

Подстицаји пословном комбиновању предузећа садржани су у потреби за ширењем и растом који доносе извесне стратегијске и конкурентске предности. Раст је за већину предузећа иницијална претпоставка пословног успеха који се манифестује кроз доминацију тржишним сегментом, јачање конкурентске позиције путем искоришћавања ефеката економије обима и вертикалне интеграције и доминацију у свим сферама пословно-производног циклуса. Тренд раста са циљем достизања одређене величине предузећа намеће потребу за интеграцијом путем неког облика пословне комбинације или пак ширење путем сопственог раста, што је у највећем броју случајева тешко оствариво. Предузећа која не теже достизању извесног степена раста путем неког облика пословног комбиновања најчешће стагнирају и не успевају да одговоре на захтеве тржишта са аспекта техничко-технолошких предности, адекватности извора снабдевања и поузданости канала дистрибуције, економичности, ефикасности и ефективности пословања и раста и развоја тржишног учешћа.

Финансијско извештавање о пословним комбинацијама треба да омогући интерним и екстерним корисницима да кроз сагледавање природе и финансијских ефеката комбиновања, предвиде будуће пословање новоформираног

предузећа и потенцијалне предности и шансе предузећа које стиче друго предузеће. На пољу регулаторног оквира присутни су константни покушаји да се кроз усаглашавање међународних стандарда финансијског извештавања и стандарда финансијског рачуноводства у САД побољша релеватност, истинитост, поузданост и конзистентност презентованих информација у финансијском извештавању о пословним комбинацијама. И поред константних усклађивања, разлике још увек постоје и оне су видљиве код тестирања обезвређења goodwilla, као што је приказано у раду, али и по другим питањима као што је третман учешћа без права контроле у стеченом ентитету, вредновања потенцијалних средстава и обавеза, признавања трошкова истраживања и развоја. Превазилажење постојећих разлика у рачуноводственом третману пословног комбиновања предузећа кроз усаглашавање нормативног оквира на глобалном нивоу има за циљ да пружи конзистентну и јединствену информациону основу за доношење пословних одлука и процену ефеката пословног комбиновања на пројектоване перформансе пословања.

ЛИТЕРАТУРА

- [1] Accounting Standards Update. (2011). *Intangibles- Goodwill and Other (Topic 350)*. Norwalk: Financial Accounting Standards Board of the Financial Accounting Foundation
- [2] IAS. (2013). *IAS 36- Impairment of Assets*. preuzeto 15.03.2013. sa <http://www.iasplus.com/en/standards/standard35>
- [3] IAS. (2013). *IFRS 3- Business Combinations*. paragraph 5, preuzeto 10.03.2013. sa <http://www.iasplus.com/en/standards/standard43>
- [4] Morris, J. (1995). *Mergers and Acquisitions – Business Strategies for Accountants*. New York: John Wiley & Sons
- [5] Morris, J. (2004). *Accounting for M&A, Equity, and Credit Analysis*. Boston, MA: McGraw-Hill
- [6] Pahler, A. (2003). *Advanced Accounting: Concepts and Practice*. South-Western Publishing Co: Mason, OH
- [7] Revsine, L., Collins, D., & Johnson, B. (2004). *Financial Reporting and Analysis, 3th edition*. Prentice Hall: Upper Saddle River
- [8] Schultze, W. (2005). *The Information Content of Goodwill Impairments Under FAS 142: Implications for External Analysis and Internal Control*. Schmalenbach Business Review , Vol. 57, No. 3, pp. 276 – 297
- [9] Тодоровић, М. (2010). Пословно и финансијско реструктурирање предузећа. Београд: Економски факултет
- [10] Hoyle, J., Schaefer, T., & Douppnik, T. (2011). *Advanced Accounting*. Irwin: Mc Graw-Hill
- [11] Comiskey, E., Clarke, J., & Mulford, C. (2010). *Is Negative Goodwill Valued by Investors?* American Accounting Association: Accounting Horizons, Vol. 24, No. 3, pp. 333-353
- [12] Шкарић-Јовановић, К., Спасић, Д. (2012). Специјални биланси. Београд: Економски факултет
- [13] Weston, J.F., Mitchell, M. (2004). *Takeovers, Restructuring and Corporate Governance*. New York: Pearson Prentice Hall

ТРАЖЊА И ЊЕНА ЕЛАСТИЧНОСТ

DEMAND AND ITS ELASTICITY

Доц. др Зоран Мاستило, Факултет пословне економије
Бијељина, Универзитет у Источном Сарајеву, Бијељина,
Босна и Херцеговина

Дипл. ек. Ања Рајак, Факултет пословне економије
Бијељина, Универзитет у Источном Сарајеву, Бијељина,
Босна и Херцеговина

Резиме: Свака привреда мора да одабере добра која ће да производи, мора да зна како ће та добра да производи, за кога, односно за које тржиште. У привреди већине западних земаља, и у неким земљама истока, систем цијена и тржиште одређују већину економских активности. Новац је тај који одлучује шта ће и колико ће потрошачи да купе. Они који имају више новца, одлучују шта ће да се производи и ко ће бити купац тих производа. Предузећа треба да производе добра за којима постоји тражња.

Постављају се многа питања како систем новчаних гласова функционише у тржишној привреди. На примјер, зашто је злато које није неопходно за живот скупо, а вода која је неопходна за живот јефтинија? Или зашто је земљиште у Београду веома скупо, док је у унутрашњости јефтино? Или зашто је шездесетих година мали број људи посједовао ТВ, а данас га готово свака породица посједује и то по неколико комада? Одговоре на ова и многа друга питања проналазимо у анализи тражње кроз мјерење њене еластичности. Та теорија даје одговор на питање како потрошачке преференције одређују тражњу за робама, док су трошкови производње предузећа, основа за производњу, односно понуду роба. Помоћу тржишног механизма установљава се равнотежа понуде и тражње и формира цијена. Основни модел тражње помаже нам да схватимо зашто и како се мијењају цијене и шта се дешава када се држава уплиће на тржиште. Модел тражње повезује важан концепт преко криве тражње која треба да покаже однос између цијене добра и тражене количине.

Кључне ријечи: Тражња, фактори тражње, цијенова еластичност, доходова еластичност, индиректна еластичност, тржиште, цијене, количине, предузеће.

Abstract: Every economy has to choose goods that will be produced, must know how to produce these goods, for who, or for which market. In the economy of most Western countries, and some countries in the East, the system price and the market determine the most

economic activity. Money is the one who decides what and how much consumers will buy. Those who have more money, decide what will be produced and who will be the buyer of the product. Companies need to produce goods for which there is demand.

Many questions are asked to the system of monetary votes functioning in a market economy. "For example, why is gold, that is not necessary for life, expensive and water is essential for life but is cheaper? Or why the land is very expensive in Belgrade, while is cheap in province? Or why in the sixties few people owned a TV, and today almost every family owns and a few pieces?"

The answers to these and many other questions are found in the analysis of demand by measuring its elasticity. This theory provides an answer to the question of how consumer preferences determine the demand for goods, while the cost of production companies, production base, and offer goods. Using the market mechanism establishes a balance between supply and demand and the price is formed. The basic model of demand helps us understand how and why we change pricing and what happens when the government intervenes in the market. Model linking demand is an important concept, through the demand curve, which should therefore show the relationship between the prices of good and quantity demanded.

Key Words: Demand, factors of demand, price elasticity, income elasticity, indirect elasticity, market forecast, amounts, company.

УВОД

Економистима је било познато од давнина да функција тражње мора имати негативан нагиб, тј. Да се додатна количина неког добра може реализовати на тржишту само смањењем продајне цијене. У преводу то значи – потрошачи (купци) су спремни да купе веће количине робе ако дође до смањења цијене те робе, односно постоји инверзан однос између додатне реализоване количине и промјене цијене. Према томе, и купцу и продавцу је унапријед познато да је већа реализована количина повезана са нижом цијеном, а ипак се та чињеница свакодневно манифестује. Тражња представља количину робе коју су потрошачи спремни да купе. У економској теорији на тражњу утичу бројни фактори. Најбитнији фактор који утиче на тражњу је цијена, она одређује спремност и могућност купца да купи одређену робу. Могућност да се купи нека количина робе по одређеној цијени подразумијева да купац мора да има одговарајући износ новца или приход како би купио дату количину робе. Када је тржишна цијена робе висока, тражња ће бити смањена. Када је цијена смањена, потражња за том робом биће повећана. У условима ниских цијена, велики број потрошача моћи ће да купи робу која је у понуди. Потражња за робом по мањој цијени је ограничена укусом и није

неограничена чак и кад би цијена била једнака нули. Како се цијена повећава, за исту количину новца биће продато мање робе. Када је цијена производа веома висока, потражња ће бити смањена зато што ће потрошач, иако има жељу да купи робу, бити ограничен могућношћу да плати. Према закону тражње пад цијене неког добра повећава тражену количину. Цјеновна еластичност тражње мјери колико тражена количина реагује на промјене цијене. За тражњу за неким добром каже се да је еластична ако тражена количина знатно реагује на промјене цијене. За тражњу се каже да је нееластична ако тражена количина само незнатно реагује на промјене цијене. Добра са блиским супститутима обично имају еластичнију тражњу, јер је потрошачима лакше да пређу са једног добра на друго. На примјер, путер и маргарин лако су међусобно замјењиви. Мали пораст цијене путера, под претпоставком да је цијена маргарина непромијењена, доводи до великог пада продате количине путера. Насупрот томе, пошто су јаја добра без блиског супститута, тражња за јајима је мање еластична него тражња за путером. Неопходна добра обично имају нееластичну тражњу, док луксузна добра имају еластичну тражњу. Када цијена одласка код љекара расте, људи неће драстично промијенити број одласака код љекара, мада се може десити да одлазе нешто рјеђе. Разлог томе је што већина људи одлазак код љекара сматра неопходним. Еластичност тражње на сваком тржишту зависи од дефинисаних граница тог тржишта. Уско дефинисана тржишта имају еластичнију тражњу него широко дефинисана тржишта, јер је лакше наћи блиске супституте за уско дефинисана добра. На примјер, храна, као широка категорија, има прилично нееластичну тражњу јер не постоји добра замјена за храну. Добра обично имају еластичну тражњу у току дужег временског периода. Када цијена бензина расте, тражена количина бензина првих неколико мјесеци само незнатно опада. Како вријеме пролази, људи више купују аутомобиле који троше мање бензина, прелазе на јавни превоз или се пресељавају ближе радним мјестима. У року од неколико година, тражена количина бензина знатно опада.

1. ПОЈАМ И ФАКТОРИ ТРАЖЊЕ

Под тражњом неке робе најчешће се подразумева количина те робе која се у одређеном времену, на одређеном тржишту купује по одређеним цијенама. Бројни су фактори који утичу на тражњу појединачног потрошача и тако је одређују за одређеним производом. Можемо говорити о индивидуалној (појединачној) и колективној (укупној) тражњи.

Индивидуална тражња представља количину добара коју појединац жели да купи у складу са својим могућностима у одређеном временском периоду. Већи број фактора има утицај на то како

ће тражња за неким добром реаговати на промјене његових цијена, али се издвајају четири главна. У бројне факторе који утичу на тражњу убрајају се: цијена производа који се жели набавити, цијене других производа који су у вези са жељеним производом (супститут, комплементарне робе), расположиви доходак, укуси и преференције, процјене потрошача о кретању цијена у будућности, како жељеног добра тако добара супститута и комплементарних роба и реклама и пропаганда.

2. ЕЛАСТИЧНОСТ ТРАЖЊЕ

А. Цјеновна еластичност тражње

Са растом цијена тражња опада. То је општи закон тражње. Тиме се само одређује правац дјеловања, општа законитост кретања. За потпунија разматрања то није довољно. Поред правца, потребно је остварити увид и у интензитет веза који влада између цијена и количина на појединим тржиштима. Потребна су сазнања о обиму промјене тражње која се догађа под утицајем промјене цијена. Та реакција количина, односно промјена обима тражње која се догађа под утицајем промјена цијена у економији се назива цјеновна еластичност тражње, а мјери се коефицијентом еластичности (Ed). То је један од изузетно значајних концепата у економији који омогућава доношење трајних значајних одлука. Цјеновна еластичност тражње изражава осјетљивост тражене количине неке робе на промјену њене цијене.⁸⁰ Цјеновна еластичност тражње представља однос постотне промјене тражене количине и постотне промјене цијене.⁸¹

$$Ed = \frac{\text{Постотна промјена тражене количине}}{\text{Постотна промјена цијене}}$$

Поред ове директне цјеновне еластичности тражње разликујемо још и индиректну еластичност тражње. Код директне цјеновне еластичности тражње мјере се промјене цијена и количина истог производа. Код индиректне цјеновне еластичности тражње мјери се однос процентне промјене добра X и процентне промјене неког другог добра (J). Доходовна еластичност тражње мјери однос између процентне промјене количина и процентне промјене дохотка. Еластичност се дефинише као однос:

$$Ed = \frac{\text{Процентне (релативне) промјене тражених количина}}{\text{Процентне (релативне) промјене једног од ова три узорка:}}$$

- процентне промјене цијена производа
- процентне промјене цијена неког другог производа
- процентне промјене дохотка.

⁸⁰ Максимовић, С.: *Микроекономија*. Београд 2006. године, стр. 93

⁸¹ Милојевић, А.: *Основи економије*. Српско Сарајево, 2002. године, стр. 82

На овој основи коефицијент цјеновне еластичности тражње је:

$$Ed = \frac{\% \Delta Q_d}{\% \Delta p}$$

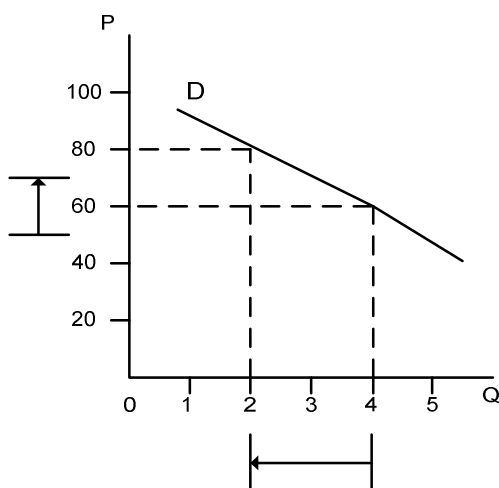
Цјеновна еластичност тражње је степен у коме тражња за неким добром реагује на промјене продајних цијена.⁸²

Б. Нивои еластичности

У зависности од интензитета односа који влада између цијена и количина на појединим тржиштима, односно од висине коефицијента еластичности разликујемо три нивоа еластичности:

- еластичну тражњу,
- нееластичну тражњу и
- јединично еластичну тражњу.

Еластична тражња ($Ed > 1$) је када је коефицијент еластичности већи од 1. Углавном се то односи на луксузне производе.



Слика 2. Еластична тражња

Пораст цијене са 60 на 80 односно за 33,3% води смањењу продајних количина на 2, односно за 50%.

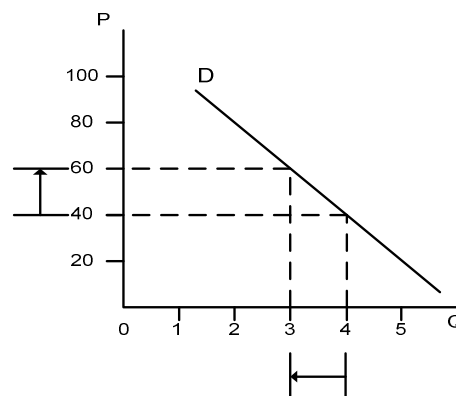
$$Ed = \frac{-50\%}{+33,3\%} = -1,5$$

Уколико се ради о изузетној осјетљивости количина на промјене цијена могућа је потпуна, односно бесконачна еластичност. То је случај крајње луксузних роба (туристичка путовања, скупи парфеми и слично) чије је учешће у потрошњи веома мало.



Слика 3. Потпуна еластичност

Нееластична тражња се односи на случајеве када је коефицијент еластичности мањи од један ($Ed < 1$). То се углавном односи на животне намирнице са ниским цијенама.

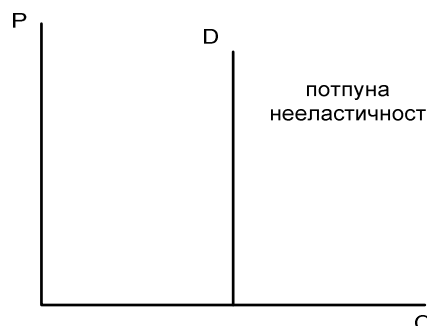


Слика 4. Нееластична тражња

Цијена је порасла са 40 на 60, односно за 50%, док су се продајне количине (тражња) смањиле са 4 на 3, односно за 25%.

$$Ed = \frac{-25\%}{50\%} = -0,5$$

Гранични случај је овдје потпуна еластичност $Ed = 0$.

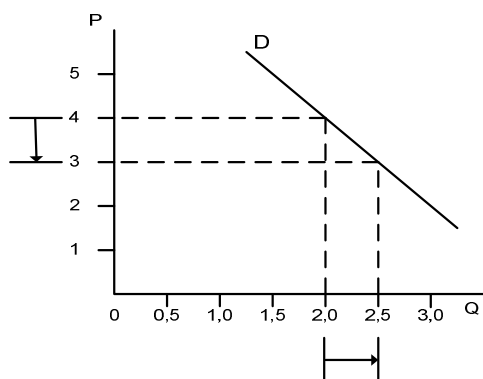


Слика 5. Потпуна нееластичност

То се углавном односи на тражњу за основним животним намирницама (хљеб и слично), када промјена цијена нема утицаја на промјену количина.

⁸² Иванић, М.: *Принципи економије*, Бања Лука, 2002. године, стр. 205

Јединична еластичност тражње је случај када је коефицијент еластичности један $E_d = 1$. Ако цијене порасту или падну за 25%, за толико ће пасти или порастати и продате количине. Ово је гранични случај између еластичне и нееластичне тражње.

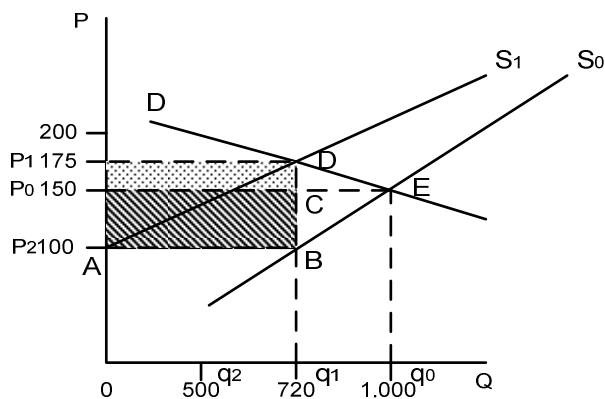


Слика 6. Јединична еластичност тражње

По цијени од 4 новчане јединице продаје се 2 јединице количина. Ако се цијене смање са 4 на 3, односно за 25% продајне количине ће се повећати са 2 на 2,5 што је повећање за 25%.

Да видимо разлику између еластичне и нееластичне тражње. Претпоставимо да је дошло до повећања пореза на производе различите еластичности.

а) еластична тражња



Слика 7. Повећање пореза код производа који имају еластичну тражњу

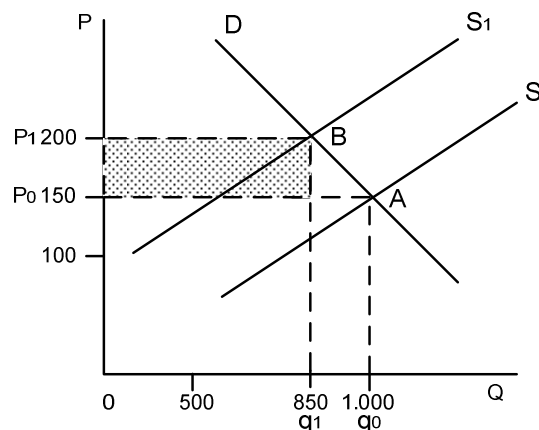
У почетку, по цијени од 150 продавано је 1.000 јединица производа. Након увођења пореза цијена је порасла са 150 на 175, односно за 16,67%. Због (пореског) поскупљења робе дошло је до смањења обима продаје, сада по вишој цијени, односно крива тражње се помјера у лијево. Продајна цијена се повећала са $P_0 = 150$ на $P_1 = 175$. Продајна количина се смањила са ранијих $Q = 1.000$ на садашњих $Q = 720$. Цијена је порасла за 16,67%, а продајне количине су се смањиле за 28%. Раније је остваривана продајна вриједност робе коју затвара површина OP_0EQ_0 , а која износи 150.000 ($Q_0 \times P_0$). Након поскупљења робе због увођења пореза, због

раста цијена и смањења продајних количина, дошло је до смањења обима промета. Сада је то површина OP_1DQ_1 са вриједности од 126.000 ($P_1 \times Q_1$). Дошло је до расподеле пореског терета између предузећа и потрошача. Цијена без пореза, што се односи на набавну цијену предузећа је 100, а његова продајна цијена је 150.

Купац купује робу по новој повишеној цијени од 175.

Укупно пореско оптерећење износи 54.000 ($36.000 + 18.000$) од чега предузећа плаћа 36.000 или 66,7%, а купац 18.000 или 33,3%. Видљиво је да код еластичне тражње продавац не успијева да значајнији износ пореза преноси на купца, него је приморан да већи дио преузме на себе. Разлог је једноставан. Висока еластичност је показатељ малог значаја односног производа за живот људи, односно он у укупној потрошњи учествује са скромним износом. Ако би дошло до значајнијег пораста цијена, купци би масовније одустали од куповина. Због тога се продавац одлучио да минимално повећа цијену, како би у што већем броју задржао раније купце, преузимајући значајнији дио пореског терета на себе.

Сасвим је друкчије код нееластичне тражње.



Слика 8. Повећање пореза код производа који имају нееластичну тражњу

Прије увођења додатног пореза тржишна равнотежа се остваривала у тачки А са равнотежном цијеном од $P_0 = 150$ и равнотежном количином од 1.000 јединица. Након увођења додатног пореза обим промета се повећава, са ранијих 150.000 ($q_0 \times P_0$) на садашњих 170.000 ($q_1 \times P_1$). Разлог је вјероватно у чињеници што се ради о животној намирници високог значаја (хљеб, месо, млијеко). Повећање цијене доводи до ограниченог смањења количина уз значајно повећање цијена и вриједности промета. Цијене су порасле за 33,3% (са 150 на 200), а продајне количине су се смањиле за 15% (са 1.000 на 850). Расподела пореског терета овдје је сасвим друкчија од ранијег случаја повећања пореза код производа еластичне тражње. Главни дио пореског

терета (71%) овдје се преваљује на купце путем повећања цијена, док се знатно мањи дио повећања односи на продавце (29%). Укупан порески терет (59.500) овдје је већи за 5.500, односно за 10% у односу на ранији случај еластичне тражње. Расподјела пореског терета је остварена на сљедећи начин. Када би продавци одлучили да не преузму дио терета на себе, него да га у цјелини превале на купце, тада би продавали робу по 150 НЈ, те уз продате количине од 850 остваривали би вриједност од 127.500. Укупан износ пореског терета од 59.500, који би се у цјелини превалио на купце увећао би укупну продајну вриједност са 170.000 на 187.000. Цијена би се повећала са садашњих 200 на 220. Продавци (произвођачи) одлучују да дио пореског терета преузму, а да други (већи) дио превале на купце. По ранијој продајној цијени од 150, уз нове продате количине од 850, остварили би вриједност продаје од 127.500. Како су одлучили да преузму дио пореског терета њихова цијена без пореза је 130, што даје продајну вриједност од 110.500.

Код купаца порески рачун је сљедећи. Прије увођења додатног пореза цијена са порезом је била 150. По тој цијени уз нове продајне количине од 850 остваривала би се вриједност продаје од 127.500. Након увођења додатног пореза цијена се увећава на 200 што даје нову продајну вриједност од 170.000.

Уколико нам је позната цјеновна еластичност неког производа могуће је да предвидимо промјене и цијена и количина у понуди тог производа.

Ц. Доходна еластичност тражње

Овдје се испитују утицаји промјене дохотка на промјене у тражњи. Осјетљивост тражене количине неке робе на промјене дохотка назива се доходна еластичност тражње, а мјери се коефицијентом доходне еластичности тражње, који изражава однос сразмјерних промјена тражене количине неке робе према сразмјерним промјенама дохотка.⁸³ Ако цијене остају непромијењене, тражња реагује на промјену висине дохотка домаћинстава. Колико је јака ова реакција мјери коефицијент доходне еластичности тражње⁸⁴:

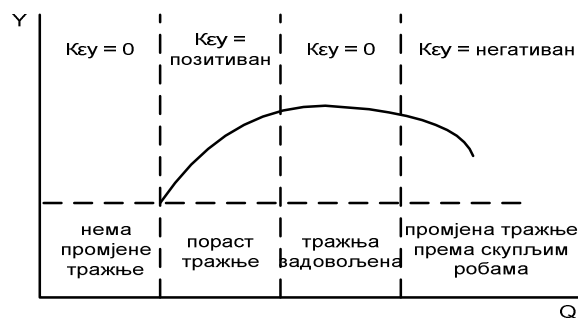
$$E_y = \frac{\text{процентна промјена количине робе}}{\text{процентна промјена дохотка}}$$

$$E_y = \frac{\% \Delta Q}{\% \Delta J}$$

У зависности од интензитета и правца дјеловања промјене дохотка на промјене тражених количина доходна еластичност може да буде *позитивна* у оквиру које се разликује:

- еластична
- нееластична
- пропорционална
- потпуно нееластична и
- негативна доходна еластичност.

Позитивна еластичност дохотка произлази из једноставне чињенице да раст дохотка омогућава раст обима куповина. У случају да тражња за одређеним добром (робом) расте брже од прираста дохотка ради се о еластичној тражњи ($E_y > 1$). Ако дохотци порасту за 10%, а тражња за аутомобилима порасте за 15% ради се о еластичној тражњи на доходак. Обрнут је случај код $E_y < 1$. Овдје се на јединицу промјене дохотка догађа умањена промјена продатих количина (тражње). На пораст дохотка од 10% догађа се пораст тражње за одређеном робом за 7%. У случајевима када пораст или пад дохотка изазива сразмјеран пораст или пад тражње за одређеном робом, ради се о пропорционалној еластичности на доходак. Ако доходак порасте или падне за 10% порашће и опасти тражња за одређеном робом за 10%. Потпуна нееластичност $E_y = 0$ је случај када се тражња за одређеним производом не мијења ако доходак падне или порасте. Негативна еластичност тражње на доходак је случај са инфериорним робама. Са растом дохотка опада тражња за инфериорним робама. Тражња се од инфериорних, мање вриједних роба, помјера према супериорним, вреднијим робама (са кромпира на месо, са јефтиније на скупљу кафу, умјесто куповина на „бувљаку“ куповина у робној кући).



Слика 9. Доходна еластичност тражње

ЗАКЉУЧАК

Из свега овога може се закључити да функција тражње увијек мора имати негативан нагиб, односно да се додатна количина неког добра може реализовати на тржишту, само ако се продајне цијене смање. Овим путем закључујемо да је еластичност тражње јачина реакција тражене количине неког добра на промјене цијене тог добра, уз услов да су остале ствари једнаке. Сви напријед наведени фактори указују нам на све елементе који утичу на формирање цијена, међузависности цијена и потражње одређених количина. Знамо за примјер шта се дешава када држава опорезује примарна

⁸³ Максимовић, С. *Микроекономија*, Београд 2006. године, стр. 99

⁸⁴ Милојевић, А.: *Основи економије*, Српско Сарајево, 2002. године, стр. 90

добра. Са једне стране то јој гарантује веће приливе средстава, јер не постоји могућност заобилажења оних производа који су поскупили, са друге стране то поскупљење највише погађа оне са дегресивим дохотком, којих је у овој земљи сигурно највише. Наравно треба нагласити добра за која је највећим дијелом потражња нееластична. Значи, без обзира да ли се цијене повећавају, домаћинства морају куповати примарна добра као што су: хљеб, со, месо, струја, итд. Поштујући како то раде развијене земље које су увеле ПДВ, али чињеница је да у тим државама број становништва погођених тим порезом је 5%, док у БиХ тај број је око 65% становништва. Са друге стране у високо развијеним земљама ситуација је обрнута. Код њих су луксузна добра високо опорезована, док су примарна добра јефтина и опште приступачна. То је разумљиво јер се примарне потребе морају задовољити, а онај ко нема средства не може себи та добра ни приуштити. Цјеновна еластичност тражње мјери осјетљивост тражене количине на промјене цијена и као таква обично има негативну вриједност, због чињенице да раст цијена има за последицу смањење тражње. Међутим било како било, сви ови показатељи указују на сложеност тематике, што са друге стране ствара потребу укључивања највећих експерата из области како економске теорије, тако и међународне теорије при доношењу важнијих макроекономских одлука. Наравно, то се односи и на индивидуалне произвођаче и понуђаче, и они би требало да укључују експерте из наведених области приликом формирања цијена новом или већ постојећем производу. Игнорисање ове констатације може довести до хаотичних одлука које могу имати негативне реперкусије на комплетну националну економију и на пословање привредних субјеката.

ЛИТЕРАТУРА

- [1] Јозо Бакалар, МИКРОЕКОНОМИЈА, Свеучилиште у Мостару, 1998.
- [2] David Begs, ECONOMICS, McGraw - Hill Book Company, London, 1994.
- [3] Karl. E. Case, ECONOMICS, Prentice Hall, London, 1999.
- [4] Alan Dillingham, ECONOMICS, A. Division of Simon and Schuster, Massachusetts, 1992.
- [5] Драгољуб Драгишић, ПОЛИТИЧКА ЕКОНОМИЈА, Економски факултет, Београд, 2000.
- [6] Бранко Ђерић, ТЕОРИЈА И ПОЛИТИКА ПРИВРЕДНОГ РАЗВОЈА, Савремена администрација, Београд, 1997.
- [7] Robinson Eatwell, UVOD U SUVREMENU EKONOMIJU, Centar za kulturnu djelatnost, Zagreb, 1981.
- [8] Бајро Голић, ОСНОВЕ ЕКОНОМИЈЕ, Правни факултет, Сарајево, 1996.
- [9] Jack Harvey, ECONOMICS, Macmillan, Hampshire, 1994.
- [10] David Hymen, ECONOMICS, Irwin Book Company, Chicago, 1997.
- [11] Philip Havdwick, AN INTRODUCTION TO MODERN ECONOMICS, Longman, London, 1994.
- [12] Младен Иванић, ПРИНЦИПИ ЕКОНОМИЈЕ, Економски факултет, Бања Лука, 1999.
- [13] Stephan Ison, ECONOMICS, Pitman Publishing, London, 1993.
- [14] Владан Јовашевић, ПРОБЛЕМИ И КОНТРОВЕРЗЕ ТРЖИШНЕ ЕКОНОМИЈЕ, Институт за спољну трговину, Београд, 1994.
- [15] А. Koutsoyiannis, МОДЕРНА МИКРОЕКОНОМИКА, Мате, Загреб, 1996.
- [16] Мирољуб Лабус, ОСНОВИ ЕКОНОМИЈЕ, Југословенска књига, Београд, 1997.
- [17] Слободан Максимовић, МИКРОЕКОНОМИЈА, Цоуссо, Београд, 2002.
- [18] Слободан Максимовић, ОСНОВНЕ КАРАКТЕРИСТИКЕ ФУНКЦИОНИСАЊА И ПРАВЦИ ДОГРАДЊЕ СИСТЕМА ЦИЈЕНА, Привредне новине, Библиотека стручних издања, књига 3, Сарајево, 1975.
- [19] Слободан Максимовић, КРИТЕРИЈУМИ СИСТЕМА ЦИЈЕНА, Савремена администрација, Београд, 1982.
- [20] Слободан Максимовић, МИКРОЕКОНОМИЈА, Кућа штампе, Земун-Београд, 2006.
- [21] Campbell McConnell, СУВРЕМЕНА ЕКОНОМИЈА РАДА, Мате, Загреб, 1994.
- [22] Божидар Миленовић, ЕКОЛОШКА ЕКОНОМИЈА, Факултет заштите на раду, Ниш, 1999.
- [23] Alfred Marshall, НАЧЕЛА ЕКОНОМИЈЕ, Цекаде, Загреб, 1987.
- [24] Radovan Pejanović, OSNOVI EKONOMIJE, Dnevnik, Novi Sad, 2000.
- [25] Лазар Пејић, Миомир Јашић, ПРИНЦИПИ ЕКОНОМИЈЕ, Економски факултет, Београд, 1993.
- [26] Лазар Пејић, Миомир Јашић, ДОКТРИНЕ ВЕЛИКИХ ЕКОНОМИСТА, Економски факултет, Београд, 1994.
- [27] Paul Samuelson, ЕКОНОМИЈА, Мате, Загреб, 1992.
- [28] Adam Smith, ИСТРАЖИВАЊЕ ПРИРОДЕ И УЗРОКА БОГАТСТВА НАРОДА, Global Book, Нови Сад, 1999.
- [29] George Soros, КРИЗА ГЛОБАЛНОГ КАПИТАЛИЗМА, Rabie, Сарајево, 1999.
- [30] Horst Siebert, EINFUHRUNG IN DIE VOLKSWIRTSCHAFTS- LEHRE, Kohlhammer, Stuttgart, 1996.
- [31] Horst Seidel, GRUNDLAGEN DER VOLKSWIRTSCHAFTS- LEHRE, Maks Gehlen, Bad Hamburg von der Hohe, 1996.
- [32] John Sloman, ECONOMICS, Prentice Hall, London, 1995.
- [33] Тихомир Шуваков, ЕКОНОМИЈА, Технолошки факултет, Нови Сад 1999.
- [34] Вујо Вукмирица, ЕКОНОМИКА И ДРЖАВНИ МЕНАџМЕНТ, Завод за уџбенике и наставна средства, Београд, 1996.
- [35] Artur Woll, ALLGEMEINE VOLKSWIRTSCHAFTSLEHRE, Franz Vahlen, Munchen, 1996.

EVROPSKE INTEGRACIJE: EU FONDOVI, EKONOMSKE IMPLIKACIJE I IZAZOVI

EUROPEAN INTEGRATION: EU FUNDS, ECONOMIC IMPLICATIONS AND CHALLENGES

Mr Vesna Petrović, viši asistent, Fakultet poslovne ekonomije, Bijeljina, BiH

Rezime: Ovaj rad se bavi procesom evropskih integracija i ekonomskih implikacija i izazova za Bosnu i Hercegovinu (BiH) na putu ka Evropskoj uniji. Glavni fokus će biti stavljen na analizu raznovrsnih modaliteta EU fondova koji su usmjereni ka različitim sektorima BiH ekonomije i njihovim efektima do danas. Pomoć EU za BiH u oblasti ekonomskog razvoja obuhvata širok spektar aktivnosti, neke od njih su usmjerene na trgovinu, korporativno upravljanje, infrastrukturu, regionalni ekonomski razvoj i mnoge druge oblasti. Cilj ovog rada je da se kritički procjene dosadašnja postignuća uložених sredstava EU, ali i da se promovise značaj sadašnjih i predstojećih EU fondova među korisnicima iz BiH. Ovi fondovi treba da poboljšaju kapacitete BiH ekonomije i njenih institucija omogućavajući im da što lakše prođu kroz proces stabilizacije i pridruživanja EU. Do sada najvažniji instrumenti podrške EU su bili CARDS i IPA. Usljed veoma širokog angažmana EU u BiH ovaj rad će se fokusirati na podršku EU sljedećim oblastima: trgovinu, jedinstven ekonomski prostor, fiskalna politika i unutrašnje tržište. Međutim, dosadašnja iskustva pokazuju da će proces pridruživanja BiH ka EU biti veoma zahtjevan i dugotrajan. U zaključku, iznosi se stav da suština uspješne EU integracije BiH se zasniva na izgradnji kapaciteta domaćih institucija, kako javnog tako i privatnog sektora, a sve s ciljom omogućavanja efikasne upotrebe fondova EU. S druge strane, korisnici fondova EU iz BiH treba da budu proaktivniji, sposobniji i odgovorniji, a isto se može reći i za drugu stranu, tj. evropske zvaničnike, koji moraju biti transparentniji i fleksibilniji u odnosu sa BiH okruženjem koje je puno izazova.

Ključne riječi: proces stabilizacije i pridruživanja, EU fondovi, ekonomski efekti.

Abstract: This paper deals with the process of European Integrations and its economic implications and challenges for Bosnia and Herzegovina (BiH) on the road to European Union. Main focus will be placed on the analysis of the various modalities of EU funds that have been channelled towards different sectors of BiH economy and their effects to date. EU assistance to BiH in the area of economic development encompasses

a vast spectre of activities, and some of them are directed towards trade, corporate governance, infrastructure, regional economic development, and many other. The aim of this article is to critically assess the achievements of EU assistance until now, but also to promote awareness of BiH stakeholders about the current and upcoming funds. These funds should improve capacities of BiH economy and institutions enabling them to go through stabilisation and association process as smoothly as possible. The most important instruments of EU assistance so far have been CARDS and IPA. Due to extremely wide area of EU engagement in BiH, this article will focus on assistance related to trade, single economic space, fiscal policy and internal market. However, the evidence so far has shown that the process of association of BiH to EU will be hugely demanding and time-consuming. In conclusion, it will be stated that the essence of successful EU integration of BiH lies in capacity building of domestic institutions, both in public and private sector, in order to be able to effectively use EU funds. On the other hand, as BiH stakeholders should be more proactive, capable and responsible, the same could be stated for the other side, i.e. EU officials, which need to be more transparent and flexible in dealing with challenging BiH environment.

Key words: stabilisation and association process, EU funds, economic effects

1. TEORIJSKE OSNOVE EU INTEGRACIJA

Talasi proširenja Evropske unije imaju veliki značaj za pojedinačne države jer tzv. EU faktor može ubijediti investiture širom svijeta da iskoriste prednosti koje nude regije koje su potencijalne buduće članice EU, pa samim tim prilike koje se ukazuju čine da je uloga EU veoma značajna. Otvorenost i konkurentnost mogu transformisati region u magnet za strane investicije (Sergi & Qerimi, 2008:44) i transfer opredmećene i neopredmećene tehnologije i znanja (know-how). Ipak, ključni faktor uspjeha za ekonomski oporavak je makroekonomska i politička stabilnost i za pojedinačne zemlje i za šire regije, nakon privatizacije velikih preduzeća i stvaranja dobrih uslova za poslovanje malih i srednjih preduzeća. Iskustva centralne Evrope su, takođe, pokazala da prospekt obećane integracije u Evropsku uniju čini najmoćniji stimulus za ekonomske reforme, ali je za balkanske države dodatni problem brzina opipljivih znakova i koristi od pridruživanja, jer u suprotnom može doći do euroskepticizma. Pojedini autori predlažu i konkretne pravce djelovanja, kao što su uspostavljanje potpune carinske unije sa EU i potpuna „eurozacija” (Gros&Steinherr, 2004:317) tvrdeći da većina balkanskih država ima bolju osnovu za uspostavljanje funkcionalne tržišne ekonomije nego mnoge druge bivše socijalističke zemlje na početku devedesetih godina prošlog vijeka. Prednosti koje se

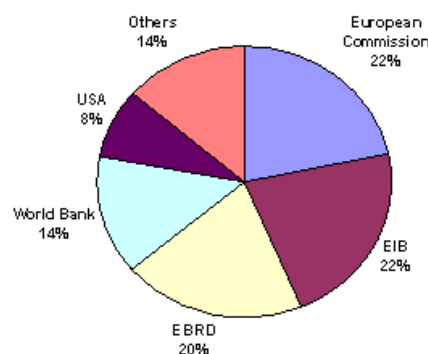
navode za zemlje bivše Jugoslavije u procesu pristupanja EU su nasleđeni jak administrativni aparat, istorijska otvorenost međunarodnoj trgovini, pravni okvir koji nije idealan, ali predstavlja dobar osnov za reforme i funkcionalno tržište. Drugi autori bave se pitanjem pomoći za tranziciju i da li je i koliko relevantna i u kojim oblicima. Postoje stanovišta da tranzicione zemlje koje postepeno postaju normalne tržišne ekonomije, ne trebaju pomoć, osim u nekim hitnim slučajevima, kao i da glavni dugoročni problem je obezbeđenje održivog rasta koji zahtjeva investicije, uglavnom u privatni sektor. Nadalje, stanovište većine je da se pomoć vezana za pristupanje EU poveže sa napretkom i usvajanjem politika vezanih za puno članstvo u EU, kao i da će ta pomoć smanjiti, odnosno potpuno učiniti suvišnom ostale oblike finansijske podrške (Lavigne, 1999:251). S druge strane, neki autori smatraju da je zapadni Balkan u procesu pridruživanja EU kroz različite sporazumne odnose, a pogotovo da za BiH Sporazum o stabilizaciji i pridruživanju ne predstavlja lijek za sve strukturne probleme, nego samo neophodan pokretač da bi se izašlo iz potpunog zastoja. Isto tako SAA sam po sebi je nedovoljan način za približavanje veoma polarizovanih stavova i rješavanje brojnih strukturnih problema (Joseph & Hitchner, 2009).

2. PODRŠKA EU ZA EKONOMSKI RAZVOJ I SSP⁸⁵

Podrška Evropske unije (EU) Bosni i Hercegovini (BiH) u osnovi se sastoji u obezbeđenju pomoći održivom ekonomskom razvoju i pripremi BiH za integrisanje u EU. U skladu sa principima funkcionisanja EU na teritoriji zapadnog Balkana osnovni cilj ekonomske podrške je promocija nastanka aktivnog privatnog sektora i pružanje pomoći pri kreiranju zakonskog okvira koji će biti u skladu sa pravilima jedinstvenog tržišta EU. Napredak u ovim ključnim oblastima ekonomije ima direktan uticaj na životni standard cjelokupne populacije. Početna sredstva za ekonomsku regeneraciju BiH datiraju još od 1997. godine kada je EU prvi put alocirala sredstva u Evropski fond za Bosnu i Hercegovinu (EFBH), koja su omogućila da lokalne banke prošire ponudu dugoročnih kredita za preduzetnike. Od tada je ukupno 66 miliona evra bilo dostupno putem ovakvog finansijskog instrumenta, koji pomaže u osnivanju malih i srednjih preduzeća (MSP) i jačanju bankarskog sektora. EU je, takođe, osigurala 120 miliona evra za makrofinansijsku podršku kroz bespovratna sredstva i kredite kako bi podržala platni bilans BiH.

Kada se posmatraju sredstva EU, odnosno Evropske Komisije za zemlje kandidate i potencijalne kandidate u periodu od 2006. do 2010. godine, vidi se na Evropska Komisija učestvuje sa 22%, Evropska investiciona banka, takođe, 22%, Evropska banka za obnovu i razvoj 20%, Svjetska banka 14%, SAD 8% i svi ostali sa 14%. Prikaz je predstavljen na Grafikonu u 1.

Grafikon 1: Davaoci donacija i kredita 2006-2008



Izvor: EC-WB joint office, *Donor Commitments to Candidate and Potential Candidate Countries, Past and Prospects* (2008)

Najvažniji ugovorni odnos između EU i BiH je Sporazum o stabilizaciji i pridruživanju (SSP) koji je potpisan u Luxembourgu 16. juna 2008. Istog tog dana Savjet je zaključio Privremeni sporazum (PS) o trgovini i pitanjima vezanim za trgovinu između Evropske zajednice i BiH, kojim se omogućava rano stupanje na snagu odredbi SSP-a koje se odnose na trgovinu i pitanja vezana za trgovinu.

A. Trgovina

Po podacima EU uloženo je gotovo 3 miliona evra u svrhu stimulisanje sektora trgovine u BiH. Smatra se da je unaprjeđenje trgovine – kako izvoza tako i stranih ulaganja – neophodan preduslov za održivi razvoj i ekonomski rast. Kako trgovina raste, pojedinci ostvaruju korist od većeg izbora i broja mogućnosti. EU podržava povećanje izvoza iz BiH pružajući pomoć za osnivanje Agencije za promociju izvoza i Savjeta za izvoz, koje okuplja javni i privatni sektor te pruža pomoć preduzećima da unaprijede svoje izvozne kapacitete. EU je, takođe, pomogla BiH da razvije svoje institucionalne kapacitete – posebno unutar Ministarstva spoljne trgovine i ekonomskih odnosa – u formulisanoj i primjeni opsežne trgovačke politike koja ojačava regulacioni okvir za trgovinu. Ova podrška je, takođe, pomogla Ministarstvu da pripremi i vodi bilateralne i multilateralne progovore kao što su oni sa Svjetskom trgovinskom organizacijom (WTO), potom Sporazum o slobodnoj trgovini u Centralnoj Evropi (CEFTA) i pregovori o SSP. Povećavanje direktnih, stranih ulaganja je važno jer omogućava preduzećima da privuku strane investitore. EU je, zato, u proteklih šest godina, podržala rad Agencije za promociju stranih ulaganja (FIPA).

Trgovinska politika u Bosni i Hercegovini bazira se na tri stuba: primjena CEFTA sporazuma kao uspješnog modela regionalne ekonomske i trgovinske integracije; primjena Sporazuma o stabilizaciji i pridruživanju, ugovornog sporazuma između BiH i EU i ključnog

⁸⁵ <http://www.delbih.ec.europa.eu>

aspekta integracija BiH u Evropsku uniju i priključenju Svjetskoj trgovinskoj organizaciji (STO) kao integraciji u svjetski trgovinski sistem.

Tri stuba politike podsticaj su za poboljšano regulatorno i institucionalno okruženje kojim bi se privukle privatne investicije i time doprinijelo otvaranju novih radnih mjesta i ekonomskom rastu. Stubovi podrazumijevaju više trgovine i ekonomskih mogućnosti, stabilnije i predvidljivije okruženje za investicije što znači više stranih investicija i novih radnih mjesta. Oni predstavljaju sidro strukturalnih reformi koje će unaprijediti ekonomska postignuća i dovesti do boljeg životnog standarda za sve.

Izrađeni Akcioni plan za priključenje BiH Svjetskoj trgovinskoj organizaciji koristi se za praćenje primjene predviđenih aktivnosti i planiranje budućih aktivnosti vezanih za usklađivanje zakonodavstva. Akcioni plan se kontinuirano ažurira u skladu sa napretkom koji je postignut u procesu priključenja i u skladu sa zahtjevima budućeg članstva. Takođe, izrađen je Akcioni plan za provedbu CEFTA-e i koristi se za praćenje primjene predviđenih aktivnosti.

EU je pružila podršku BiH u razvoju institucionalnih kapaciteta – posebno Ministarstvu spoljne trgovine i ekonomskih odnosa (MSTEO) – u formulisanju i primjeni sveobuhvatne trgovinske politike i jačanju regulacionog okvira za trgovinu. Podrškom se takođe pomoglo MSTEO da pripremi i provede bilateralne i multilateralne pregovore, kao dio pregovora za STO, SSP i CEFTA-u. Također je obezbijedena podrška MSTEO u podizanju svijesti među ekonomskim faktorima, javnosti i medijima, o ishodima pregovora raznih sporazuma. Nedavno realizovani projekat savjetodavne podrške kojeg je finansirala EU je procijenio regulacione ishode CEFTA-e, SSP i STO na spoljnotrgovinsku politiku BiH. Izmijenjeni su podzakonski akti koji se tiču primjene Zakona o spoljnotrgovinskoj politici. Izrađen je i ustupljen model trgovine, a organizovana je i obuka za nadležno osoblje kako bi se osiguralo da se model efikasno i iskoristi. EU je ukupno uložila oko 3.2 miliona evra u razvoj trgovine.

B. Jedinstveni ekonomski prostor

Do danas je kreiranje jedinstvenog ekonomskog prostora podržano sa 3,8 miliona evra. Na osnovu SSP BiH ima obavezu da uspostavi svoje jedinstveno tržište, koje se naziva jedinstveni ekonomski prostor, a koji korespondira unutrašnjem tržištu EU. Jedinstveni ekonomski prostor je geografsko područje na kojem unutrašnje granice ne predstavljaju prepreku za ekonomske aktivnosti. EU smatra da osnivanje jedinstvenog ekonomskog prostora unutar BiH ključno je za ekonomsku obnovu, upostavljanje slobodnog tržišta i za privlačenje neophodnih stranih ulaganja. Sarađujući sa partnerima iz državne i entitetskih vlada, podrška EU predstavljala je značajan doprinos

rješavanju ovog problema razvijajući novi sistem tehničke regulative koji uređuje pitanja sigurnosti industrijskih proizvoda i hrane. Prednosti sistema uključuju ispunjavanje zahtjeva SSP, približavanje zahtjevima Acquis Communautaire-a, te zahtjevima regulative STO, koje priznaju kao jedine legitimne prepreke slobodnoj trgovini pitanja koja se tiču zdravlja i sigurnosti kao i zaštite životne sredine.

C. Fiskalna politika i carine

Unaprijeđenje makroekonomskog i poreskog menadžmenta u BiH ključno je da bi se poslala poruka mogućim investitorima da je zemlja sposobna da održava uspješnu, koherentnu i stabilnu ekonomsku politiku. Kako bi se ovo ostvarilo, EU pruža podršku Jedinici za makroekonomsku analizu u okviru Upravnog odbora Uprave za indirektno oporezivanje. Mali tehnički kapaciteti u Savjetu ministara BiH da dizajnira i implementira Strategiju sveobuhvatnih ekonomskih reformi doveli su do usporavanja utvrđivanja politike u ovoj oblasti, stoga je EU podržala uspostavljanje i razvoj Jedinice za ekonomsko planiranje kako bi osigurala savjete i strateške upute za Savjet ministara, te je osigurala savjetodavnu podršku za osoblje ove Jedinice i tehničku opremu u vrijednosti od 1,7 milion evra. Twinning projekat, također, pomaže vlastima da formulišu i provedu makroekonomsku i fiskalnu politiku kroz osiguravanje statističkih podataka za cijelu zemlju. Ovo će unaprijediti prikupljanje podataka i harmonizaciju statističkih metoda, te razmjenu informacija između tri statistička instituta, a sve to u skladu sa EU standardima.

D. Unutrašnje tržište

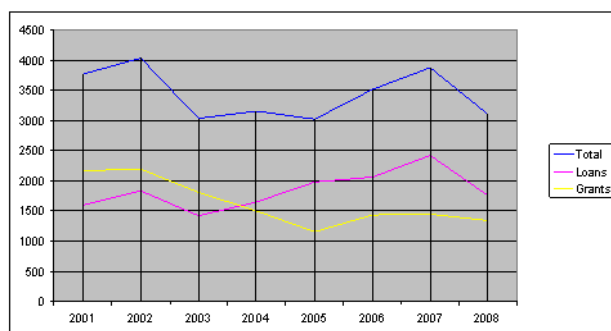
Državna pomoć se odnosi na podsticaje, smanjenje poreza i druge koncesije koje nudi vlada kada je riječ o trgovini i konkurenciji, i ekstremnim slučajevima koji mogu imati negativan uticaj ili koji mogu dovesti do kršenja zakona EU-a. Trenutno se obavlja inventura državne pomoći u BiH uz podršku EU-a, a očekuje se i da će uskoro biti oformljena Radna grupa koja bi trebala napraviti Nacrt zakona o državnoj pomoći. Odgovarajuće funkcionisanje Vijeća za konkurenciju uticati će na unaprijeđenje trgovine i ulaganja u BiH. Pomoć je već rezultirala u 2005. godini usvajanjem Zakona o konkurenciji u BiH i osnivanjem Vijeća za konkurenciju. Trenutna podrška je usmjerena na savjetodavnu pomoć za osoblje Vijeća. EU je obezbijedila podršku izradi nacрта državnih i entitetskih zakona koji omogućavaju razvoj jedinstvenog ekonomskog prostora u BiH za sektor osiguranja. Saradnja između entitetskih službi za nadgledanje sektora osiguranja ozvaničena je Memorandumom o razumijevanju i ustanovljena je nova Državna služba za osiguranje.

U zaključku ovog poglavlja se može reći da su po podacima Direkcije za evropske integracije BiH i Delagacije Evropske komisije u BiH uložena značajna sredstva i to recimo u navedene sektore trgovine 3

miliona evra i podršku jedinstvenom ekonomskom prostoru 3,8 miliona evra. Većina sredstva je iskroštena za podršku i razvoj ključnih institucija u tim oblastima, kao i kreiranje regulativnog i noramtivno-pravnog okvira. Takođe, na različite oblike twining projekata sa sličnim institucijama i iskustvima iz zemalja EU usmjerena su značajna sredstva. Poseban značaj je dat izgradnji kapaciteta Jedinice za ekonomsko planiranje po okriljem Savjeta Ministara, pa je na obuke, opremu i različite oblike savjetovanja izdvojeno blizu 2 miliona evra.

Interesantan je i prikaz na sledećem grafikonu po kome se prati trend značajnih oscilacija u sredstvima EU, posebno je uočljiv značajan pad donatorskih sredstava, a blagi rast kredita iz različitih EU institucija, s tim da je u po pitanju tog oblika sredstava došlo do smanjenja nakon 2007. godine.

Grafikon 2: Oblici sredstava – ukupno, krediti i donacije



Izvor: EC-WB joint office, *Donor Commitments to Candidate and Potential Candidate Countries, Past and Prospects* (2008)

3. CARDS – POMOĆ ZAJEDNICE ZA OBNOVU, RAZVOJ I STABILIZACIJU

Od 1991. godine, Evropska unija je dodijelila, kroz razne programe pomoći, 6,8 milijardi eura zapadne Balkanu. U 2000. pomoć regiji bila je pružena putem novoga programa nazvanog CARDS (Pomoć Zajednice za obnovu, razvoj i stabilizaciju).⁸⁶ Osnovni cilj programa je pomoć zemaljama zapadnoga Balkana (Albanija, Bosna i Hercegovina, Hrvatska, Srbija i Crna Gora, uključujući Kosovo, u okviru UN-ove Odluke Savjeta bezbjednosti 1244 od 10. juna 1999., i Bivše Jugoslovenske Republike Makedonije) Procesu stabilizacije i pridruživanja EU. Proces stabilizacije i pridruživanja predstavlja kamen temeljac politike Evropske unije prema regiji. Kroz taj proces promoviše se stabilnost unutar regije i istovremeno olakšava povezanost s Evropskom unijom. Ključan element PSP-a, za zemlje koje su napravile znatan napredak u pogledu političkih i privrednih reformi i

administrativnoga kapaciteta, je formalni ugovorni odnos s EU-om u obliku Sporazuma o stabilizaciji i pridruživanju. PSP je osmišljen kako bi pomogao svakoj zemlji da napreduje ka evropskim integracijama u skladu sa svojim mogućnostima.

Kroz ovaj program, regiji je pruženo 4,6 milijardi eura u razdoblju od 2000. do 2006. godine za ulaganje, izgradnju institucija i druge mjere za postizanje četiri glavna cilja:

1. rekonstrukcija, demokratska stabilnost, pomirenje i povratak izbjeglica;
2. institucionalni i zakonodavni razvoj, uključujući usklađivanje s normama i pristupima Evropske unije, kako bi se podržala demokratija i vladavina prava, ljudska prava, civilno društvo i medije, te privrede i slobodno tržište;
3. održivi ekonomski i socijalni razvoj, uključujući strukturnu reformu, te
4. promovisanje bližih odnosa i regionalne saradnje između država članica EU-a i država kandidata srednje Evrope.

4. IPA – INSTRUMENT ZA PREDPRISTUPNE PODRŠKU

Tokom vremena, EU je razvila širok spektar spoljnjih programa pomoći što je dovelo do uspostavljanja više od 30 različitih pravnih instrumenata. Potreba da se olakša koherentnost i da se unaprijedi dosljednost u djelovanju Unije, kao i da se postignu bolji rezultati i veći uticaj sa dostupnim sredstvima dovelo je do toga da Komisija predloži pojednostavljen okvir za spoljna djelovanja tokom perioda 2007-2013. Nova (i malobrojnija) sredstva za spoljne odnose su stoga napravljena tako da prije svega regulišu saradnju EU sa zemljama u razvoju i industrijalizovanim zemljama, zatim politiku EU prema susjednim zemljama, proširenje i druge posebne teme. Među novim predloženim pravnim osnovama, Komisija je Evropskom parlamentu i Vijeću predstavila Instrument za pretpristupnu podršku - IPA⁸⁷.

Na raskršću između spoljne pomoći i unutrašnje politike, IPA ima za cilj da pruži potrebnu podršku zemljama koje su kandidati i potencijalni kandidati za članstvo u EU. IPA zamjenjuje pet ranijih instrumenata za pretpristupnu podršku, PHARE, ISPA, SAPARD, instrument za Tursku i CARDS, i na ovaj način ujedinjuje pretpristupnu podršku pod jedinstvenu pravnu osnovu. IPA je napravljena tako da se bolje prilagodi različitim ciljevima i napretku svakog korisnika, kako bi omogućila ciljanu i djelotvornu podršku u skladu sa njihovim potrebama i razvojem. IPA ima namjenu da se učvrste demokratske institucije i vladavina prava, reformiše javna uprava, provedu ekonomske reforme, promoviše poštovanje kako ljudskih tako i manjinskih prava kao i jednakost

⁸⁶ CARDS je usvojen Propisom Vijeća (EZ) 2666/2000 od 5. decembra 2000. godine.

⁸⁷ Propis Vijeća EU broj 1085/2006 o uspostavljanju IPA fonda usvojen je 17. jula 2006. godine.

polova, da se podrži razvoj građanskog društva i unaprijedi regionalna saradnja, da se doprinese održivom razvoju kao i smanjenju siromaštva. Dodatni cilj za zemlje kandidate je potpuno usvajanje i provođenje svih zahtjeva za članstvo, dok će se od zemalja potencijalnih kandidata za članstvo tražiti djelimično ispunjenje ovih zahtjeva.

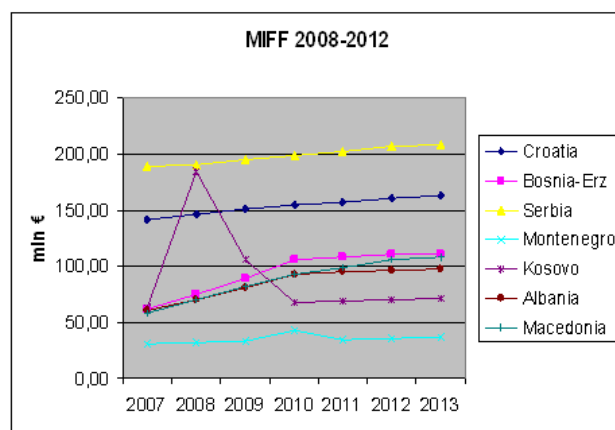
A. IPA komponente

Da bi se postigli ciljevi postavljeni za svaku zemlju na najdjelotvorniji način, IPA sadrži pet različitih komponenti:

1. Podrška u tranziciji i institucionalna izgradnja,
2. Regionalna i prekogranična saradnja,
3. Regionalni razvoj,
4. Razvoj ljudskih resursa,
5. Razvoj ruralnih područja.

Prve dvije komponente se odnose i na zemlje potencijalne kandidate i na zemlje kandidate, dok se tri posljednje odnose samo na zemlje kandidate. Kao rezultat, svi korisnici imaju pristup mjerama slične prirode sa prilagođenim upravljačkim zahtjevima naročito u skladu sa njihovom aktuelnom političkom, ekonomskom i administrativnom situacijom. U slučaju zemalja kandidata, mjere koje se odnose na regionalni i razvoj ljudskih resursa i ruralnih područja biće dostupne pod komponentama koje su priprema za provođenje EU kohezije i poljoprivredne politike poslije ulaska u Uniju. Za to je neophodno da zemlja ima administrativne kapacitete i strukture za preuzimanje odgovornosti za upravljanje podrškom. U slučaju zemalja potencijalnih kandidata, ovakve mjere ostaju u rukama Komisije i biće provedene kroz najvažniju komponentu ovog instrumenta, a to je „podrška u tranziciji i institucionalni razvoj“. Što se tiče raspoređivanja finansijskih sredstva, IPA će staviti na raspolaganje ukupnu sumu od 11.468 miliona evra (po trenutnim vrijednostima) za period 2007-2013. Svake godine, Komisija informiše Evropski parlament i Vijeće o svojim namjerama kako će rasporediti godišnji budžet. U tu svrhu, napravljen je trogodišnji finansijski okvir za svaku državu i komponentu. Jednom godišnje se vrši revizija finansijske konstrukcije i priključuje se godišnjem paketu za proširenje koji Komisija svake jeseni predstavlja Vijeću i Evropskom parlamentu. Provođenje programa podrške pod okriljem IPA instrumenta je osigurano kroz godišnje ili višegodišnje programe, kao što je utvrđeno u propisu Komisije o provođenju IPA instrumenta. Svi programi su konstruisani tako da prate višegodišnje indikativne planske dokumente, trogodišnji strateški dokument za svaku zemlju, u kome Komisija predstavlja glavna područja za intervenciju i osnovne prioritete.

Na grafikonu 3. vidi se alokacija IPA sredstava po zemljama regiona, s tim da Srbija i Hrvatska prednjače sa predviđenim iznosima, zatim BiH, Makedonija, Albanija i Kosovo imaju približno slične raspodjele sa određenim oscilacijama, dok Crna Gora dobija najmanji udio IPA-e.



Grafikon 3. Rastuće alokacije IPA sredstava po zemljama zapadnog Balkana

5. NAPREDAK BIH EKONOMIJE NA PUTU KA EU I BUDUĆI IZAZOVI

Metodološki okvir ovog rada zasniva se na specijalnim izvještajima Evropske komisije, posebno vezanim za ispunjavanje ekonomskih kriterija u procesu pridruživanja EU i dokumenata koji prezentuju realizaciju CARDS i IPA finansijskih instrumenata EU. U tom smislu važno je napomenuti da svake godine, od marta 2002, Evropska komisija redovno izvještava Vijeće i Evropski parlament o napretku koji zemlje regiona zapadnog Balkana postignu u primjeni prioriteta Evropskog Partnerstva. Po završetku pregleda napretka zemlje Evropska komisija podnosi izvještaj o postignutom napretku te identifikuje glavne izazove koje zemlje kandidati i potencijalni kandidati treba da rješavaju u toku sljedeće godine. Napredak se mjeri na osnovu donesenih odluka, usvojenih zakona i provedenih mjera. U pravilu, zakoni ili mjere koji su pripremljeni ili čekaju usvajanje u parlamentu nisu uzeti u obzir. Ovakav pristup osigurava jednak tretman u svim izvještajima i omogućava objektivnu procjenu. Opšta ocjena izvještaja Evropske komisije u toku prethodnih nekoliko godina je da je BiH postigla malo napretka u tim izvještajnim periodima. Smatra se da primjena reformi je spora, uglavnom zbog nedostatka konsenzusa i političke volje, ali i zbog kompleksne institucionalne organizacije zemlje. Usvojen je veoma ograničen broj zakona koji se tiču evropskih integracija.

A. Ključni nalazi Izvještaja EC o napretku Bosne i Hercegovine za 2010. godinu

Zaključci za 2010. godine ukazuju da je Bosna i Hercegovina je ostvarila umjeren ekonomski oporavak u 2010. nakon recesije iz 2009. Smatra se da je poravak je uglavnom rezultat spoljne potražnje, a nezaposlenost veoma visoka. Fiskalni položaj je značajno oslabio u 2009. kako su javne finansije pretrpjele ozbiljna opterećenja usljed smanjenja prihoda i velike potrošnje. Opredijeljenost za strukturne reforme i čvrste javne finansije i dalje nije ujednačena u cijeloj državi. Određene mjere fiskalne i strukturne reforme

provedene su pod pritiskom budžetskog debalansa i programa Međunarodnog monetarnog fonda. Nadalje, u vezi sa ekonomskim kriterijima Komisija izvještava da je Bosna i Hercegovina je postigla malo dodatnog napretka u uspostavljanju funkcionalne tržišne ekonomije. Ali smatra se da je realizacija stand-by aranžmana sa Međunarodnim monetarnim fondom je u velikoj mjeri zadovoljavajuća, kao i da je očuvana je finansijska i monetarna stabilnost. Aranžman Valutnog odbora i dalje uživa vrlo veliki kredibilitet. Konstatovano je da je vraćeno povjerenje u lokalne banke, a da su u toku 2010. godine domaćinstva preusmjerila svoju štednju u bankarski sektor. Industrijska proizvodnja je bila nešto povećana u prvoj polovini 2010. godine, uglavnom kao rezultat kretanja međunarodnih cijena, a inflacija je početkom 2010. godine vraćena na niske stope. Spoljni debalansi su smanjeni usljed rasta izvoza. Zabilježena su određena ograničena poboljšanja u poslovnom okruženju, posebno kada je riječ o registraciji preduzeća. Ipak, uočeno je da je fiskalni položaj Bosne i Hercegovine i dalje je bio težak, posebno u Federaciji BiH. Privrženost dogovorenim mjerama fiskalnog prilagođavanja i strukturnih reformi, te njihova realizacija, nije bila ujednačena u cijeloj zemlji. Kvalitet javnih finansija je ostao na niskom nivou, sa visokim udjelom tekućih izdataka u BDP-u. Napredak je bio skoro zanemarljiv u pogledu privatizacije, restrukturiranja javnih preduzeća i liberalizacije mrežnih industrija. Unapređenje infrastrukture je nastavljeno, ali sporo. Proizvodni kapaciteti i konkurentnost ekonomije su i dalje niski, budući da domaći izvori rasta nisu iskorišteni na odgovarajući način. Nedovoljna strukturna fleksibilnost, izražena kroz faktore kao što su visoke stope socijalnih doprinosa i niska pokretljivost radne snage i dalje su ometali otvaranje radnih mjesta i učešće na tržištu rada. Visoki i loše usmjereni socijalni transferi umanjuju spremnost na rad, dodatno naglašavajući potrebu za reformom sistema socijalnih beneficija. Neformalni sektor je predstavljao konstantan problem. Na poslovno okruženje utiču administrativna neefikasnost i slaba vladavina prava

B. Ključni nalazi Izvještaja EC o napretku Bosne i Hercegovine za 2011. godinu⁸⁸

Izvještaj o napretku Bosne i Hercegovine je dio Paketa proširenja iz 2011. godine, koji je Evropska komisija usvojila 12. oktobra. Zaključak izvještaja je da je ukupni tempo reformi bio vrlo ograničen. Postignuti su neki rezultati - liberalizacija viznog režima za putovanje u područje Šengena odobrena je za građane Bosne i Hercegovine koji posjeduju biometrijske pasoše. Kada je riječ o ekonomskim kriterijima smatra se da je Bosna i Hercegovina ostvarila mali napredak prema funkcionalnoj tržišnoj ekonomiji. Istaknuto je da

su neophodni značajni daljnji reformski naponi kako bi se omogućilo da zemlja može dugoročno da podnese konkurentni pritisak i tržišne snage unutar Unije. Ekonomija Bosne i Hercegovine je donekle napredovala u 2011. godini, ali oporavak je još uvijek na niskom nivou i uglavnom vođen spoljnom potražnjom. Nezaposlenost je i dalje na vrlo visokom nivou. Fiskalna situacija je donekle ublažena kao rezultat mjera fiskalnog prilagođavanja realizovanih u okviru programa Međunarodnog monetarnog fonda i povećanja prihoda. Međutim, srednjoročna fiskalna održivost je bila otežana. Predanost strukturnim reformama i racionalna javna potrošnja je i dalje bila slaba i neujednačena u zemlji, a kvalitet javnih finansija i dalje nizak. Uprkos nekim poboljšanjima, poslovno okruženje je i dalje bilo pod uticajem administrativne neefikasnosti i slabe vladavine prava. Planirana privatizacija, restrukturiranje javnih preduzeća i liberalizacija mrežnih industrija nisu pokazali napredak. I dalje su neophodni značajni naponi kako bi se postigao jedinstven ekonomski prostor.

C. Ključni nalazi Izvještaja EC o napretku Bosne i Hercegovine za 2012. godinu

Izvještaj o napretku za Bosni i Hercegovinu je dio paketa proširenja za 2012. godinu koji je usvojila Evropska komisija 10. oktobra. Komisija je zaključila da je Bosna i Hercegovina napravila ograničen napredak ka ispunjavanju političkih kriterija i kreiranja funkcionalnijih, više koordinisanih i održivih institucionalnih struktura. Potreba za djelotvornim mehanizmom koordinacije između različitih nivoa vlasti o pitanjima EU je i dalje od prioritetnog značaja, kao što je i ispunjavanje uslova za stupanje na snagu Sporazuma o stabilizaciji i pridruživanju i podnošenje kredibilnog zahtjeva za članstvo. U tom pogledu, poražavajuće je da su dosadašnji rezultati i dalje ispod očekivanih. Zajednička kancelarija specijalnog predstavnika EU i Delegacije EU u Bosni i Hercegovini preuzeli su inicijativu u brojnim područjima u cilju realizacije ciljeva programa EU i najavljen je nastavak pružanja jače podrške institucijama u zemlji.

U smislu ekonomskih kriterija Bosna i Hercegovina je postigla mali napredak na daljnjem uspostavljanju funkcionalne tržišne ekonomije. Neophodni su značajni dalji naponi na provođenju reformi kako bi se zemlja mogla dugoročno gledano nositi sa pritiskom konkurencije i snagama na tržištu Unije. Smatra se da je ekonomski oporavak Bosne i Hercegovine stagnirao tokom 2012. godine usljed pogoršane situacije na globalnom planu. Nezaposlenost je i dalje vrlo visoka. Došlo je do pomanjkanja konsenzusa o osnovnim pitanjima ekonomske i fiskalne politike što je otežalo napredak na provođenju reformi u zemlji. Novi 'Stand-by' aranžman sa Međunarodnim monetarnim fondom je usaglašen u septembru. Međutim, angažovanost na strukturnim reformama i valjanim javnim finansijama je i dalje slaba, a loš je i kvalitet javnih finansija.

⁸⁸ Izvod iz Koinikacije Evropske Komisije sa Evropskim Parlamentom i Vijećem - "Enlargement Strategy and Main Challenges 2011-2012", COM(2011)666 final

Poslovni ambijent još uvijek trpi zbog administrativne neefikasnosti, nesigurnosti izvršenja ugovora i slabe vladavine zakona. Planirana privatizacija, reorganizacija javnih preduzeća i liberalizacija mrežne industrije nisu se makli sa mrtve tačke već četvrtu godinu za redom. I dalje su neophodni znatni napor i kako bi se uspostavio jedinstven ekonomski prostor.

ZAKLJUČAK

Fondovi EU namjenjeni za oporavak BiH ekonomije obuhvataju širok spektar aktivnosti. Ta sredstva treba da poboljšaju kapacitete BiH ekonomije i njenih institucija omogućavajući im da što lakše prođu kroz process stabilizacije i pridruživanja EU. Do sada najvažniji instrumenti podrške EU su bili CARDS i IPA. Usljed veoma širokog angažmana EU u BiH ovaj rad je ukratko obradio pomoć EU usmjerenu na trgovinu, jedinstven ekonomski prostor, fiskalnu politiku i unutrašnje tržište. Međutim, bez obzira na značajna sredstva izdvojena za ove ekonomske oblasti dosadašnja iskustva pokazuju da će process pridruživanja BiH ka EU biti veoma zahtjevan i dugotrajan. Suština uspješne EU integracije BiH se zasniva na izgradnji kapaciteta domaćih institucija, kako javnog tako i privatnog sektora, a sve s ciljom omogućavanja efikasne upotrebe fondova EU. U finalnom dijelu ovog rada može se konstatovati da izvještaji Evropske komisije o napretku BiH tokom posljednje tri godine po ekonomskim pitanjima imaju sličnu sadržinu. EU namjenila i iskoristila značajna sredstva za oporavak ekonomije u BiH, ali je izazov je obračunati ukupne iznose različitih vrsta donacija i kredita, a još zahtjevnije izvući utemeljene zaključke o njihovoj svrsishodnoj upotrebi. Očigledno je da je za razvoj institucionalne strukture posebno državnog nivoa vlasti u BiH EU namjenila i realizovala prioriteta sredstva, ali je indikativno da se složena institucionalna struktura i nerazrađeni mehanizmi koordinacije između različitih nivoa vlasti po pitanju evro integracija i ekonomskih pitanja smatraju jednim od glavnih uzroka veoma ograničenog napretka upravo u datim oblastima. Stoga, očigledno je da korisnici fondova EU iz BiH treba da budu proaktivniji, sposobniji i odgovorniji, a isto se može reći i za drugu stranu, tj. evropske zvaničnike, koji moraju biti transparentniji i fleksibilniji u odnosu sa BiH okruženjem koje je puno izazova

LITERATURA

- [1] Gros D. & A. Steinherr (2004) *Economic transition in Central and Eastern Europe: Planting the Seeds*, Cambridge University Press, Cambridge
- [2] Gros D. & A. Steinherr (2004) *Economic transition in Central and Eastern Europe: Planting the Seeds*, Cambridge University Press, Cambridge
- [3] Joseph, E. & B. Hithner (2009) *making Bosnia Work: Why EU Accession is Not Enough*, US Institute of Peace
- [4] Lavigne, M. (1999) *The economics od transition: from socialist economy to market economy*, MacMillan Press Limited, UK
- [5] Sergi, B. S. & Q. Qerimi (2008) *The political economy of Southeast Europe from 1990 to the present: Challenges and Opportunities*, Continuum
- [6] <http://www.delbih.ec.europa.eu>
- [7] <http://www.balkananalysis.com/bosnia/2011/06/21/bosnia%E2%80%99s-vast-foreign-financial-assistance-re-examined-statistics-and-results/>
- [8] http://coleurop.academia.edu/DavideDenti/Talks/38111/EU_economic_reconstruction_and_aid_policy_for_the_Western_Balkans

KORPORATIVNO UPRAVLJANJE U FUNKCIJI POBOLJŠANJA POSLOVNOG REZULTATA PREDUZEĆA

CORPORATE GOVERNANCE IN ORDER TO
IMPROVE BUSINESS PERFORMANCE
ENTERPRISES

Doc. dr Nenad Lalić, Univerzitet u Istočnom Sarajevu
Pedagoški fakultet

Doc. dr Ljubiša Vladušić, Univerzitet u Istočnom Sarajevu
Ekonomski fakultet Pale

Rezime: Sve veći stepen promjena u okruženju i porast nivoa neizvjesnosti koji nastaju kao rezultat narastanja nivoa međunarodne konkurencije dovode do potrebe uvažavanja interesa što šireg kruga stejkholdera. U takvim uslovima menadžeri traže nove načine kako da se organizacije prilagode tim promjenama, u cilju poboljšanja finansijskog rezultata poslovanja preduzeća. Za kompanije je od izuzetne važnosti poštovanje principa i smjernica korporativnog upravljanja. Korporativno upravljanje predstavlja skup odnosa između uprave društva, njenih odbora, njenih akcionara i drugih stakeholdera/nosilaca interesa, koji za rezultat imaju povećanje ekonomske efikasnosti, rasta i povećano povjerenje investitora. Cilj rada je da se daju smjernice za poboljšanje nivoa korporativnog upravljanja u Republici Srpskoj. Prema istraživanju Banjalučke berze za 2010. i 2011. godinu, stanje u oblasti korporativnog upravljanja u Republici Srpskoj je ocenjeno kao loše. Iz tog razloga osnovni cilj rada je da analiziramo osnovne razloge ocjene lošeg stanja, kao i ulogu korporativnog upravljanja u funkciji mogućnosti poboljšanja rezultata poslovanja preduzeća. U radu će biti elaborirana analiza stanja korporativnog upravljanja u Republici Srpskoj na bazi principa i smjernica IFC (International Finance Corporation), Komisije za HoV RS i Banjalučke berze HoV.

Кljučne riječi: Korporativno upravljanje, politika upravljanja, finansijski rezultat, dobit.

Abstract: An increasing degree of changes in the environment and increase the level of uncertainty

resulting from the level of growing international competition, leading to the need of respecting the interests of the wider stakeholder. In such circumstances, managers are looking for new ways to adapt to these changes organizations, to improve financial performance of the company. For enterprises is of great importance and respect for the principles of corporate governance guidelines. Corporate governance is a set of relationships between the company's management, its board, its shareholders and other stakeholders / stakeholder, resulting in increasing economic efficiency, growth and increased investor confidence. The aim of this paper is to provide guidance to improve the level of corporate governance in the Republic of Serbian. According to research Banja Luka Stock Exchange in 2010 and 2011, the state of corporate governance in the Republic of Serbian was rated as poor. For this reason, the main goal of this paper is to analyze the main reasons for the poor state of evaluation, and the role of corporate governance in the possibility of improving the function of performance of the company. The paper will elaborate analysis of the state of corporate governance based in the Republic of Srpska, on the principles and guidelines of the IFC (International Finance Corporation), the Securities Commission and the RS Banja Luka Stock Exchange securities.

Key words: Corporate governance, management policies, financial result, profit.

UVOD

Primjena Kodeksa od strane društava će pomoći razvoju i ustrojstvu poslovnog okruženja u Federaciji BiH u skladu sa međunarodnom poslovnom praksom. Korporativno upravljanje se smatra jednim od kritičnih faktora za ostvarivanje korporativnih ciljeva i povećanje vrijednosti kompanije. Korporativno upravljanje, kao skup odnosa u akcionarskim kompanijama i način njihovog organizovanja, predstavlja strukturu putem koje se određuju ciljevi kompanije. U isto vrijeme, radi se o sredstvu za ostvarivanje tih ciljeva i praćenje postignutih rezultata. Korporativno upravljanje predstavlja ključni element u poboljšanju ekonomske efikasnosti i rasta akcionarskih društava, kao i u povećanju povjerenja investitora. Osim privlačenjem investitora, dobre prakse korporativnog upravljanja mogu privući i zajmodavce.

Danas su troškovi pozajmljivanja novca u velikoj mjeri veći nego ranije, tako da komercijalne banke podižu standarde za davanje kredita i pooštavaju uslove

kreditiranja. Danas su u učenju o korporativnom upravljanju brojniji autori koji polaze od pretpostavke da je firma i socijalna i politička realnost, i da kao takva uključuje i mora respektovati interese svih ovih grupa. Postojanje i funkcionisanje korporativnog sistema ima izraženo djelovanje, kako na performanse kompanija, tako i na ekonomiju konkurentnost države. O značaju korporativnog upravljanja na razvoj tržišta kapitala oslikava i činjenica da rejting agencije, kao npr. Moody's, Standard & Poor's i Fitch prilikom dodjeljivanja određenog kreditnog rejtinga kompanijama sada procjenjuju korporativno upravljanje, uz finansijske pokazatelje koje su uvijek procjenjivali.

1. ANALIZA OSNOVNIH PRINCIPA KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA

Pojam korporativnog upravljanja (*engl. Corporate Governance*) odnosi se na upravljačke strukture i procese u korporacijama i poslovnim sistemima. Skup mehanizama kojima se upravlja i kontroliše korporacija čini korporativno upravljanje. Podizanjem kvaliteta korporativnog upravljanja povećava se vrijednost kompanija na tržištu, omogućava korištenje svih oblika spoljašnjeg finansiranja: domaćeg i međunarodnog, javnog i privatnog, a samim tim jača i njihov dugoročni prosperitet. S druge strane, menadžeri kompanije imaju prvenstvenu dužnost da postupaju u interesu akcionara. Ova, osnovna uloga menadžera da „preduzimaju poslovne aktivnosti u cilju uvećavanja profita kompanije i dobiti akcionara“ izričito je iskazana u Principima korporativnog upravljanja koje je objavio American Law Institute. Možemo reći da menadžeri i direktori kompanije treba nekad da uzmu u obzir i dugoročne interese akcionara prilikom donošenja odluka, a nekad neposrednu dobit po akcionare, sve odluke menadžmenta treba da su orijentisane ka maksimiziranju vrijednosti koje ostvaruju akcionari.

U teoriji i praksi, iskristalisala su se dva modela korporativnog upravljanja u razvijenim ekonomijama. Jedan je anglosaksonski model, koji preovlađuje u SAD-u, Velikoj Britaniji i drugim razvijenim državama engleskog govornog područja, npr. Kanadi i Australiji (većinom se naziva outsajder sistemom). Drugi je njemačko-japanski model, koji je najzastupljeniji u evropskom pravu i Japanu (većinom se naziva insajder sistemom)⁸⁹. Anglosaksonski model karakteriše disperzovano vlasništvo, suverenost akcionara i usaglašavanje interesa akcionara i menadžera. Ovaj model naglašava značaj poboljšavanja monitoringa, izvještavanja o događajima i dešavanjima, kao i mehanizama odgovornosti, konkurentnog tržišta za korporativnu kontrolu (npr. preuzimanje, spajanje i pripajanje). Njemačko-japanski model korporativnog upravljanja karakteriše koncentracija vlasništva i saradnja kompanija. Tržište korporativne kontrole nije

razvijeno, jer se na tržištu trguje vrlo malim procentom vlasništva i nije moguće pribaviti dovoljno akcija da se donesu ključne odluke i smijeni postojeći menadžerski tim. Zaštita interesa radnika (putem njemačkog sistema kod determinacije i japanskog sistema doživotnog zapošljavanja) karakteristična je za ovaj sistem.

Standardi korporativnog upravljanja (u daljem tekstu: Standardi) utvrđeni su na bazi sljedećih principa korporativnog upravljanja usvojenih od strane Organizacije za ekonomsku saradnju i razvoj (*Organization for economic co-operation and development - OECD*)⁹⁰:

1. Osiguravanje osnova za efikasnu primjenu principa upravljanja akcionarskim društvima,
2. Prava akcionara i ključne vlasničke funkcije,
3. Ravnopravan tretman akcionara,
4. Uloga zainteresovanih strana – nosilaca interesa u upravljanju akcionarskim društvima,
5. Objavljivanje i javnost informacija,
6. Uloga i odgovornosti odbora.

Ovi Standardi, kao skup pravila i načela, imaju za cilj unapređenje korporativnih odnosa između zainteresovanih strana koji proizlaze iz važećih zakonskih propisa i međunarodno prihvaćenih načela i iskustava najboljih praksi korporativnog upravljanja, kako bi se dobrim i odgovornim upravljanjem i nadziranjem poslovnih i upravljačkih funkcija poboljšao finansijski rezultat poslovanja preduzeća. Analiza stepena korporativnog upravljanja u preduzeću, provodi se pomoću *Scorecard analize*. Svaka pojedina oblast scorecard-a nosi određen težinski faktor (pojedinačni score). U okviru svih sedam oblasti svako pitanje nosi svoj težinski faktor koji se izračunava nakon odgovora. U svakom dijelu postoje i ponuđene standardne vrijednosti.

Posljednji korak je izračunavanje ukupnog rezultata (total score-a) koji se automatski dobije sabiranjem svih sedam pojedinačnih težinskih faktora i prikazuje u dijelu konačna ocjena (total score). Sumiranjem svih oblasti dobija se ukupna ocjena koja treba da ponudi sliku stanja primjene Standarda upravljanja akcionarskim društvima kroz prizmu dobrih praksi korporativnog upravljanja⁹¹. Konceptualno, vrednovanje primjene principa korporativnog upravljanja bi trebalo da ima score u rasponu od 65%-75%, što je moguće primjenom obaveznih principa korporativnog upravljanja definisanim Standardima upravljanja akcionarskim društvima, odnosno zakonskim okvirom tržišta kapitala Republike Srpske. Prostor do 100% total score-a bi trebalo da bude podsticaj kompanijama za primjenu viših principa korporativnog upravljanja. Izrada Scorecard-a za Standarde upravljanja akcionarskim društvima je

⁸⁹ Korporativno upravljanje-priručnik. (2009).str. 19., Dostupno na: <http://www.scmn.me/fajlovi/Korporativno%20upravljanje%20-%20Prirucnik.pdf> (03.02.2013.)

⁹⁰ www.blberza.com

⁹¹ Korporativno upravljanje-priručnik. (2009).str. 19., Dostupno na: <http://www.scmn.me/fajlovi/Korporativno%20upravljanje%20-%20Prirucnik.pdf> (03.02.2013.)

urađena uz podršku Međunarodne finansijske korporacije (International Finance Corporations - IFC) po uzoru na Njemački Scorecard. Buduća unaprijeđena Scorecard-a za Standarde upravljanja akcionarskim društvima vršice se periodično u slučaju izmjene Standarda upravljanja akcionarskim društvima ili će biti uslovljena izmjenom zakonske regulative, ali i značajnim razvojem u standardima korporativnog upravljanja u cjelini. ScoreCard je razvijen u saradnji sa Međunarodnom finansijskom korporacijom (IFC) i LOK institutom iz Sarajeva, a uz pomoć Komisije za hartije od vrijednosti Republike Srpske. Praksa dobrog korporativnog upravljanja podrazumijeva regulisan pravno-institucionalno okvir u kome radi kompanija. Dolazimo do zaključka da je u tranzicionim ekonomijama otežavajuća okolnost nepostojanje jasne veza između države i finansijskog sektora, nesavršenost nezavisnih organizacija, poput sudova i arbitraža, kao i kompleksnost prava svojine i preplitanje između državnog, društvenog i privatnog vlasništva.

Problem korporativnog upravljanja u ekonomsku teoriju uvode Berl i Mins (Berle; Means), 1932, koji smatraju da osnov funkcionisanja moderne korporacije počiva na razdvajanju vlasništva od upravljanja kompanijom⁹². Krajnji cilj kodeksa na nivou kompanije je da na koncizan i razumljiv način približi sistem upravljanja vlasnicima i zaposlenicima kompanije, te vanjskim saradnicima i javnosti. Njegova uloga nije da nadoknadi ili zamijeni važeće zakone, već da osigura principe kroz koje će se omogućiti efikasnost rada i rast kompanije, ali i povećati povjerenje trenutnih i budućih investitora.

2. POSLOVNI REZULTAT I KORPORATIVNO UPRAVLJANJE

Godišnji i polugodišnji izvještaji o poslovanju, pored finansijskih elemenata propisanih zakonom i podzakonskim aktima, trebalo bi da sadrže i razumljivu analizu i objašnjenja uprave društva o poslovanju u periodu na koji se izvještaj odnosi. Ovo uključuje i izjašnjenje Uprave o eventualnim oscilacijama rezultata između dva izvještajna perioda, kao i objašnjenje bitnih odstupanja od planiranih rezultata. Pored zakonski propisanih godišnjih i polugodišnjih izvještaja, društvo može sačinjavati i objavljivati svoje kvartalne finansijske izvještaje. Cilj poslovanja preduzeća je najčešće profitabilnost, koju je moguće procijeniti na osnovu izvještaja poznatog pod nazivom - račun dobiti i gubitka. Možemo reći da ovaj račun predstavlja djelovanje preduzeća u posmatranom periodu, a osnovne stavke ovog izvještaja su prihodi i rashodi kao i njihova razlika, odnosno dobit ili gubitak. Finansijski izvještaji treba da istinito i objektivno prikažu promjene stanja koja su refleksija ostvarenih transakcija i drugih događaja. Istinito, objektivno i fer iskazano stanje osnova je za vrednovanje jednog privrednog sistema i od presudne je važnosti i interesa

za sve one koji zavise od ostvarenih ekonomskih ishoda preduzeća o kojem se izvještava. Standardima korporativnog upravljanja detaljnije se utvrđuju mehanizmi funkcionisanja i zaštite interesa u međusobnim odnosima različitih nosilaca interesa u akcionarskom društvu.

Značajno je istaći da su godišnji, polugodišnji i tromjesečni izvještaji najvažniji i najsadržajni izvor podataka o društvu, pa zato ne bi trebalo da budu ograničeni samo na podatke propisane zakonskim i profesionalnim normama, već svakako treba da uključe strateške ciljeve, plan poslovanja za buduće periode, razumljivu analizu i stavove uprave o poslovanju u proteklom periodu, kao i pojašnjenja uprave u vezi sa eventualnim važnijim odstupanjima u odnosu na planirane rezultate i ostvarene strateške ciljeve. Takođe, godišnji i polugodišnji izvještaji o poslovanju, pored finansijskih elemenata propisanih zakonom i podzakonskim aktima, trebalo bi da sadrže i razumljivu analizu i objašnjenja uprave društva o poslovanju u periodu na koji se izvještaj odnosi. Ovo uključuje i izjašnjenje Uprave o eventualnim oscilacijama rezultata između dva izvještajna perioda, kao i objašnjenje bitnih odstupanja od planiranih rezultata.

Značaj korporativnog upravljanja ogleda se i u tome da su česti izvori novog kapitala prodaja nove emisije akcija i zajmovi spoljnih investitora. Stoga, kompanije mogu privući nove nosioce interesa smanjivanjem pretpostavljenog rizika putem implementacije efektivnog korporativnog upravljanja. Istraživanja pokazuju da je većina investitora spremna da plati veću cijenu za akcije kompanija koje primjenjuju visoke standarde korporativnog upravljanja.

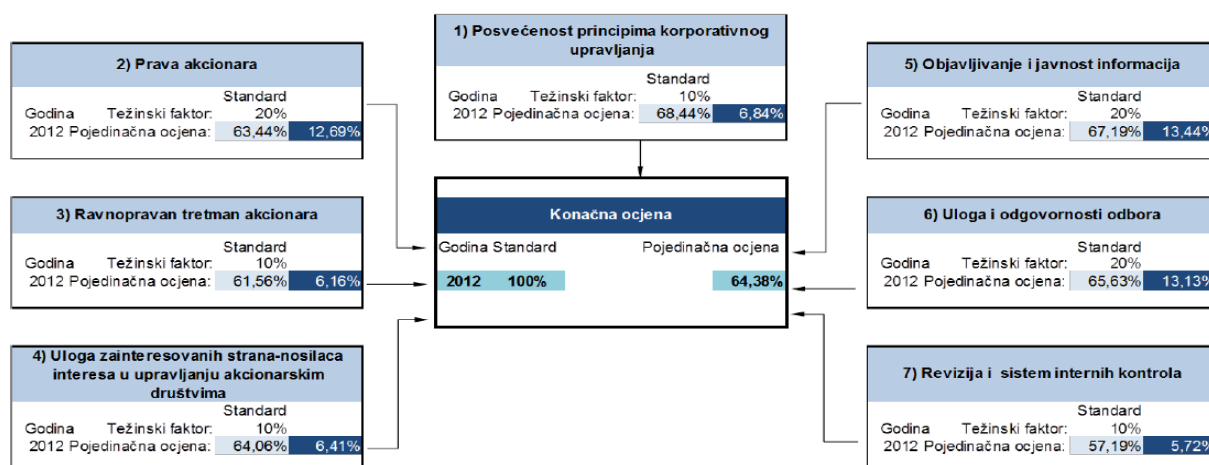
3. NIVO KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA U REPUBLICI SRPSKOJ

Svjetska banka, Global Corporate Governance Forum i ostale međunarodne organizacije koje se bave promocijom dobrih praksi korporativnog upravljanja preporučuju korišćenje ScoreCard analize u svrhu testiranja nivoa korporativnog upravljanja u preduzećima. Korporativno upravljanje u Republici Srpskoj se karakteriše kao slabo razvijeno. U nastavku rada prikazaćemo istraživanje o stanju korporativnog upravljanja u Republici Srpskoj, koje je sprovedla Banjalučka berza HoV.

Uzorak je činilo 16 društava sa službenog tržišta Banjalučke berze. Istraživanjem su obuhvaćena društva iz različitih sektora, kao i društva diferencirane vlasničke strukture. Istraživanje je sprovedeno u maju 2012. godine. Standardizovani upitnik je razvijen u saradnji sa IFC, KHOV RS i LOK institutom. Upitnik je sačinjen po uzoru na njemački i bugarski ScoreCard. U osnovi istraživanja se nalaze Standardi korporativnog upravljanja (Službeni glasnik Republike Srpske, broj 117/11 od 25.11.2011). Ukoliko je rezultat veći od 70%, zaključujemo da kompanija ima dobro korporativno upravljanje. Rezultate istraživanja predstavljamo šematski.

⁹² Berle, A. Jr; Means, G (1932): *The Modern Corporation and Private Property*, The Macmillan Company, New York, pp. 333-339

Šema 1. Nivo korporativnog upravljanja u Republici Srpskoj u 2012. godini

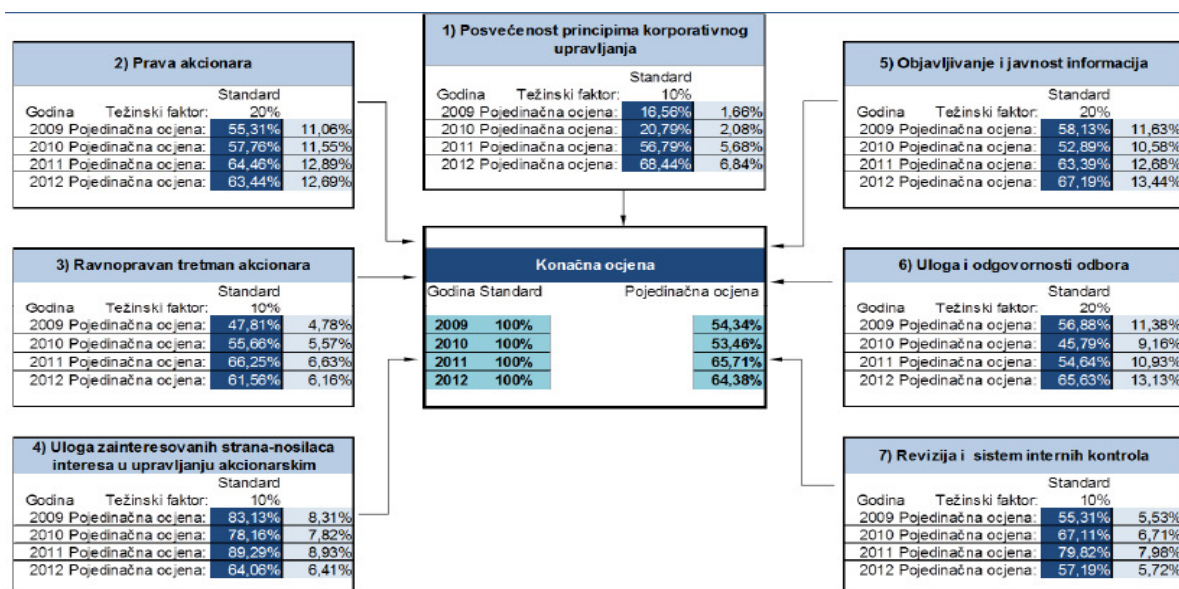


Izvor: Blberza, www.blberza.com

Prosječan rezultat od 68,44% ne zadovoljava. ZOPD je obavezao privredna društva na službenom tržištu da usvoje vlastiti kodeks ili private standard KHOV. Društva su uglavnom prihvatila standard KHOV, dok su samo dva društva usvojila vlastiti kodeks. Tri društva još uvijek nisu usvojila/prihvatila standarde. Prosječan rezultat od 63,44% ne zadovoljava. Najčešće ne postoji ažurnost objavljivanja informacija o sukobu interesa članova odbora, društva nemaju usvojenu dividendnu politiku, statutima nije predviđeno da manjinski akcionari imaju pravo na člana u odboru (izuzetak javna preduzeća), javni konkurs prilikom izbora članova društva ili ne postoji ili ima formalni karakter.

Prosječan rezultat od 61,56% nije zadovoljavajući. Društva uglavnom nemaju interne akte koji dodatno štite prava manjinskih akcionara. Najveći broj društava nema usvojene akte niti procedure koje zabranjuju trgovanje na osnovu povlašćenih internih informacija. Prosječan rezultat od 64,06% nije zadovoljavajući. Društva deklarativno uzimaju u obzir interese svih zainteresovanih strana. Prosječan rezultat od 67,19% nije zadovoljavajući. Najčešće se objavljuju samo informacije koje su propisima definisane kao obavezne. Prosječan rezultat od 65,63% ne zadovoljava. Naknade članova odbora su fiksne i ne zavise od rezultata rada niti od uspjehnosti poslovanja (nedostatak podsticaja/sankcija). Prosječan rezultat od 57,19% nije

Šema 2. Prikaz komparacije i ocjena parametara korporativnog upravljanja kroz vrijeme



Izvor: Blberza, www.blberza.com

zadovoljavajući. Najčešće identifikovani problem su: nepostojanje interne kontrole, ne(zavisnost) interne kontrole, nepostojanje internih pravila rotacije eksternog revizora. Šemom 2. prikazaćemo komparaciju ocjena parametara kroz vrijeme.

Na bazi analize prethodnog šematskog prikaza, možemo vidjeti da se stanje u oblasti korporativnog upravljanja u preduzećima u Republici Srpskoj popravlja. U tabeli 1. prikazana je komparacija po parametrima.

praksi korporativnog upravljanja kroz prihvatanje Kodeksa korporativnog upravljanja u praksi.

Sistem korporativnog upravljanja treba da motiviše akcionare, direktore i menadžere da sarađuju na implementaciji ovih planova, kako bi ostvarili dugoročni poslovni uspjeh kompanije, odnosno razvoj kompanije i ostvarenje profita. Možemo zaključiti da kvalitetno korporativno upravljanje čini kompaniju konkurentnijom u ekonomiji u kojoj su potrebe za kreditiranjem sve veće, a kreditori pooštavaju standarde za kreditiranje.

Tabela 1. Komparacija po parametrima korporativnog upravljanja

OBLAST KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA	2010	2011	2012
1) Posvećenost principima korporativnog upravljanja	21%	57%	68%
2) Prava akcionara	58%	64%	63%
3) Ravnopravan tretman akcionara	56%	66%	62%
4) Uloga zainteresovanih strana	78%	89%	64%
5) Objavljivanje i javnost informacija	53%	63%	67%
6) Uloga i odgovornosti odbora	46%	55%	66%
7) Revizija i sistem internih kontrola	67%	80%	57%
UKUPNA OCJENA	53%	66%	64%

Izvor: Blberza, www.blberza.com

Rezultati četverogodišnjeg istraživanja pokazuju napredak u svim oblastima, ali napredak mora biti snažniji kako bi se efikasnije upravljalo resursima u interesu kompanija i društva u cjelini.

ZAKLJUČAK

Korporativno upravljanje je važan dio moderne analize kompanija za finansijske analitičare i investitore. Ukoliko žele da budu uspješne i konkurentne u borbi za prihodom i kapitalom, kompanije bi trebale da se pridržavaju principa korporativnog upravljanja. Trend pokazuje da zapadne zemlje za postojeću krizu okrivljuju izostanak nadzornih i kontrolnih mehanizama. Iako se ne smatra direktnim uzrokom, kao što je to bio slučaj sa „Internet bubble“ od prije manje od deset godina, izostanak dobrog korporativnog upravljanja prepoznao se kao jedan od važnih uzroka koji je omogućio nastajanje trenutne krize. Možemo reći i da postojanje i funkcionisanje korporativnog sistema ima izraženo djelovanje kako na performanse kompanija tako i na društvenu zajednicu uopšte, kao i na ekonomsku konkurentnost države.

Mnoga istraživanja pokazuju da kompanije koje se pridržavaju principa korporativnog upravljanja ostvaruju veću tržišnu vrijednost. Kao i prethodna, i ovo istraživanje je pokazalo da u akcionarskim društvima u Bosni i Hercegovini aktivnosti korporativnog upravljanja još uvijek prozile iz zakonskog okvira i regulative koja je nametnuta od strane nadležnih institucija, i da nije postignut značajan napredak. Takođe, nezadovoljavajući napredak se može povezati sa nerazumijevanjem konkretnih principa korporativnog upravljanja u postprivatizacijskim društvima i zanemarivanjem značaja dobrih korporativnih praksi. Neophodna je promocija dobrih

LITERATURA

- [1] Bodie, Z., Kane i A., J., (2009.), Mareus, Osnovi investicija, Beograd, Datastatus,
- [2] Бабић, В. *Corporate Governance Problems in Transition Economies*, Доступно на: www.wfu.edu/users/caron/ssrs/Babic.Doc (12.02.2013.)
- [3] Бањалучка берза хартија од вриједности а.д. Бања Лука. Доступно на: <http://www.blberza.com> (12.02.2013.)
- [4] Barnea, A.; Heinkel, R.; Kraus, A. (2003). *Green Investors and Corporate Investment*. Доступно на: [www.fsa.ulaval.ca/nfa2003/papiers/Amir Barnea.pdf](http://www.fsa.ulaval.ca/nfa2003/papiers/Amir%20Barnea.pdf) (15.02.2013.)
- [5] Begović, B.; et. al. (2003). *Unaprijeđenje korporativnog upravljanja*. Beograd: Centar za liberalno-demokratske studije. Dostupno na: <http://www.clds.rs/pdfs/korporativno-upravljanje.pdf> (09.03.2013.)
- [6] Brown, L.; Caylor, M. (2004). *Corporate Governance and Firm Performance*, Working Paper. Dostupno na: http://w.trustenablement.com/local/GSU_ISS_Study.pdf (11.01.2013.)
- [7] Berle, A, Jr; Means, G (1932): *The Modern Corporation and Private Property*, The Macmillan Company, New York, pp. 333-339
- [8] Van Horne, J. C.; Wachowicz, J.M. (2002). *Osnove finansijskog menadžmenta*, IX. izdanje. Zagreb: Mate d.o.o.
- [9] Drucker, P. (1996). *Inovacije i preduzetništvo*, Beograd: Grmeč, Privrednipregled.
- [10] Zakon o privrednim društvima. Službeni glasnik Republike Srpske, br. 127/08 i 58/09.
- [11] Korporativno upravljanje-priručnik. (2009). Dostupno na: <http://www.scmn.me/fajlovi/Korporativno%20upravljanje%20-%20Prirucnik.pdf> (03.02.2013.)

INSTITUCIONALNI OKVIR ZA PODSTICAJ IZVOZA U BOSNI I HERECGOVINI I NJEGOVA ULOGA U KREIRANJU I REALIZACIJI IZVOZNE MARKETING STRATEGIJE

INSTITUTIONAL FRAMEWORK FOR EXPORT PROMOTION IN BOSNIA AND HERZEGOVINA AND ITS ROLE IN CREATING AND REALIZATION OF EXPORT MARKETING STRATEGY

Nastić dr Vladan, "BH ALUMINIJUM" doo, Vlasenica,
Bosna i Hercegovina

Rezime: Postojeći institucionalni okvir za podsticaj izvoza u BiH je nastajao kao rezultat sporadičnih inicijativa koje su dolazile od različitih formalnih grupa, bez uporišta u strategiji razvoja izvoza i bez suštinskog opredjeljenja ka izvozu kao razvojnoj šansi BiH, naročito u segmentu specijalizovanih državnih institucija. Ovakav pristup je doveo do formiranja specijalizovanih institucija koje ne mogu da pruže odgovarajuću podršku izvoznom sektoru. U ovom istraživanju je izvršena identifikacija i analiza institucionalnog okvira za podsticaj izvoza, sa mogućim pravcima njegovog redefinisavanja, a u cilju obezbjeđenja efikasne i adekvatne podrške izvoznom sektoru uz racionalnu upotrebu raspoloživih resursa. Fokus ovog istraživanja je bio na državnim specijalizovanim institucijama za podsticaj izvoza. Uz adekvatno kreiranu i realizovanu izvoznu marketing strategiju olakšava se ulazak na strana tržišta i doprinosi se boljim finansijskim rezultatima izvoza. Uzimajući u obzir ograničenja izvoznog sektora u BiH, aktivnosti specijalizovanih državnih institucija mogu značajno da doprinesu boljim izvoznim rezultatima, kroz podršku u kreiranju i realizaciji izvozne marketing strategije.

Кljučне riječi: Izvozna marketing strategija, institucionalni okvir za podsticaj izvoza, specijalizovane državne institucije za podsticaj izvoza, izvoz, spoljnotrgovinska politika.

Abstract: The existing institutional framework for export promotion in BH was created as a result of sporadic initiatives that have come from various formal groups, without an anchor in the export development strategy and without substantial commitment towards exports as a development opportunity of BH, especially in segment of specialized state institutions. This approach has resulted that specialized institutions can not provide appropriate support to the export sector. In

this research we identified and analysed institutional framework for export promotion with the possible directions of its redefinition in order to provide efficient and adequate support to the export sector with a rational use of available resources. The focus of this research was on the specialized state institutions for export promotion. With properly created and implemented an export marketing strategy facilitates the entry into foreign markets and contributes to better financial results of exports. Taking into account the limitations of the export sector in BH, the activities of specialized state institutions can significantly contribute to a better export performance through support for the creation and implementation of export marketing strategy.

Key Words: Export marketing strategy, institutional framework for export promotion, specialized state institutions for export promotion, export, foreign trade policy

UVOD

Institucionalni okvir za podsticaj izvoza obuhvata heterogenu grupu institucija, koje pružaju podršku u kreiranju i realizaciji izvoznih poslova. Nacionalna izvozna strategija u bilo kom obliku (strategija razvoja izvoza, strategija podsticanja izvoza i sl.) treba da bude platforma za definisanje institucionalnog okvira za podsticaj izvoza uz jasno definisanje broja institucija, njihovog karaktera, nivoa specijalizacije, aktivnosti svakog pojedinačnog segmenta i naravno raspoloživih resursa za realizaciju ciljeva. Definisani institucionalni okvir nije stalna kategorija, već je predmet stalnog preispitivanja, usavršavanja i razvoja. Istovremeno, institucionalni okvir je i mehanizam za korigovanje i unapređenje nacionalne izvozne strategije.

Uvažavajući činjenice u vođenju spoljnotrgovinske politike BiH, možemo konstatovati da je kod nas prisutan veoma visok nivo liberalizacije. Sa glavnim spoljnotrgovinskim partnerima, kao što su zemlje članice CEFTA (Central European Free Trade Agreement - Centralno evropski sporazum o slobodnoj trgovini) i zemlje članice EU (Evropska unija), postoje sporazumi o slobodnoj trgovini što isključuje carinsku zaštitu domaćih proizvođača ili je minimalizuje. Poznato nam je da je ovakav nivo liberalizacije rezultat definisanog puta pristupanju EU, kao i nametanja od strane različitih struktura „međunarodne zajednice”. Necarinska zaštita, kao drugi segment instrumenata spoljnotrgovinske politike, nije moguće značajnije primijeniti zbog evidentno niskog nivoa razvoja institucija koje bi trebale biti mehanizam za njihovu primjenu, i zbog niskog nivoa spoznaje njihove funkcije. Politika deviznog kursa CBBiH (Centralna banka Bosne i Hercegovine) predstavlja dodatnu ograničavajuću okolnost zbog vođenja politike fiksnog deviznog kursa, a čiji su nedostaci definisani u ekonomskoj teoriji. Pored opštepoznatih nedostataka

fiksnog deviznog kursa, ovdje naglašavamo njegove implikacije na cjenovnu konkurentost BH izvoza ali i uvoza u BiH. Za BiH je posebno bitan odnos evro i američki dolar⁹³. Zbog visokog nivoa liberalizacije trgovine i politike fiksnog deviznog kursa, Bosni i Hercegovini se nameće kao nužnost vođenje protrgovinske politike u cilju obezbjeđenja platno-bilansne ravnoteže i održavanja dostignutog nivoa BDP, kao i njegovog rasta. Jasno je da u ovakvim uslovima otpada mogućnost vođenja politike supstitucije uvoza, pošto su u samoj osnovi narušene pretpostavke za vođenje takve politike. Protrgovinska politika zahtjeva aktivniju ulogu države, dobrim dijelom i kroz institucionalni okvir za podsticaj izvoza. U slučaju BiH, nedostaje čitav niz mjera u kreiranju adekvatne protrgovinske politike, a posebno mjere koje su usmjerene na mikro nivo. Mjere spoljnotrgovinske politike kod kojih su u fokusu izvoznici, određuju aktivnu ulogu države u podsticaju izvoza.

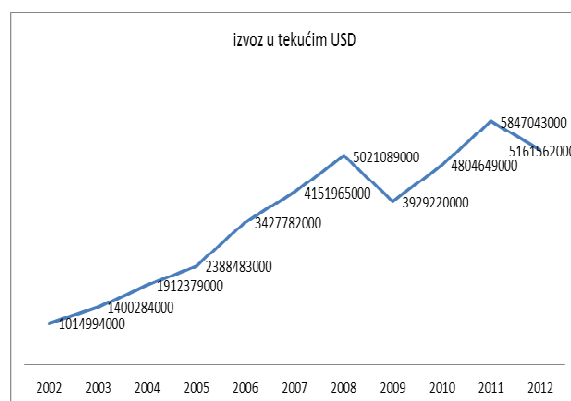
Cilj ovog istraživanja je da identifikujemo institucionalni okvir za podsticaj izvoza u BiH i odredimo moguće i postojeće institucionalne nosioce aktivnosti u podsticaju izvoza. Sljedeći cilj je jasno identifikovanje veze između institucionalnog okvira za podsticaj izvoza i kreiranja i realizacije izvozne marketing strategije kompanije. Ključni rezultati istraživanja su mogući pravci redefinisanja institucionalnog okvira za podsticaj izvoza, a posebno u segmentu specijalizovanih državnih institucija.

1. KRETANJA IZVOZA U BIH

Na početku dajemo osnovna kretanja izvoz BiH u periodu 2002-2012. U periodu 2002-2008. godina izvoz BiH je bilježio rast, a 2009. godine je došlo do značajnog pada izvoza, zbog svjetske ekonomske krize i odsustva ekonomske politike koja bi apsorbovala negativne posljedice. Tek 2011. godine je ukupan izvoz premašio nivo iz 2008. godine, a na kraju 2012. je ponovo zabilježen pad izvoza. Pad iz prošle godine trebao bi da alarmira državnu administraciju na što hitnije mjere u cilju podrške izvozu. Na *Grafikonu 1.* možemo vidjeti kretanje izvoza izraženog u tekućim USD (Američkim dolarima).

⁹³ Prema zvaničnim podacima Evropske centralne banke peosječni godišnji devizni kurs EUR/USD je bio sljedeći: 1999.=1,0658, 2000.=0,9236, 2001.=0,8965, 2002.=0,9456, 2003.=1,1312, 2004.=1,2439, 2005.=1,2441, 2006.=1,2556, 2007.=1,3705, 2008.=1,4708, 2009.=1,3948, 2010.=1,3257, 2011.=1,3920, 2012.=1,2848

GRAFIKON 1. IZVOZ BIH U PERIODU 2002-2012. IZRAŽEN U TEKUĆIM USD



Izvor podataka: Agencija za statistiku BiH i UNCTAD

Na osnovu podataka Agencije za statistiku BiH, relativno učešće zemalja EU u izvozu BiH se kreće od 54,25% u 2009. godini, do 57,9% u 2012. godini, prema tome, EU je najznačajnije tržište za BiH izvoznike. Učešće zemalja nastalih raspadom Jugoslavije je od 32,06% u 2011. godini do 35,74% u 2009. godini, a u 2012. je njihovo učešće 31,6%. Na ove dvije grupacije zemalja (EU i bivša Jugoslavija) otpada oko 90% izvoza BiH, u svakoj od posmatranih godina.

Na osnovu podataka u *Tabeli 1.*, možemo zaključiti da u izvozu BiH dominira sektor prerađivačke industrije, koji je uglavnom koncentrisan u proizvodnji intermedijarnih proizvoda. Evidentno je relativno nisko učešće proizvoda za konačnu potrošnju.

TABELA 1. STRUKTURA IZVOZA BIH 2008-2012.

	2008	2009	2010	2011	2012
prema područjima i oblastima	%				
prerađivačka industrija	90,6	87,6	89,1	86,7	89,4
proizvodnja el. energije i vode	5,4	8,25	6,8	9,3	6,4
po ekonom. namjeni proizvoda	%				
intermedijarni proizvodi	40,6	38,3	41,7	38,6	41,4
netrajni proiz. šir. potrošnje	18,4	21,2	18,7	19,0	20,2
energija	9,7	13,6	15,5	14,3	9,3
kapitalni proizvodi	21,8	14,5	11,9	11,7	12,4
prema odsjecima SMTK	%				
proizvodi svrstani po materijalu	31,3	34,7	25,7	26,1	28,0
razni gotovi proizvodi	20,3	33,4	21,3	21,0	23,4
mineralna goriva i maziva	9,8	19,2	15,6	14,3	9,3
sirovi materijali osim goriva	12,9	15,4	12,8	13,6	13,1
mašine i transportna sredstva	14,8	19,1	11,9	12,1	12,5

Izvor: Izračunato na osnovu podataka Agencije za statistiku BiH

Kao indikator stvarne usmjerenosti BiH na izvoz, izračunati su izvozni koeficijenti za sve posmatrane godine prema formuli koju dajemo ispod:

$$E_k = E / J$$

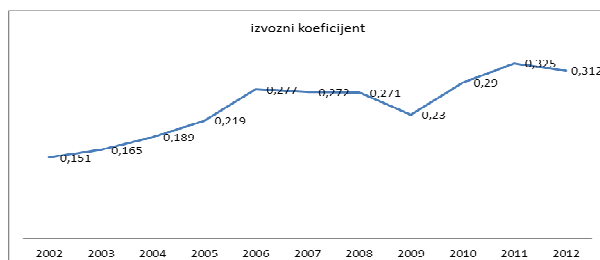
gdje je:

E_k - izvozni koeficijent

E - ukupan izvoz

J - bruto domaći proizvod

GRAFIKON 2. IZVOZNI KOEFICIJENTI BIH U PERIODU 2002-2012.



Izvor: Izračunato na osnovu podataka o ukupnom izvozu i ukupnog BDP-a preuzetog iz baze podataka Međunarodnog Monetarnog Fonda (MMF)

Dobijeni izvozni koeficijenti ukazuju da je izbijanje svjetske ekonomske krize imalo negativan uticaj na BiH izvoz i njegovu ulogu u kreiranju BDP-a. Indikativno je da u periodu 2006-2008. imamo stagnaciju značaja BiH izvoza, bez obzira na povoljno okruženje na izvoznim tržištima. Ovakva kretanja ukazuju na veću usmjerenost BiH ka unutra. Pad relativnog značaja izvoza je zabilježen 2009. godine, a u naredne dvije godine je evidentan rast značaja izvoza.

3. PODSTICAJ IZVOZA

U modernoj literaturi postoji čitav niz definicija pojma podsticaja izvoza. Prije svega, neophodno je napraviti razliku između pojmova promocija izvoza i podsticaj izvoza, pošto se u engleskom govornom području za oba pojma koristi isti termin *Export Promotion*. Podsticaj izvoza podrazumijeva sveobuhvatan skup raznorodnih aktivnosti usmjerenih na rast i razvoj izvoza, dok je promocija izvoza usko vezana za dio marketinške podrške izvozu. S. Rajapatirana (1993) podsticaj izvoza definiše na sljedeći način: „Podsticaj izvoza je takva politika čiji je cilj povećanje profitabilnosti izvoza“. Povećanje profitabilnosti izvoza se postiže povećanjem vrijednosti izvoza i povećanjem stope rasta izvoza. M. McCartney navodi tri pristupa u definisanju podsticaja izvoza:

- 1) Minimalistička škola smatra da je dovoljna akcija u podsticaju izvoza otklanjanje barijera slobodnoj trgovini.
- 2) Drugi pristup podrazumijeva prilagođavanje tržišta pošto je izvoz egzogeno određene faktorskom raspoloživošću, tako da politika

podsticaja izvoza može da bude usmjerena ka zapošljavanju nezaposlenih faktora.

- 3) Treći pristup je zasnovan na stavu da struktura izvoza može biti određena endogeno mjerama strateške trgovinske politike. Podsticaj izvoza je politika koja stvara nove komparativne prednosti i unapređuje postojeće.

Ako se definisanju pojma podsticaja izvoza pristupa sa aspekta dinamike, onda se pod pojmom podsticaja izvoza podrazumijevaju aktivnosti na povećanju izvoza postojećih proizvoda i postojeće proizvodnje (statički pristup), dok se pod pojmom razvoja izvoza podrazumijeva povećanje izvoza novih proizvoda, ulazak u izvoz novih kompanija i izvoz na nova tržišta (dinamički pristup). J. Bhagwati definiše podsticaj izvoza kao aktivnost na prilagođavanju efektivnog deviznog kursa izvoza (EER_x) efektivnom deviznom kursu uvoza (EER_m). Postoje tri moguća slučaja u kretanju efektivnih deviznih kurseva izvoza i uvoza i u skladu s tim definisanje strateške opcije: $EER_x < EER_m$ supstitucija uvoza, $EER_x = EER_m$ podsticaj izvoza, $EER_x > EER_m$ ultra podsticaj izvoza. Kako K. Molnar (2003) navodi, Craford razlikuje izvozno vodstvo (*export drive*) od podsticaja izvoza. Podsticaj izvoza je državna politika koja koristi instrumente koji prevode dio privatnih troškova u javne i tim mehanizmom se podstiče izvoz. Za razliku od podsticaja izvoza, čije su mjere ograničene na trgovinski aspekt izvoza, izvozno vodstvo obuhvata i instrumente koji stimulišu i proizvodnju za izvoza. Molnar (2003) navodi i definiciju M. Czinkota podsticaja izvoza, naime, on pod podsticajem izvoza smatra politiku vlade koja reguliše, usmjerava i štiti izvoz.

Bez obzira koju od navedenih definicija podsticaja izvoza prihvatimo, zajedničko im je da je neizostavna aktivna uloga države.

4. INSTRUMENTI PODSTICAJA IZVOZA

Ovdje nećemo pominjati čitav spektar instrumenata koji se koriste u podsticaju izvoza, nego ćemo se kratko osvrnuti na instrumente iz oblasti spoljnotrgovinske politike, kako bi se istakla jasna veza između institucionalnog okvira za podsticaj izvoza i kreiranja i realizacije izvozne marketing strategije kompanije.

Instrumenti podsticaja izvoza iz oblasti spoljnotrgovinske politike imaju za početni cilj uklanjanje trgovinskih barijera. Nakon dostizanja početnog cilja, pristupa se drugoj fazi u kojoj je cilj podsticanje izvoza. Instrumenti spoljnotrgovinske politike koji se najčešće koriste u drugoj fazi su:

- Direktna i indirektna subvencije,
- Podrška u finansiranju izvoznih poslova,
- Carinska oslobađanja izvoznog sektora,
- Administrativne mjere,
- Osnivanje slobodnih zona,

- Podsticaj direktnih stranih ulaganja,
- Marketinška podrška izvoznom sektoru.

Za izvozni marketing su direktno vezane prva i posljednja grupa instrumenata. U oblasti podsticaja izvoza u marketinškoj sferi, aktivnosti su usmjerene na: različite promotivne aktivnosti, obezbjeđenju informacija o tržištima, robama i potencijalnim klijentima, obezbjeđenju informacija o konkurenciji, podrška u kreiranju marketinške strategije, izgradnji nacionalnih brendova, podrški u kreiranju brenda, realizaciji različitih poslovnih susreta, unapređenju marketinga u kompanijama, unapređenju marketing menadžmenta, podrški u prilagođavanju i razvoju proizvoda za izvoz, kao i posebnim marketinškim projektima.

5. INSTITUCIONALNI OKVIR ZA PODSTICAJ IZVOZA U BIH

U samom procesu realizacije izvoznog posla učestvuje čitav niz institucija, tako da one na direktan i indirektan način utiču na uslove pod kojima se izvozni poslovi realizuju. Uslovi pod kojima se izvozni poslovi realizuju imaju suštinski uticaj na uspješnost izvoza. Prema tome, institucije koje učestvuju u realizaciji izvoznih poslova svojim aktivnostima utiču na uspješnost izvoza, iz čega proizlazi potreba za većom pažnjom kada je riječ o institucijama. Možemo reći da su te institucije sastavni dio izvozne infrastrukture, preciznije, one su dio takozvane *soft* infrastrukture. Ovdje možemo identifikovati veoma veliki skup institucija, počevši od raznorodnih državnih institucija pa do privatnih. Na osnovu opredjeljenja države za protrgovinsku politiku, proističe i definisanje čitavog seta mjera kroz nacionalnu izvoznu strategiju. Kroz definisanje nacionalne izvozne strategije definiše se i institucionalni okvir za podsticaj izvoza, tj. definisanjem modaliteta podsticaja izvoza određuju se i institucije koje realizuju aktivnosti u podsticaju izvoza. Za institucionalni okvir za podsticaj izvoza možemo reći da ga sačinjavaju dvije grupe institucija:

- Institucije putem kojih se definiše izvozna strategija i koje imaju koordinativnu ulogu u realizaciji strategije,
- Institucije putem kojih se realizuju aktivnosti izvozne strategije.
- Institucije koje definišu opšte uslove za realizaciju izvoznih poslova.

Ova podjela je izvršena na osnovu ovlaštenja koje institucije imaju, a vezana su za nacionalnu izvoznu strategiju. U prvu grupu institucija možemo svrstati: Vladu, Ministarstvo nadležno za spoljnu trgovinu, odgovarajuće vladino tijelo ovlašteno za definisanje izvozne strategije (Komisija za podsticaj izvoza, Izvozno vijeće, i sl.). Druga grupa institucija ima operativniju ulogu u odnosu na prethodnu, naime, ova grupa institucija je zadužena za sprovođenje mjera u podsticaju izvoza i ona obuhvata i državne i privatne

institucije koje mogu biti specijalizovane za podsticaj izvoza ali i ne moraju (Poreska uprava, Centralna banka, državne agencije, državne finansijske institucije, i sl.). Državne institucije koje spadaju u ovu grupu mogu se podijeliti na specijalizovane i nespecijalizovane državne institucije za podsticaj izvoza, prema nivou njihove specijalizacije u podsticaju izvoza. Pomenućemo i međunarodne institucije koje imaju ulogu u podsticaju izvoznih poslova kao što su: *UNCTAD* (*United Nations Conference on Trade and Development* – Konferencija Ujedinjenih nacija za trgovinu i razvoj), *WTO* (*World Trade Organization* – Svjetska trgovinska organizacija), *ITC* (*International Trade Center* – Međunarodni trgovinski centar), itd. Grafički prikaz institucionalnog okvira za podsticaj izvoza je dat na *Sl.1.*

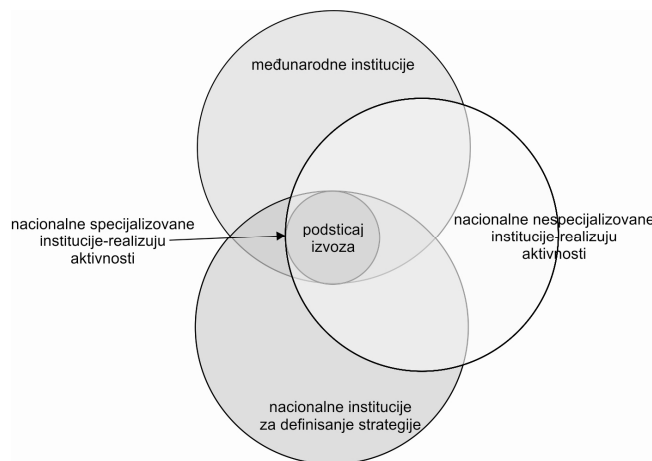
Kod analize institucionalnog okvira za podsticaj izvoza u BiH moramo krenuti od činjenice da kod nas još uvijek ne postoji usvojena nacionalna izvozna strategija, naime, prije nešto više od godinu dana, Izvozno vijeće BiH je donijelo Nacrt strategije rasta izvoza BiH od 2012. do 2015., međutim ta strategije još uvijek nije zvanično usvojena od strane Vijeća ministara. Bez obzira na odsustvo strategije, institucionalni okvir za podsticaj izvoza u BiH postoji:

- Institucije putem kojih se definiše nacionalna strategije (Vijeće ministara BiH, Ministarstvo spoljne trgovine i ekonomskih odnosa sa Izvoznim vijećem kao savjetodavnim tijelom i Odjeljenjem za podsticaj izvoza, nadležna entitetska ministarstva),
- Institucije putem kojih se realizuju aktivnosti izvozne strategije (specijalizovane i nespecijalizovane državne i privatne institucije).

Ističemo veoma važnu koordinativnu ulogu koju treba da imaju institucije iz prve grupe. Druga grupa institucija obuhvata veliki broj institucija. U podgrupi specijalizovanih institucija imamo: *IGA* BiH (*Investment Garanty Agency* - Izvozno kreditna agencija BiH), *BHEPA* (*Bosnia and Herzegovina Export Promotion Agency* - Agencija za promociju izvoza BiH). Za razliku od *IGA* BiH koja je u državnom vlasništvu, *BHEPA* je privatna institucija koja je ovlaštena od Vijeća ministara za realizovanje aktivnosti na promociji izvoza. Podgrupa nespecijalizovanih institucija obuhvata heterogenu grupu institucija koje direktno ili indirektno učestvuju u procesu podsticaja izvoza. Na nivou BiH imamo sljedeće institucije:

- *FIPA* (*Foreign Investment Promotion Agency* - Agencija za unapređenje direktnih stranih investicija u BiH),
- Ministarstvo finansija i trezora BiH,
- Uprava za indirektno oporezivanje,
- Ministarstvo civilnih poslova BiH,

- Ministarstvo inostranih poslova BiH, Odjeljenje za ekonomsku diplomatiju,
- Ministarstvo komunikacija i saobraćaja BiH,
- Spoljnotrgovinska komora BiH,
- Institut za standardizaciju BiH,
- Institut za intelektualno vlasništvo BiH,
- Institut za akreditaciju BiH,
- Institut za meteorologiju BiH,
- Centralna banka BiH.



Slika 1. Institucionalni okvir za podsticaj izvoza

Na nivou entiteta:

- Ministarstva finansija i poreske uprave,
- Ministarstva saobraćaja, poljoprivrede, šumarstva, industrije,
- Razne entitetske, kantonalne i regionalne razvojne agencije u državnom ili privatnom vlasništvu,
- Privredna komora RS i Privredna komora FBiH,
- Investiciona razvojna banka RS,
- Razvojna banka FBiH,
- Ostale entitetske agencije.

Ovim nije iscrpljen konačan spisak institucija koje su ili koje mogu biti dio institucionalnog okvira za podsticaj izvoza. Veći dio pomenutih institucija nisu nastale sa uporištem u izвозnoj strategiji, zbog njihovog karaktera i domena aktivnosti, naime, aktivnosti tih institucija nisu primarno vezane za podsticaj izvoza pa prema tome i potreba za njihovim osnivanjem ne treba da proističe iz strategije. Za ovu grupu institucija veza sa strategijom je u tome što se strategijom definišu njihove aktivnosti u podsticaju izvoza. Problem imamo kod institucija koje su specijalizovane za podsticaj izvoza, a u njihovom uspostavljanju je izostao strateški osnov. Kao što smo naveli, u ovom trenutku u BiH imamo uspostavljene sljedeće specijalizovane institucije: *IGA* BiH, *BHEPA* i *FIPA*. *IGA* BiH i *FIPA* su u državnom vlasništvu sa različito riješenim načinom upravljanja, dok je *BHEPA*

privatna institucija. Navedene institucije su nastajale u veoma dugom vremenskom periodu od 1996. (*IGA* BiH) do 2008. (*BHEPA*). Kod malih zemalja, kojima pripada BiH, uobičajena praksa je da su u segmentu specijalizovanih državnih institucija u jednoj instituciji objedinjene aktivnosti i promocije izvoza i promocije direktnih stranih ulaganja, u cilju obezbjeđenja racionalnije upotrebe resursa. Tako na primjer kod Singapura je u jednoj instituciji objedinjena funkcija promocije izvoza i funkcija finansiranja izvoza, što je detaljnije razmatrao Vladan Nastić (2011).

Ključni problem kod institucionalnog okvira za podsticaj izvoza u BiH je nedostatak odgovarajuće strategije, a što povlači kao posljedicu problem definisanja i finansiranja aktivnosti specijalizovanih institucija i otežanu koordinaciju aktivnosti. Pored ovog problema, evidentan je i problem nedefiniranih odnosa, delegiranja ovlaštenja i odgovornosti entitetskih institucija, a što je posljedica pravno-političkog uređenja BiH i političkih odnosa. Moramo uzeti u obzir da Republika Srpska ima usvojenu Strategiju podsticanja izvoza za period 2009-2012, koja ukazuje na potencijalne probleme u institucionalnom okviru za podsticaj izvoza na nivou entiteta, ali ne daje adekvatno rješenje, ne posvećujući ovom problemu dovoljnu pažnju. Međutim, strategija za naredni period još nije definisana. Bez obzira na to što je *BHEPA* institucija ovlaštena za promociju izvoza od strane države, izostaje rješavanje problema finansiranja njenih aktivnosti. I kod *IGA* BiH su prisutni određeni problemi, a posebno kod preuzimanja rizika u finansiranju izvoznih poslova, što se odražava na cijenu njihovih proizvoda i vrstama i karakteru rizika koji se preuzimaju. Navedena institucija je vođena tržišnim principima kod finansiranja izvoznih poslova i kod preuzimanja rizika, što je pozitivno sa aspekta održivosti institucije, ali nije adekvatno za ozbiljniju podršku u finansiranju izvoznih poslova. I kod ove institucije izostaje neophodna podrška države. Uz značajniju podršku države *IGA* BiH bi bila u mogućnosti da proširi svoje aktivnosti i da snizi cijene svojih proizvoda. Prostor za redefinisane institucionalnog okvira za podsticaj izvoza, a posebno u segmentu specijalizovanih državnih institucija, postoji ali je on uslovljen definisanjem nacionalne izvozne strategije i opštim političkim konsenzusom na nivou BiH. Redefinisane institucionalnog okvira za podsticaj izvoza u segmentu specijalizovanih državnih institucija treba da ide u pravcu smanjenja ukupnog broja institucija. Pošto ne postoji model organizovanja koji je univerzalno primjenljiv, za BiH je optimlano rješenje da na državnom nivou postoje dvije institucije, jedna institucija za podršku u finansiranju izvoznih poslova, a druga institucija za marketinšku i organizacionu podršku izvozu uz obavljanje poslova u promociji direktnih ulaganja (i ulaganja u BiH ali i direktnih ulaganja BiH kompanija u inostranstvu). Obje institucije treba da budu u državnom vlasništvu i značajno finansijski potpomognute od strane države. Dostupnost državnih fondova je ključna za uspješne

aktivnosti nefinansijskih specijalizovanih državnih institucija, dok je za finansijske specijalizovane državne institucije značajnija državna podrška u garantovanju za preuzete rizike.

Institucionalni okvir za podsticaj izvoza u BiH zahtjeva hitnu i suštinsku reformu koja treba da se odvija u sljedećim pravcima:

- Usvajanje nacionalne izvozne strategije i njena puna primjenu uz jasno definisanu ulogu pojedinih institucija, a posebno institucija koje nisu specijalizovane za podsticaj izvoza. Nacionalna izvozna strategija treba da bude u uskoj vezi sa nacionalnom razvojnom strategijom.
- Uspostavljanje jakog koordinacionog tijela sa osnovnom funkcijom u nadzoru provođenja strategije i koordinaciji aktivnosti institucija.
- Redefinisanje i racionalizacija specijalizovanih državnih institucija.
- Definisanje ovlaštenja, odgovornosti, aktivnosti i koordinacije između državnog i entitetskih nivoa podsticaja izvoza.
- Obezbjedenje fondova za podsticaj izvoza, neophodnih za realizovanje aktivnosti institucija.
- Precizno definisanje aktivnosti koje realizuju institucije koje nemaju karakter specijalizovanih, kako ne bi dolazilo do preklapanja aktivnosti.

Ovdje naglašavamo potrebu preciznog definisanja aktivnosti Ministarstva inostranih poslova tj. Odjeljenja za ekonomsku diplomatiju. Potrebno je definisati da li se ovo odjeljenje bavi trgovinskom ili komercijalnom diplomatijom?

6. ULOGA SPECIJALIZOVANIH DRŽAVNIH INSTITUCIJA U KREIRANJU MARKETING STRATEGIJE

Danas u svijetu postoje 234 nefinansijske specijalizovane državne institucije za podsticaj izvoza koje pružaju marketinšku podršku izvozu. U tabeli 2. dajemo raspored institucija po geografskim cjelinama.

Od polovine šezdesetih godina XX vijeka ove institucije postaju popularne kao instrument spoljnotrgovinske politike i razvojne politike čiji je primarni cilj podsticaj izvoza. U proteklom periodu došlo je do osnivanja institucija ovog tipa u skoro svim zemljama svijeta. Opšti svjetski trend i veliki entuzijazam u osnivanju institucija za podsticaj izvoza od polovine šezdesetih godina, smijenjen je skepticizmom i preispitivanjem njihove uloge i njihovih dometa početkom devedesetih godina. Bez obzira na sve probleme, ove institucije su preživjele preispitivanje, ali se u planiranju i realizaciji njihovih aktivnosti danas prilazi sa mnogo više pažnje. Protekle dvije decenije veliki broj autora je razmatrao

nefinansijske specijalizovane državne institucije i njihov uticaj na izvoz kroz marketinšku podršku izvozu. Dosadašnja istraživanja su potvrđivala ili opovrgavala pozitivan uticaj aktivnosti nefinansijskih specijalizovanih državnih institucija na izvoz. E.Gencturk i M.Kotabe (2001) su testirali vezu između upotrebe programa marketinškog podsticaja izvoza i izvoznih performansi kompanija na uzorku od 162 američke izvozne kompanije. Rezultat istraživanja je da korištenje programa povećava profitabilnost izvoza ali ne i nivo izvoza, sa sugestijom da ne postoje pozitivne eksternalije

TABELA 2. NEFINANSIJSKE SPECIJALIZOVANE DRŽAVNE INSTITUCIJE ZA PODSTICAJ IZVOZA U SVIJETU

REGION	BROJ INSTITUCIJA
Evropa	47
Arapske zemlje	24
Afrika	60
Južna Amerika	35
Sjeverna Amerika	3
Azija	53
Okeanija	12
Svijet ukupno	234

između firmi i da izvozni programi predstavljaju isključivo transfer između specijalizovanih institucija ka kompanijama. Njihov nalaz je da iskusniji izvoznici ostvaruju veću korist od programa podsticaja izvoza i to u domenu profitabilnosti, nego što to ostvaruju novi izvoznici. D.Keesing i A.Singer (1991) su ustanovili da je većina specijalizovanih nefinansijskih državnih institucija uspjela da ostvari svoje ciljeve, s tim što su u određenim oblastima ostvarile negativan uticaj na izvoz, izuzev zemalja koje su imale izgrađene adekvatne politike (Singapur, Tajvan, Hong Kong, Južna Koreja). Osnovne slabosti ovih institucija su loše vođenje od strane loše obučeni državnih službenika koji nemaju dodira sa izvoznicima i njihovim problemima. Politika supstitucije uvoza je identifikovana kao osnovni problem u neadekvatnosti usluga institucija. L. De Wulf (2001) naglašava važnost aktivnosti nefinansijskih specijalizovanih državnih institucija koje su usmjerene ka unutra u odnosu na aktivnosti usmjerene ka vani, koje su tradicionalno prisutne kod ovih institucija. D.Lederman, M.Olarreaga i L.Payton (2006) su na uzorku od 88 nefinansijskih specijalizovanih institucija ustanovili da je njih 85% državnih, 5% mješovitih a 10% privatnih. Prosječan budžet im je oko 0,11% od vrijednosti izvoza roba i usluga i da se maksimalni efekat na izvoz postiže ako je iznos njihovog budžeta u granicama od 0,60 do 2,70 američkih dolara *per capita*. Zaključci studije su da nefinansijske specijalizovane državne institucije moraju da imaju veliki udio privatnog sektora u menadžmentu institucije i da dominantan izvor sredstava treba da budu javni fondovi. Fokus

djelovanja institucija treba da bude na izvozu netradicionalnih sektora i na velike kompanije koje nisu izvoznici kako bi se postigli najbolji rezultati, a budžet treba da bude usmjeren na aktivnosti ka unutra. N.Donthu i S.Kim (1993) su u empirijskom istraživanju otkrili da državni programi podrške izvozu imaju pozitivan uticaj na rast izvoza. Takođe i C.Katsikeas, N.Piercy i C.Ionnaidis (1996) dolaze do zaključka da državni program podsticaja izvoza Grčke ima pozitivan uticaj na izvozne performanse izvoznika. T.Singer i M.Czinkota (1994) su ustanovili da programi podrške izvozu stimulišu menadžerski pozitivan stav prema izvozu i njihovu opredjeljenost za izvoz. E.Genc Turk i M.Kotabe (2001) konstatuju da upotreba državnih programa podrške izvozu dovodi do povećanja efikasnosti izvoza i poboljšanja konkurentske pozicije izvoznika. A.Shamsuddoha i M. J unus Ali (2001) su realizovali istraživanje koje je došlo do veoma značajnih zaključaka. Oni su utvrdili da je kompanijsko znanje o izvozu u direktnoj pozitivnoj vezi sa percepcijom izvoznog tržišta od strane menadžmenta, opredjeljenošću menadžmenta za izvoz i izvoznom marketing strategijom. Opredjeljenost za izvoz je u pozitivnoj vezi sa izvoznom strategijom kompanije i izvoznim performansama kompanije. Menadžerska percepcija okruženja na izvoznom tržištu je u pozitivnoj vezi sa izvoznom strategijom kompanije, a izvozna strategija je u pozitivnoj vezi sa izvoznim performansama kompanije. Ustanovili su da je upotreba državnih programa za podsticaj izvoza u pozitivnoj vezi sa menadžerskom percepcijom okruženja na izvoznom tržištu, znanjem o izvozu i izvoznim performansama. Sva ova istraživanja su imala za predmet nefinansijske specijalizovane državne institucije, a kao što smo već rekli, one su nosioci marketinške podrške izvoznim poslovima.

Planiranje marketinga za kompanije je od velike važnosti i ono karakteriše sposobnost kompanije da realizuje poslovne ciljeve kroz zadovoljavanje potreba potrošača uvažavajući sve okolnosti sa kojima se kompanija susreće ne samo na tržištu, već i unutar nje. Izgradnja adekvatne marketing strategije je složen proces koji zahtijeva angažovanje unutrašnjih kadrovskih marketing resursa uz eventualno uključivanje i resursa izvan kompanije. Donošenje odluka u kreiranju marketing strategije treba da bude zasnovano na relevantnim informacijama dobijenim marketinškim istraživanjima. Jednom definisana strategija nije nepromjenljiva kategorija, već podrazumijeva stalno praćenje, kontrolisanje, promjene

i prilagođavanja u skladu sa promjenama u okruženju i unutar kompanije. Najčešća definicija marketing strategije je da je to formalizovani plan koji kombinuje razvoj proizvoda, promocije, distribucije i cijena, identifikuje kompanijske marketing ciljeve i pruža objašnjenje na koji način će biti dostignuti ti ciljevi u određenom vremenskom okviru. Marketing strategija određuje izbor ciljanih tržišta ili segmenata, pozicioniranje, marketing miks i alokaciju marketing resursa kompanije. Postoje različite varijante marketing strategija zasnovanih na kombinaciji proizvod-tržište:

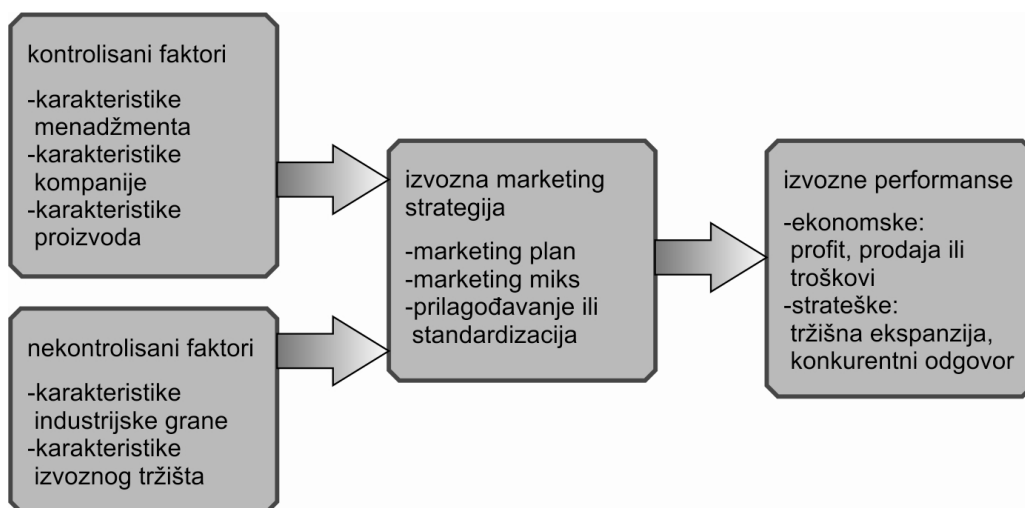
- Postojeći proizvod - postojeće tržište, strategija koja je zasnovana na povećanju plasmana postojećih proizvoda na postojećem tržištu uz korištenje instrumenata marketinga i njihovo odgovarajuće uobličavanje. Strategija penetracije.
- Postojeći proizvod - novo tržište, koja osnovni fokus aktivnosti stavlja na izbor i osvajanje novih tržišta.
- Novi proizvod - postojeće tržište, strategija je koja je fokusirana na proizvod. Kreiranjem novih proizvoda prilagođenih novim ili postojećim potrebama potrošača nastoji se ostvariti konkurentska prednost.
- Novi proizvod - novo tržište, svakako predstavlja najinovativniju ali i najrizičniju stratešku alternativu. Kreiranjem novih proizvoda nastoje se osvojiti nova tržišta.

Izvozna marketing strategija je sastavni dio marketing strategije kompanije i ona predstavlja prilagođavanje opšte marketing strategije poslovanju na inostranim tržištima. Pojednostavljeni koncept izvozne marketing strategije i međusobne veze sa izvoznim performansama dajemo na *Sl. 2.*

U procesu definisanja izvozne marketing strategije kompanije identifikujemo šest osnovnih faza:

- Razumijevanje uloge izvoza i njegovog uklapanja u postojeće poslovanje.
- Određivanje načina uticaja izvoza na postojeće poslovanje i identifikovanje mogućnosti i potreba.
- Identifikovanje i rangiranje perspektivnih tržišta.
- Postavljanje izvoznih ciljeva.
- Definisanje marketing strategije.
- Plan aktivnosti.

Prikaz procesa je dat na *Sl. 3.*



Slika 2. Konceptni okvir izvozne strategije



Slika 3. Proces razvoja izvozne marketing strategije

U procesu razvoja izvozne marketing strategije uzima se u obzir njen konceptni okvir tako da je u prvoj, drugoj i trećoj fazi procesa sadržano identifikovanje i kvantifikacija kontrolisanih i nekontrolisanih faktora (pogledati Sl. 2) a u četvrtoj, petoj i šestoj fazi procesa definiše se izvozna marketing strategija i izvozne performanse (pogledati Sl. 2). Definisane izvozne marketing strategije podrazumijeva definisanje pojedinačnih strategija:

- Strategija ulaska na inostrano tržište,
- Strategija proizvoda,
- Distribuciona strategija,
- Operaciona strategija,
- Finansijska strategija.

Strategija ulaska na inostrano tržište ima tri osnovne varijante: izvozna ili trgovinska strategija ulaska, kooperativna strategija i investiciona strategija. Samo prva strategija predstavlja čisto izvoznu strategiju, dok druge dvije strategijske varijante predstavljaju više nivoje internacionalizacije poslovanja. Strategija proizvoda treba da odredi na kom izvoznom tržištu nuditi koji proizvod ili varijantu proizvoda. Takođe, ona definiše i potrebu za modifikacijom ili standardizacijom ili pak za razvojem novih proizvoda, cjenovnu strategiju i strategiju brenda. Distribuciona strategija treba da obezbijedi optimalnu kombinaciju elemenata kao što su: način transporta, osiguranje, fizičku distribuciju, poslovnu distribuciju, način

organizovanja izvozne funkcije, potrebe za dodatnim osobljem i sl. Operaciona strategija treba da obezbijedi međusobnu koordinaciju postojećih i izvoznih operacija kako bi se obezbijedila racionalna upotreba raspoloživih resursa. Finansijska strategija treba da definiše način finansiranja izvoznih marketing aktivnosti i sprovođenja pojedinačnih strategija, kao i obim potrebnih sredstava. Izvozna marketing strategija treba da sadrži jasne odluke o ciljanim tržištima i tržišnim segmentima, definisanom tržišnom pozicioniranju, marketing miks i visini troškova.

Podrška nefinansijskih specijalizovanih državnih institucija za podsticaj izvoza u kreiranju i provođenju izvozne marketing strategije se ogleda u:

- Marketing edukaciji izvoznika (seminari, časopisi i posebne publikacije),
- Pružanju konsalting usluga u kreiranju marketing strategije ili pojedinih njenih dijelova,
- Obezbjedenju informacija o ciljanim tržištima,
- Sprovođenju namjenskih istraživanja,
- Pružanju raznih vidova podrške u sprovođenju pojedinih dijelova izvozne marketing strategije kroz sufinansiranje,
- Podršku pristupu makretnskoj infrastrukturi u inostranstvu.

Uloga nefinansijskih specijalizovanih državnih institucija za podsticaj izvoza je usmjeravajuća tj. specijalizovane državne institucije ne treba da imaju dominantnu ulogu u kreiranju i sprovođenju izvozne marketing strategije. Inicijativa treba da bude na izvoznim kompanijama i makreting menadžmentu kompanije izvoznika. Pravilno definisanje izvozne marketing strategije određuje uspješnost izvoznika tako da je podrška specijalizovanih državnih institucija poželjna. Danas skoro svaka državna specijalizovana nefinansijska institucija ima razvijene programe podrške u kreiranju i primjeni izvozne marketinga strategije. *Enterprise Ireland* ima nekoliko programa podrške u kreiranju i realizovanju izvozne marketing strategije. Jedan od njih je program finansijske podrške u kreiranju i primjeni strategije za velike kompanije. Kriterijumi za dodjelu finansijske podrške su: idetnifikovana potreba za finansijskom podrškom, potencijalni rast izvoza i zapošljavanja, regionalna lokacija kompanije i prethodno korištena sredstva programa *Enterprise Ireland*. Program *Going Global Fund* je namijenjen za irske kompanije koje nastoje da uđu u izvoz. Podrška se ogleda u praćenju i analizi mogućnosti izlaska na inostrano tržište, razvoju i realizaciji plana za izvozne proizvode, identifikovanju distribucionih kanala i istraživanju izvoznih tržišta. Maksimalni iznos sredstava po ovom programu je 25000 evra po kompaniji, a ta sredstva su namijenjena za pokriće troškova zaposlenih koji će biti angažovani, pokriće troškova konsaltinga i pokriće troškova putovanja.

7. EKSTERNA OGRANIČENJA U PODRŠCI KOD KREIRANJA I REALIZACIJE IZVOZNE MARKETING STRATEGIJE

Podrška u kreiranju i realizaciji izvozne marketing strategije *de facto* predstavlja subvencionisanje. Subvencionisanje ovog tipa može biti i direktnog i indirektnog karaktera. Osnovno ograničenje kod subvencionisanja je obezbjeđenje fondova i njihova pravovremena dostupnost. Drugo ograničenje je adekvatnost programa podrške, kao i kvalitet njihove primjene. Treće ograničenje bi bilo uklapanje subvencija u međunarodna pravila. Međunarodna pravila za marketinšku podršku izvozu proističu iz pravila STO (Svjetske trgovinske organizacije) i to iz *ASCM* (*Agreement on Subsidies and Countervailing Measures* – Sporazum o subvencijama i kontramjerama). Sam sporazum reguliše širok spektar direktnih i indirektnih subvencija za izvoz, ali mi ćemo se ograničiti na pravila koja su bitna za aktivnosti specijalizovanih državnih institucija u marketinškoj podršci izvozu. Prilikom definisanja prvobitnog *GATT* (*General Agreement on Tariffs and Trade* – Opšti sporazum o carinama i trgovini) 1947. subvencije nisu bile regulisane na adekvatan način, a 1955. godine, sa inoviranim sporazumom *GATT* subvencije za industrijske proizvode su zabranjene. Tokom tokijske runde pregovora ustanovljen je *Subsidies Code* koji je preciznije definisao problematiku izvoznih subvencija i

stupio je na snagu 1979. godine, ali je imao nedostatak u nedovoljno jasnom definisanju subvencija. Urugvajska runda pregovora je dovela do postizanja sporazuma *ASCM* koji je otklonio nedostatke koji su uočeni. Ovaj sporazum je stupio na snagu 1995. godine.

U *ASCM* se pod subvencijama podrazumijevaju sljedeće aktivnosti vlade:

- Direktna transfere fondova (grantovi, zajmovi i učešće u vlasništvu kako bi se uvećao kapital kompanije), potencijalne direktne transfere fondova ili preuzimanje odgovornosti.
- Državni prihodi koji su oprošteni ili se ne sakupljaju.
- Obezbjedivanje od strane države roba ili usluga a koje se ne smatraju infrastrukturom.
- Plaćanja države za uspostavljanje fondova ili zajedničkih fondova sa privatnim institucijama čija je uloga da vode aktivnosti definisane u prethodne tri tačke a koje obično provodi država.
- Bilo koja forma prihoda ili podrške u formiranju cijene za domaću industriju.

Kao što smo rekli, predmet regulacije sporazumom su specifične subvencije, što znači da opšte subvencije nisu predmet regulisanja ovim sporazumom. Postoje četiri vrste specifičnih subvencija:

- Specifične subvencije u pogledu preduzeća.
- Specifične subvencije u pogledu industrije.
- Specifične subvencije u pogledu regije.
- Zabranjene subvencije. Država usmjerava subvencije ka izvoznim proizvodima ili država putem domaćih inputa subvencionise izvozne proizvode.

Pored toga *ASCM* kategorizuje specifične subvencije u dvije grupe: nedozvoljene subvencije i kažnjive subvencije. Nedozvoljene subvencije se svrstavaju u dvije grupe. Prva grupa ovih subvencija obuhvata subvencije koje direktno utiču na performanse izvoza i poznate su kao izvozne subvencije. Druga grupa su subvencije koje podstiču upotrebu domaćih roba umjesto uvoznih i ova grupa subvencija su poznate i kao „subvencije domaćeg sadržaja“. Ove dvije grupe subvencija su nedozvoljene zato što direktno utiču na trgovinu i direktno ugrožavaju interese drugih zemalja članica STO. Većina ostalih subvencija, kao što su proizvodne, subvencije spadaju u grupu kažnjivih subvencija. Na početku da razjasnimo jednu nedoumicu oko ovih subvencija, naime, ove subvencije nisu nedozvoljene kao što je to slučaj kod prethodne grupe subvencija. Ova grupa subvencija su kažnjive u smislu mogućnosti pokretanja kontra mjera od strane oštećenog, ali nakon sprovedene procedure koju propisuje sporazum. Primjena subvencija *a priori* ne znači da će ta aktivnost biti kažnjena od strane drugih

zemalja, već je neophodno, prije svega, identifikovati te subvencija a zatim procijeniti postojanje štete za neku od zemalja pa tek onda slijedi pokretanje postupka dokazivanja postojanja štete i shodno tome preduzimanja kontra mjera. Kao što smo vidjeli, upotreba nedozvoljenih subvencija *a priori* znači kažnjavanje zemlje koja je takve subvencije primijenila.

Pored nedozvoljenih i kažnjivih subvencija, u sporazumu se definišu i nekažnjive subvencije. Nekažnjive subvencije su takve subvencije koje ne mogu biti predmet kontramjera. U nekažnjive subvencije se ubrajaju sve subvencije koje nisu specifične. Ovu grupu subvencija sačinjavaju subvencije koje su usmjerene na podršku istraživanjima koja se sprovode od strane kompanija ili od strane naučnih ustanova kada su ispunjeni sljedeći uslovi:

- Ako subvencije ne prelaze 75% iznosa troškova istraživanja,
- Ako subvencije ne prelaze 50% iznosa troškova aktivnosti poboljšanja konkurentnosti,
- Ako su te subvencije usmjerene na finansiranje troškova osoblja, troškova instrumenata, opreme, zemljišta i zgrada koji će se koristiti isključivo u istraživačke svrhe, troškove konsaltinga koji je usmjeren isključivo na istraživački projekat, dodatne troškove istraživanja i ostale neophodne troškove istraživanja.

Subvencije koje se ubrajaju u ovu grupu su subvencije namijenjene za razvoj nerazvijenih područja. Subvencionisanje razvoja određenih regija podrazumijeva postojanje programa razvoja za posmatranu regiju i nespecifičnost tih subvencija. I na kraju, posljednje subvencije koje pripadaju ovoj grupi su subvencije namijenjene za prilagođavanje postojećih postrojenja novim ekološkim standardima. Kako bi se izbjegle nedoumice u tumačenju koje subvencije spadaju u nedozvoljene, u Aneksu I sporazuma se daje spisak nedozvoljenih (izvoznih) subvencija sa preciznim definicijama.

Pravila koja se odnose na nefinansijske specijalizovane državne institucije proističu iz definisanja subvencija i njihove kategorizacije. Nefinansijske institucije u svojim aktivnostima mogu da primjenjuju dvije vrste subvencija: kažnjive i nekažnjive subvencije. Za primjenu ovih subvencija, kao i ostalih, vrlo važan je princip minimalnih subvencija koji definiše da subvencije koje ne premašuju 4% godišnje vrijednosti izvoza određene robe po tarifnom broju ne proizvode mogućnost preduzimanja kontra mjera. Ovakav pristup omogućava više manevarskog prostora nerazvijenim zemljama i zemljama u razvoju. Kažnjive i nekažnjive subvencije ostavljaju veliki prostor za aktivnosti u marketinškom podsticaju izvoza.

Bez obzira na to što BiH još uvijek nije punopravni član STO, pravila koja proističu iz sporazuma STO su indirektno uključena u zakonodavstvo BiH. Preuzimanjem Direktiva EU (EU zakonodavstva), a koje je usaglašeno sa pravilima STO, BiH u svoj zakonodavno-pravni okvir uvodi pravila STO. Zakon iz ove kategorije koji će imati značajnije implikacije je Zakon o državnoj pomoći BiH.

ZAKLJUČAK

Značaj nefinansijskih specijalizovanih institucija u podsticaju izvoznih poslova je višestruk:

- Nefinansijske specijalizovane državne institucije kroz edukaciju, konsalting, obezbjeđivanje informacija o tržištima i sektorima, podrškom u realizovanju marketing istraživanja, podrškom u prilagođavanju i razvoju proizvoda, podrškom u uvođenju međunarodnih standarda, podrškom u odabiru distribucionih kanala, podrškom u kreiranju pojedinačnog brenda, podrškom u kreiranju cjenovne politike, podrškom u kreiranju promotivnih aktivnosti i sl. utiču na pravilno definisanje i realizaciju izvozne marketing strategije.
- Aktivnostima na promovisanju zemlje, organizovanju trgovinskih misija, učešću na međunarodnim sajmovima, organizovanju izložbi u inostranstvu, promovisanju određenih izvoznih sektora, nefinansijske specijalizovane državne institucije utiču na izgradnju visokog imidža zemlje što omogućava izvozniciima da taj imidž koriste u promovisanju svojih proizvoda. Istovremeno se ostvaruju direktni kontakti sa potencijalnim poslovnim partnerima (direktna promocija) a što može poslužiti i kao sredstvo za istraživanje tržišta.
- Putem javno dostupnih elektronskih baza podataka o izvozniciima, aktuelnoj tražnji i ponudi, kao i putem štampanih kataloga i publikacija omogućuje se lakše pronalaženje poslovnih partnera.
- Kreiranjem i realizovanjem posebnih programa namijenjenih za određene sektore ili određena tržišta i regione, nefinansijske specijalizovane državne institucije obezbjeđuju poseban pristup određenim izvoznim segmentima, čime se omogućava rast izvoza novih sektora i rast izvoza na nova tržišta.

Da bi ove institucije bile maksimalno efikasne, potrebno je da se u njihovo vođenje uključi privatni sektor, da izvor sredstava za budžet institucije budu javna sredstva, da budu autonomne u donošenju odluka, da budu fleksibilne i autonomne, da ostvare balans između aktivnosti u zemlji i inostranstvu i da

kadrovi u instituciju budu visoko profesionalni i kvalitetni i da raspolazu znanjima o izvozu.

Aktivnostima specijalizovanih državnih institucija u kreiranju i realizaciji izvozne marketing strategije pojedinačnih kompanija izvoznica ostvaruju se sljedeći efekti:

- Direktno se utiče na poboljšanje izvoznih performansi kompanije (veći tržišni udio i bolji finansijski efekti izvoza).
- Smanjuju se troškovi kreiranja i realizovanja izvozne marketing strategije. Troškovi kreiranja su vezani sa potrebom obezbjeđivanja specifičnih informacija i pribavljanja visoko stručnog konsaltinga. U fazi realizovanja strategije smanjuju se troškovi preuzimanjem njihovog dijela od strane specijalizovane institucije. Kroz podršku u adekvatnom formiranju distribucionih kanala, izboru vrste promotivnih aktivnosti, skraćivanje vremena pronalaska partnera u inostranstvu, utiče se na smanjenje troškova.
- Nesrazmjerno manje povećanje ukupnih troškova i povećanje ukupnih prihoda, dovode do povećanja finansijskog rezultata izvoza.
- Izbor adekvatne izvozne marketing strategije čiji je rezultat viši nivo diferencijacije, a što u ishodištu kompaniju izvoznicu dovodi u oligopolsku konkurenciju.
- Efikasnije rješavanje problema prilagođavanja naspram standardizacije marketing strategije u međunarodnom kontekstu.

U narednim istraživanjima bi bilo neophodno posvetiti veću pažnju empirijskim istraživanjima dostupnih programa marketing podrške izvozu, dostupnih kroz institucionalni okvir za podsticaj izvoza, i izvršiti kvantifikaciju efekata tih programa na izvozni sektor.

LITERATURA

- [1] Alvarez R.E., and Crespi G.T. (2000), "Export Performance and Promotion Instruments: Chilean Empirical Evidence", University of Chile, Department of Economics, Estudios de Economia, Vol. 27-No2, 225-241
- [2] Brenton P., and Erik von Uexkull (2008), "Has Product-Specific Aid for Trade Increased Exports?", The World Bank Group, International Trade Department, Trade Note 36, Washington
- [3] De Wulf I.uc. (2001) "Why Have Trade Promotion Organizations Failed and How Can They Be Revitalized?", World Bank, Washington, DC
- [4] Donthu, N. and Kim, S.H. (1993), "Implications of firm controllable factors on export growth", Journal of Global Marketing, 7(1)
- [5] Gencturk E, Kotabe M (2001) "The effect of export assistance program usage on export performance: A contingency explanation", Journal of International Marketing,
- [6] Izvozno vijeće BiH, (2011) "Nacrt strategije rasta izvoza BiH od 2012. do 2015. godine, Sarajevo,
- [7] Katsikeas, C. S., Piercy, N.F. and Ioannidis, C. (1996), "Determinants of export performance in a European context", European Journal of Marketing, 30(6)
- [8] Lederman D., Olarreaga M., and Payton L. (2006.) "Export Promotion Agencies: What Works What Doesn't", The World Bank, Development Research Group, Washington
- [9] Molnar K. (2003.), "Impacts of Globalization on Australian Trade Policy: Changes in Government Export Promotion Policy", University of Sydney, Department of Government and International Relations, Sydney
- [10] Nastić V., (2011), "Uloga i značaj specijalizovanih državnih institucija u podsticaju izvoza", neobjavljena doktorska disertacija, Niš
- [11] Rajapatirana Sarah, (1993.) "Policy Recommendation for Export Promotion", The World Bank, Washington
- [12] Singer, T.O. and Czinkota, M.R. (1994), "Factors associated with effective use of export assistance", Journal of International Marketing, 2(1)
- [13] Shamsuddoha A.K., and J unus Ali M. (2002), "Direct and Indirect Impact of Export Promotion Programs on Export Performance", Queensland University of Technology
- [14] UNCTAD, (2012.), "Handbook of statistics 2012", United Nations, Geneva and New York,
- [15] Vlada Republike Srpske, (2009.), "Strategija podsticanja izvoza Republike Srpske", Banja Luka
- [16] Agencija za statistiku BiH, http://www.bhas.ba/index.php?option=com_publicacija&view=publicacija_pregled&ids=2&id=7&n=Vanjska%20trgovina
- [17] BHEPA: www.bhepa.ba
- [18] European Central Bank: http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIE_S_KEJ=120.EXR.D.USD.EUR.SP00.A
- [19] Enterprises Ireland, Internet sajt adresa: <http://www.enterprise-ireland.com/en/>
- [20] IGA BIH: www.iga.gov.ba
- [21] IMF: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/02/weodata/weoselgr.aspx>
- [22] World Trade Organization: http://www.wto.org/english/thewto_e/whatis_e/tif_e/agrm8_e.htm#subsidies

PRAVCI RAZVOJA DOBROVOLJNOG PENZIJSKOG OSIGURANJA U SRBIJI

DIRECTIONS OF THE DEVELOPMENT OF VOLUNTARY PENSION SYSTEM IN SERBIA

Prof. dr Tatjana Rakonjac-Antić, Prof. dr Vesna Rajić,
*Katedra za ekonomsku politiku i razvoj i Katedra za statistiku
i matematiku, Ekonomski fakultet, Beograd, Srbija*

Rezime: Dobrovoljno penzijsko osiguranje u Srbiji, u osnovi, predstavlja za učesnike dodatni izvor ostvarivanja penzijskih nadoknada (penzija). Ovaj sistem penzijskog osiguranja počeo je da se primenjuje usvajanjem Zakona o dobrovoljnim penzijskim fondovima i penzijskim planovima 2005. godine. Zbog nepovoljnog makroekonomskog ambijenta od početka primene do danas, došlo je do neznatnog pomaka u razvoju dobrovoljnog penzijskog osiguranja u Srbiji. Izvršena je konsolidacija, i u okviru ovog sistema penzijskog osiguranja sada posluje pet društava za upravljanje dobrovoljnim penzijskim fondovima i penzijskim planovima. Cilj rada je da se na osnovu analize faza u dosadašnjem razvoju sistema dobrovoljnog penzijskog osiguranja izdvoje problemi i ukaže na ekonomske i pravne predušlove za jačanje ovog sistema penzijskog osiguranja.

Ključne riječi: dobrovoljno penzijsko osiguranje, penzijska nadoknada (penzija), društvo za upravljanje dobrovoljnim penzijskim fondovima i planovima.

Abstract: Voluntary pension insurance in Serbia, in essence, is an additional source of achieving pensions. The pension insurance system began to be implemented by adopting the Law on voluntary pension funds and pension plans 2005th year. Because of the unfavorable macro-economic environment, from the beginning of the implementation until today there has been a slight shift in the development of the voluntary pension system in Serbia. Consolidation has done, and within this pension system five companies for voluntary pension funds and pension plans operate. The aim of this paper is to isolate problems and point out the economic and legal preconditions for strengthening this pension insurance system, based on the analysis of current development phases of the voluntary pension insurance

Key Words: voluntary pension insurance, pension compensation (pension), society of pension funds and plans.

UVOD

Javno penzijsko osiguranje i dobrovoljno penzijsko osiguranje sačinjavaju sistem penzijskog osiguranja u Srbiji. Javno penzijsko osiguranje u Srbiji nije ekonomski samoodrživo i socijalno je neprihvatljivo. Prema podacima Narodne banke Srbije (NBS) za treći kvartal 2012. godine u sistemu dobrovoljnog penzijskog osiguranja bilo je prisutno oko 176000 osiguranika. Od 14.12.2012. godine na tržištu dobrovoljnog penzijskog osiguranja posluje pet društava za upravljanje dobrovoljnim penzijskim fondovima i penzijskim planovima, sa neto imovinom fondova od 14,95 milijardi dinara. Na osnovu prethodno navedenih podataka možemo zaključiti da dobrovoljno penzijsko osiguranje u Srbiji nije dovoljno razvijeno i da predstavlja dodatni izvor ostvarivanja penzijske nadoknade malog broja osiguranika. Cilj rada je da se na osnovu analize tržišta dobrovoljnog penzijskog osiguranja u Srbiji identifikuju problemi i predlože odgovarajuća rešenja za njihovo prevazilaženje, koja mogu uticati na jačanje ove vrste penzijskog osiguranja.

1. OSNOVE SISTEMA DOBROVOLJNOG PENZIJSKOG OSIGURANJA

Dobrovoljno penzijsko osiguranje u Srbiji je zvanično počelo da se primenjuje usvajanjem Zakona o dobrovoljnim penzijskim fondovima i penzijskim planovima, krajem 2005. godine (veliki broj odredaba važio je od marta/aprila meseca 2006. godine). Pre usvajanja prethodno navedenog zakona usluge dobrovoljnog penzijskog osiguranja distribuirale su se preko manjeg broja osiguravača kroz rentna a ne fondovska osiguranja uz poštovanje odredaba Zakona o osiguranju.

Zakonom o dobrovoljnim penzijskim fondovima i penzijskim planovima definisani su osnovni subjekti i elementi dobrovoljnog penzijskog osiguranja: dobrovoljni penzijski fondovi, društva za upravljanje dobrovoljnim penzijskim fondovima, kastodi banke, nadzor itd. U okviru dobrovoljnih penzijskih fondova akumuliraju se novčana sredstva na osnovu uplata doprinosa od strane članova fonda i plasmana sredstava doprinosa sa ciljem povećanja vrednosti imovine fonda. Ovi fondovi nemaju svojstvo pravnog lica i njima upravlja društvo za upravljanje dobrovoljnim penzijskim fondovima. Na računu kod kastodi banke vodi se imovina dobrovoljnog penzijskog fonda i ona je odvojena od imovine društva za upravljanje. Društvo za upravljanje organizuje upravljanje dobrovoljnim penzijskim fondovima i penzijskim planovima. Značajna je i uloga portfolio menadžera koji se u osnovi bave problematikom investiranja sredstava doprinosa. Ugovor u korist trećih lica između poslodavca, udruženja poslodavaca, profesionalnog udruženja ili sindikata i društva za upravljanje, a na

osnovu kojeg se poslodavac obavezuje da uplaćuje sredstva doprinosa u korist svojih zaposlenih dok društvo za upravljanje ulaže prikupljena sredstva predstavlja penzijski plan (Zakon o dobrovoljnim penzijskim fondovima i penzijskim planovima, „Sl. glasnik RS“, br. 85/2005 i 31/2011). Neophodno je da svako društvo za upravljanje ima prospekt koji mora da sadrži sve informacije na osnovu kojih zainteresovana lica mogu steći jasnu predstavu o fondu i na osnovu toga mogu doneti pravilnu odluku u vezi učešća u fondu.

Kontinuirano se prati neto vrednost imovine penzijskog fonda koja predstavlja razliku između ukupne imovine penzijskog fonda i obaveza penzijskog fonda. Na dan uplate doprinosa se pretvaraju u investicione jedinice koje pokazuje trendove u prinosima od ulaganja, tj. rezultate investiranja društva za upravljanje. Od svojih članova društvo za upravljanje dobrovoljnim penzijskim fondovima naplaćuje dve osnovne vrste naknada: pri uplati penzijskih doprinosa (do 3% od vrednosti uplaćenih doprinosa) i za upravljanje fondom (do 2% neto imovine fonda na godišnjem nivou). Narodna banka Srbije vrši nadzor nad radom društava za upravljanje penzijskim fondovima. Svaki participant u sistemu dobrovoljnog penzijskog osiguranja poseduje individualni penzijski račun na kojem se beleže uplate sredstava doprinosa koje se investiraju kao i dobit koja se pripisuje periodično.

U maju 2011. godine usvojene su izmene i dopune Zakona o dobrovoljnim penzijskim fondovima i penzijskim planovima sa ciljem obezbeđenja višeg stepena zaštite članova dobrovoljnih penzijskih fondova, kao i poboljšavanja uslova poslovanja društava za upravljanje dobrovoljnim penzijskim fondovima. Promenjena je minimalna starosna granica za povlačenje sredstava u obliku penzijskih nadoknada (penzija). Sa dotadašnjih 53 godine, povećana je na 58 godina starosti. Jednokratno povlačenje sredstava je dozvoljeno do 30% akumuliranog iznosa sredstava (ove izmene ne odnose se na već postojeće učesnike u sistemu dobrovoljnog penzijskog osiguranja). Dozvoljeno je i deponovanje višeg iznosa sredstava kod banaka, kao i ulaganje u kratkoročne hartije od vrednosti koje izdaju, odnosno garantuju banke itd.

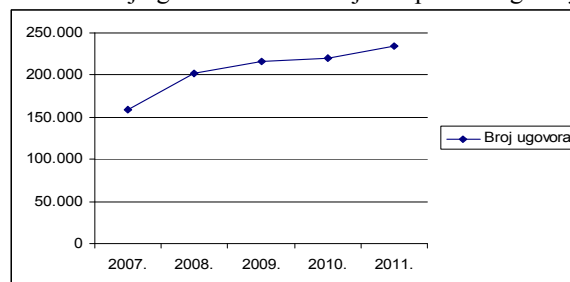
2. KARAKTERISTIKE TRŽIŠTA DOBROVOLJNOG PENZIJSKOG OSIGURANJA U SRBIJI

Na tržištu dobrovoljnog penzijskog osiguranja u Srbiji, prema izveštaju NBS u trećem tromesečju 2012. godine (www.nbs.rs) je poslovalo šest društava za upravljanje dobrovoljnim penzijskim fondovima (Delta generali; Raiffeisen future; DDOR-Garant, Dunav, Triglav, Societe Generale penzije). Došlo je do smanjivanja broja društava za upravljanje dobrovoljnim penzijskim fondovima, od 14.12.2012. godine, na pet društava (DDOR-Garant je preuzelo upravljanje fondom Triglav-penzija). U odnosu na 2008. godinu (9 društava) i 2009. godinu (9 društava) (videti [2])

značajno je smanjen broj društava. Tržišna koncentracija je relativno visoka (četiri fonda zauzimaju skoro 96% tržišta dobrovoljnog penzijskog osiguranja, a najveći fond ima udeo od 41% neto imovine sektora). Društva su poverila kastodi poslove trima bankama (Unicredit banka Srbija, Societe Generale banka Srbija, Komercijalna banka).

Prema izveštaju NBS, u trećem kvartalu 2012. godine u sistemu dobrovoljnog penzijskog osiguranja participiralo je 176 686 osiguranika, i bilo je zaključeno 237 092 ugovora o članstvu (broj ugovora o članstvu je veći od broja osiguranika zato što određeni osiguranici imaju dva ili više ugovora o članstvu, najčešće kod različitih društava za upravljanje dobrovoljnim penzijskim fondovima). Najveće povećanje broja ugovora je realizovano u 2008. godini u odnosu na 2007. godinu (videti informacije prikazane u okviru Sl. 1). Na tržištu dobrovoljnog penzijskog osiguranja oko 60% osiguranika su muškarci, a oko 40% žene. Vrednost investicione jedinice se polovinom februara meseca 2013. godine kretala od 1 179 din. do oko 1 860 din. U trećem kvartalu 2012. godine, ukupno je bilo 158 zaposlenih u društvima za upravljanje, što predstavlja značajno smanjenje u odnosu na 2008. godinu (u kojoj je broj zaposlenih, posmatrajući četiri prethodne godine, bio najviši) kada je bilo 218 zaposlenih u ovom sektoru (videti [2]). Uplate sredstava doprinosa u sistemu dobrovoljnog penzijskog osiguranja u Srbiji su, od 2009. godine (videti informacije prikazane u Tabeli I), najvećim delom obezbeđene na osnovu funkcionisanja penzijskih planova. Najviši iznosi doprinosa su formirani u okviru ovih planova.

Slika 1. Broj ugovora o dobrovoljnom penz. osiguranju



Izvor: Izveštaji o sektoru dobrovoljnih penzijskih fondova u Srbiji, NBS, 2007-2011.

TABELA I. Struktura uplata sredstava doprinosa

Struktura uplata	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.
Individualne uplate	26,3%	44,6%	19,3%	18,4%	18,0%
Obveznici uplate	49,1%	33,4%	36,7%	33,6%	36,0%
Penzijski planovi	24,5%	22,0%	44,0%	48,0%	46,0%

Izvor: Izveštaji o sektoru dobrovoljnih penzijskih fondova u Srbiji, NBS, 2007-2011.

Uplate sredstava doprinosa od strane poslodavaca oslobađaju se plaćanja poreza na dohodak građana i

doprinosu za obavezno socijalno osiguranje. Od 01.02.2013. godine poreske olakšice su povećane na iznos od 5214 dinara. Do ovog iznosa sredstva doprinosa podležu povoljnom poreskom tretmanu (na ovaj iznos ne plaća se porez na dohodak građana) i ukoliko uplate sredstava doprinosa vrši poslodavac putem administrativne zabrane iz zarade zaposlenog. U ukupnoj imovini fondova najveći udeo, od 83,7%, imaju državne dužničke hartije od vrednosti (obveznice trezora 50%, trezorski zapisi 27,4% i obveznice stare devizne štednje 6,3%), zatim slede sredstva po viđenju, od 5,9%, oročeni depoziti sa 5,5%, akcije sa 3,4% učešća itd. Oko 0,56% imovine uloženo je u nepokretnosti.

Neto imovina dobrovoljnih penzijskih fondova u trećem kvartalu 2012. godine iznosila je 14,95 mlrd. RSD. Iznos neto imovine dobrovoljnih penzijskih fondova se uvećavala svake godine, ali to nije signifikantno uvećanje (videti informacije prikazane u Tabeli II).

TABELA II. Neto imovina dobrovoljnih penzijskih fondova od 2007 (četvrti kvartal)-2012. (treći kvartal)

Neto imovina	2007. IV kv.	2008. IV kv.	2009. IV kv.	2010. IV kv.	2011. IV kv.	2012. III kv.
u mlrd. din.	3,045	4,640	7,188	9,86	12,045	14,950

Izvor: Izveštaji o sektoru dobrovoljnih penzijskih fondova u Srbiji, NBS, 2007-2012 (treći kvartal).

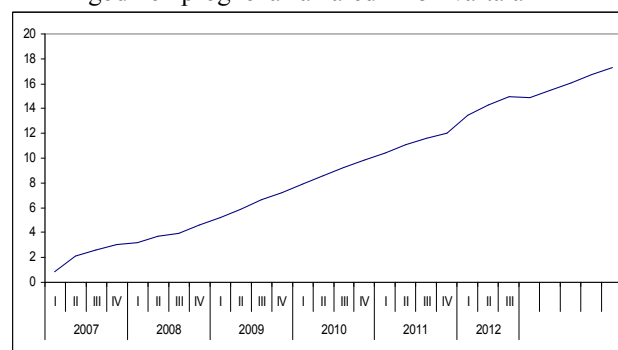
Raspoložemo podacima o neto imovini (u milijardama dinara) u periodu od I kvartala 2007. godine do III kvartala 2012. godine. Posmatrani podaci pokazuju pravolinijsku tendenciju, što ukazuje na to da kretanje ove serije možemo opisati pomoću linearnog trenda (procenat objašnjenog varijabiliteta iznosi 0,991, što znači da je 99,1% varijacija neto imovine objašnjeno ocenjenom funkcijom linearnog trenda). Koristeći podatke NBS dobijamo ocenjenu funkciju linearnog trenda:

$$\hat{y}_t = 0,11 + 0,6147 \cdot t, \quad t = 1, 2, \dots, 23. \quad (1)$$

Ocenjena vrednost nagiba ($b_1=0,6147$) nam govori da se u posmatranom periodu od I kvartala 2007. godine do III kvartala 2012. godine neto imovina u proseku svake godine povećavala za 0,6147 milijardi dinara.

Koristeći ocenjenu funkciju linearnog trenda možemo prognozirati kretanje neto imovine u nekom narednom periodu. Na Sl. 2. je predstavljeno kretanje neto imovine u posmatranom periodu, kao i prognozirane vrednosti (odnosno ekstrapolisane trend vrednosti) za narednih 5 kvartala. Prognozirane vrednosti predstavljaju samo jednu projekciju posmatrane pojave i ukazuju na to da će neto imovina i u narednom periodu rasti istim tempom kao i u prethodnom periodu posmatranja. Možemo zaključiti da penzijski fondovi u Srbiji u ovakvim uslovima neće ni u narednom periodu predstavljati značajnije učesnike na finansijskom tržištu. Naravno, prognoza je validna ukoliko pretpostavimo da će faktori koji su delovali u posmatranom periodu i dalje delovati na približno isti način i bez značajnijeg uključivanja novih faktora.

Slika 2. Kretanje neto imovine (u milijardama dinara) u periodu od I kvartala 2007. godine do III kvartala 2012. godine i prognoza za narednih 5 kvartala



Izvor: Izveštaji o sektoru dobrovoljnih penzijskih fondova u Srbiji, NBS, 2007-2012 (treći kvartal).

3. OGRANIČENJA I MOGUĆNOSTI RAZVOJA DOBROVOLJNOG PENZIJSKOG OSIGURANJA U SRBIJI

Ciljevi implementacije dobrovoljnog penzijskog osiguranja su višestruki. Osnovni cilj dobro definisanog sistema dobrovoljnog penzijskog osiguranja je ostvarivanje veće sigurnosti korisnika osiguranja kroz povećanje iznosa penzijskih nadoknada (penzija). Dobrovoljno penzijsko osiguranje predstavlja dugoročno osiguranje, jer bi sredstva doprinosa trebalo da se akumuliraju u proseku 30 i više godina, i da predstavljaju snažan investicioni podsticaj za svaku ekonomiju. To je dobra osnova za otvaranje novih radnih mesta, a značajan je uticaj i na razvoj finansijskog tržišta. Kroz ovaj oblik penzijskog osiguranja dolazi do jačanja individualne odgovornosti osiguranika itd. Postoji veliki broj ograničavajućih faktora u Srbiji za realizaciju ciljeva dobrovoljnog penzijskog osiguranja. Prisutna je niska kupovna moć stanovništva. Prosečna zarada bez doprinosa i poreza u januaru 2013. godine je u Srbiji iznosila 39197 dinara. Kada se realizuju sve egzistencijalne potrebe osiguranika, preostaje veoma malo mogućnosti za neke druge realizacije, i između ostalog i za zaključenje ugovora o dobrovoljnom penzijskom osiguranju. Nerazvijenost finansijskog tržišta je, takođe, značajan ograničavajući faktor za razvoj dobrovoljnog penzijskog osiguranja u Srbiji. Nepoznavanje osnovnih karakteristika ove vrste penzijskog osiguranja od strane većeg broja stanovnika, kao i nedovoljna edukacija o mogućnostima koje ona pruža predstavljaju značajnu prepreku za razvoj dobrovoljnog penzijskog osiguranja itd. Usled delovanja prethodno navedenih faktora sistem dobrovoljnog penzijskog osiguranja u Srbiji nije dovoljno razvijen i predstavlja samo dopunu javnog penzijskog osiguranja, kao što je već u prethodnom delu rada navedeno, za mali broj osiguranika (oko 176000) sa ukupnom neto imovinom od oko 14,95 milijardi dinara.

Osnovni preduslov razvoja dobrovoljnog penzijskog osiguranja u Srbiji je razvoj privrede i povećanje životnog standarda stanovništva. Očigledno je da

postoji tržišni potencijal za participiranje. Ako kao primarnu ciljnu grupu za ovaj sistem osiguranja posmatramo zaposlene, dolazimo do zaključka da je u Srbiji zaposleno nešto više od 2000000 stanovnika a do sada imamo nešto više od 176000 osiguranika. Tržište očigledno ima potencijal kada se uzme u obzir broj mogućih participanata, ali je nizak životni standard izražen ograničavajući faktor. Uporedo sa stvaranjem makroekonomskih pretpostavki neophodno je izvršiti i korekcije unutar sistema za razvoj ove vrste penzijskog osiguranja.

Najveći broj uplata sredstava doprinosa obavlja se putem penzijskih planova, i to veoma često do iznosa doprinosa koji imaju povoljan poreski tretman. Za razvoj sistema dobrovoljnog penzijskog osiguranja u Srbiji zato treba tražiti prostor u tzv. kolektivnim osiguranjima, tj. osiguranjima sponzorisanim od strane poslodavaca, kroz povećanje poreskih olakšica za sponzore penzijskih planova i za aktivne učesnike. Neophodno je da se razmotri mogućnost povećanja apsolutnog iznosa doprinosa koji podleže povoljnom poreskom tretmanu ili utvrđivanje procenta od zarada. Na taj način bi se omogućilo akumuliranje viših iznosa sredstava doprinosa u odnosu na dosadašnje iznose. Država bi, kao jedan od oblika podsticaja ovakvog oblika štednje i obezbeđenja u starijim godinama života participanata, mogla da donese odluku o uplati dodatnih, npr. 0,10 do 0,25 jedinica na ulog participanta od jedne novčane jedinice itd. Sa većim akumuliranjem sredstava doprinosa u sistemu dobrovoljnog penzijskog osiguranja stvorili bi se uslovi da se potpomogne i razvoj finansijskog tržišta. Subjekti koji realizuju ovu vrstu osiguranja moraju da razmotre mogućnost diferenciranja ponude usluga dobrovoljnog penzijskog osiguranja. Transparentnost sistema je obezbeđena kroz posedovanje individualnih penzijskih računa, koji se svakodnevno mogu pratiti (videti [4]). Na sigurnosti i pojašnjenju sigurnosti sistema dobrovoljnog penzijskog osiguranja mora se mnogo više raditi (videti [3]). Definisan je veliki broj kontrolnih mehanizama: imovina fonda odvojena je od imovine društva, za prospekt saglasnost daje nadzorni organ, plasman sredstava se kontroliše itd., ali je rizik participiranja na pojedincu. Naše stanovništvo je finansijski iscrpljeno tokom nekoliko decenija unazad i izgubljeno poverenje u finansijski sektor teško se obnavlja. Pojašnjenjem sigurnosti sistema dobrovoljnog penzijskog osiguranja uz ukazivanje na potencijalne rizike, državni organi, (a pre svih subjekat koji vrši nadzor) mogu doprineti boljem razumevanju funkcionisanja ovog sistema penzijskog osiguranja i njegovom razvoju.

Za sada ne postoje mogućnosti za pozajmljivanje sredstava doprinosa sa penzijskih računa od strane zaposlenih za, na primer, učešće za dobijanje kredita za stan, za školovanje dece itd., što bi značajno povećalo životni standard participanata i predstavljalo bi podsticaj za učesnike da participiraju u ovom sistemu penzijskog osiguranja (videti [3]). Preduslov za ovakvo pozajmljivanje sredstava je povećanje broja

participanata u sistemu dobrovoljnog penzijskog osiguranja i povećanje ukupnog iznosa akumuliranih sredstava doprinosa. Pozajmljivanjem sredstava sa individualnih penzijskih računa ne bi se narušio osnovni cilj penzijskog osiguranja, a to je obezbeđenje adekvatnih penzijskih nadoknada za učesnike u periodu kada se penzionišu. Učesnici koji bi pozajmili novac, imali bi obavezu da periodično vraćaju delove pozajmljenog iznosa sredstava uvećano za kamatu, na svoj penzijski račun, najkasnije 60 dana do penzionisanja. Oni bi pozajmljeni novac iskoristili za rešavanje egzistencijalnih problema, a permanentno bi uvećavali sredstva na svom penzijskom računu.

ZAKLJUČAK

Dobrovoljno penzijsko osiguranje je u Srbiji počelo da se primenjuje pre sedam godina. Ono nije dovoljno razvijeno i predstavlja dodatni oblik ostvarivanja penzije (penzijske nadoknade) za mali broj osiguranika (oko 176000 osiguranika). Na tržištu dobrovoljnog penzijskog osiguranja posluje pet društava za upravljanje dobrovoljnim penzijskim fondovima i penzijskim planovima, sa neto imovinom fondova, koja je u trećem kvartalu 2012. godine iznosila 14,95 milijardi dinara. Postoje pomaci u razvoju ovog sistema penzijskog osiguranja ali oni nisu značajni da bi u većoj meri uticali na razvoj ukupnog sistema penzijsko invalidskog osiguranja. Uplate doprinosa dobrovoljnog penzijskog osiguranja vrše se individualno, preko poslodavaca koji su obveznici uplata doprinosa svojih zaposlenih i preko penzijskih planova. Najvećim delom sredstva doprinosa su obezbeđena kroz funkcionisanje penzijskih planova. Za razvoj sistema dobrovoljnog penzijskog osiguranja neophodno je povećati nivo životnog standarda, edukovati stanovništvo o neophodnosti ove vrste osiguranja, razvijati finansijsko tržište, pojačati poreske olakšice, obezbediti veću zastupljenost kolektivnog dobrovoljnog penzijskog osiguranja, stvoriti mogućnost da država uplaćuje dodatne doprinose na individualne penzijske račune osiguranika kao podsticaj, jačati kontrolne mehanizme itd.

LITERATURA

- [1] Izveštaji o sektoru dobrovoljnih penzijskih fondova u Srbiji, NBS, 2007-2011, i za treći kvartal 2012.
- [2] J. Kočović, T. Rakonjac-Antić i M. Jovović, "Mogućnosti i ograničenja razvoja dobrovoljnog penzijskog osiguranja u Srbiji". Savetovanje u organizaciji Udruženja za pravo osiguranja i socijalno osiguranje, 2011.
- [3] T. Rakonjac-Antić, Penzijsko i zdravstveno osiguranje. Centar za izdavačku delatnost, Ekonomski fakultet, Beograd, 2012.
- [4] T. Rakonjac-Antić i V. Rajić, „Analiza tržišta penzijsko invalidskog osiguranja u Srbiji“, Međunarodni Simpozijum iz oblasti osiguranja u organizaciji Ekonomskog fakulteta u Beogradu i Udruženja aktuarsa Srbije, 2011.
- [5] Zakon o dobrovoljnim penzijskim fondovima i penzijskim planovima, „Sl. glasnik RS“, br. 85/2005 i 31/2011.
- [6] www.nbs.rs

BLACK-SCHOLES-OV MODEL VREDNOVANJA CALL OPCIJA EVROPSKOG TIPA

BLACK-SCHOLES MODEL FOR EUROPEAN CALL OPTION VALUATION

Mr Vesna Prorok, Ekonomski fakultet Pale, Univerzitet u Istočnom Sarajevu, Istočno Sarajevo, BiH

Mr Sladana Paunović, Ekonomski fakultet Pale, Univerzitet u Istočnom Sarajevu, Istočno Sarajevo, BiH

Rezime: Rad se bavi izvođenjem i rješavanjem Black-Scholes-ove parcijalne diferencijalne jednačine za vrednovanje evropske call opcije. Prilikom izvođenja formule Black i Scholes su krenuli od pretpostavke „savršenog tržišta“, oslanjajući se na stohastičko ponašanje cijene akcija u kontinuiranom vremenu. Stohastički proces koji opisuje evoluciju cijena akcija poistovjećuje se sa geometrijskim Brown-ovim gibanjem koji čini sastvni dio mnogih modela vrednovanja opcija. Iako je ovaj model naišao na brojne kritike i postojanje alternativnih modela za vrednovanje opcija, još uvijek predstavlja jedan od najčešće korišćenih modela na finansijskim tržištima. Uz odgovarajuća prilagođavanja može poslužiti za vrednovanje različitih opcija i poslovnih procesa u kojima su uključeni različiti opcijski elementi.

Ključne riječi: Black-Scholes-ov model, Brown-ovo gibanje, samofinansirajuća strategija, parcijalna diferencijalna jednačina.

Abstract: This paper deals with the derivation and solution of the Black-Scholes partial differential equation for the valuation of European call options. When deriving the formula, Black and Scholes started from the assumption of "perfect market", relying on the stochastic behavior of stock prices in continuous time. Stochastic process that describes the evolution of the stock price is identified as the geometric Brownian motion, which forms an integral part of many option pricing models. Although this model has encountered much criticism and the existence of alternative option pricing models, it is still one of the most widely used models in financial markets. With appropriate adjustments it can be used to evaluate different options and business processes which involve different optional elements.

Key Words: Black-Scholes model, Brownian motion, self-financing strategy, partial differential equation

UVOD

Fischer Black i Myron Scholes su 1973. godine u svom radu *The Pricing of Options and Corporate Liabilities* predstavili matematički model za određivanje cijene opcija koji i do danas predstavlja jedan od najvažnijih rezultata u finansijskoj nauci. Model polazi od pretpostavke potpunog odsustva arbitraže. Postoji samo jedna kamatna stopa koja je bezrizična i po kojoj se mogu pozajmljivati neograničene količine novca i u najjednostavnijem slučaju ona je konstantna veličina. U modelu nisu uključeni troškovi transakcija. Osnovna aktiva opcije ne obezbjeđuje dividendu za vrijeme trajanja opcije. Trgovina hartijama od vrijednosti se odvija neprekidno, što znači da je moguće kupiti i prodati bilo koji procenat bilo kog finansijskog instrumenta. Model polazi od slučaja evropske call opcije na akcije.

Pored navedenih pretpostavki Black i Scholes tvrde da je vrijednost opcionog ugovora samo funkcija cijene aktive, u njihovom primjeru to je akcija. Promjene cijene akcija u kratkom vremenskom periodu ponašaju se kao slučajne varijable. Za vrednovanje opcija najvažnije je odrediti stohastički proces koji najvjerodostojnije opisuje kretanje cijena akcija ili neke druge vezane imovine. Stohastički proces u kontinuiranom vremenu koji opisuje ponašanje cijena akcija poistovjećuje se Wiener-ovim procesom, odnosno sa geometrijskim Brown-ovim gibanjem i Ito-ovim procesom. Diferenciranje i integriranje funkcija stohastičkog procesa omogućeno je korišćenjem Ito-ve leme. Model geometrijskog Brown-ovog gibanja opisuje distribuciju vjerovatnoće buduće cijene akcije i sastavni je dio Black-Scholes-ove formule, ali i drugih modela vrednovanja opcija.

U Black-Scholes-ovom modelu tržište se sastoji od jedne nerizične aktive (obveznice) i jedne rizične aktive (akcije). Cijena obveznice zadovoljava jednačinu:

$$dB_t = rB_t dt$$

gdje je r kratkoročna kamatna stopa za koju se pretpostavlja da je konstantna. Stoga, cijena obveznice slijedi determinističku dinamiku: ako je $B_0 = 1$, onda

$$B_t = e^{rt} \quad (1.1)$$

Cijena rizične aktive prati geometrijsko Brown-ovo gibanje koje zadovoljava jednačinu:

$$dS_t = \mu S_t dt + \sigma S_t dW_t \quad (1.2)$$

gdje je $\mu \in R$ prosječna stopa povrata i $\sigma \in R_{>0}$ volatilnost. To je stohastički proces čiji je integralni oblik

$$S_t = S_0 + \mu \int_0^t S_s ds + \sigma \int_0^t S_s dW_s \quad (1.3)$$

Proces S može se eksplicitno napisati u obliku

$$S_t = f(t, W_t) \text{ sa } f = f(t, x) \in C^{1,2}.$$

Primjenjujući Ito-vu lemu i uvrštavajući izraz (1.2) dobijamo:

$$\begin{aligned} & \left(\partial_t f(t, W_t) + \frac{1}{2} \partial_{xx} f(t, W_t) \right) dt + \partial_x f(t, W_t) dW_t \\ & = \mu f(t, W_t) dt + \sigma f(t, W_t) dW_t \end{aligned}$$

odakle slijedi da je

$$\begin{aligned} \partial_x f(t, x) &= \sigma f(t, x) \\ \partial_t f(t, x) + \frac{1}{2} \partial_{xx} f(t, x) &= \mu f(t, x) \end{aligned}$$

Za prvu diferencijalnu jednačinu postoji funkcija $g = g(t)$ tako da je

$$f(t, x) = g(t) e^{\sigma x} \quad (1.4)$$

Uvrštavajući (1.4) u drugu diferencijalnu jednačinu dobijamo:

$$g' + \frac{\sigma^2}{2} g = \mu g$$

odakle rješavanjem dobijamo:

$$g(t) = g(0) e^{\left(\mu - \frac{\sigma^2}{2}\right)t}$$

U zaključku imamo da je cijena akcije:

$$S_t = S_0 e^{\sigma W_t + \left(\mu - \frac{\sigma^2}{2}\right)t} \quad (1.5)$$

i primjenjujući Ito-vi formulu lako možemo utvrditi da je S u (1.5) zaista rješenje jednačine (1.1).

Ako je $\sigma = 0$, dinamika procesa S je deterministička

$$S_t = S_0 e^{\mu t}$$

što odgovara kontinuiranom kapitalisanju sa stopom μ . Iz ovog razloga koeficijent drifta μ naziva se *očekivana stopa povrata* na S , dok koeficijent difuzije

σ , odnosno prilagođavajući stohastički efekat Brown-ovog gibanja, predstavlja *volatilnost*.

Pošto je

$$\begin{aligned} \log(S_t) &= \log(S_0) + \left(\mu - \frac{\sigma^2}{2}\right)t + \sigma W_t \\ &\sim N_{\log(S_0) + \left(\mu - \frac{\sigma^2}{2}\right)t, \sigma^2 t} \end{aligned}$$

slijedi da S ima *log-normalni* raspored.

1. SAMOFINANSIRAJUĆA STRATEGIJA

Jedan od uobičajenih načina određivanje cijene finansijskog derivata je formiranje samofinansirajuće strategije, replicirajući na taj način strategiju njegove zaštite. Samofinansirajuća strategija u osnovi predstavlja algoritam koji nam omogućava da formiramo portfolio sa određenim karakteristikama.

Razmotrimo portfolio strategiju (α, β) čija vrijednost predstavlja stohastički proces definisan

$$V_t^{(\alpha, \beta)} = \alpha_t S_t + \beta_t B_t \quad (2.1)$$

gdje su α i β respektivno količine aktiva S i B koje investitor posjeduje u svom portfolio.

Strategija (α_t, β_t) je samofinansirajuća ako važi:

$$dV_t^{(\alpha, \beta)} = \alpha_t dS_t + \beta_t dB_t \quad (2.2)$$

odnosno,

$$V_t^{(\alpha, \beta)} = V_0^{(\alpha, \beta)} + \int_0^t \alpha_s dS_s + \int_0^t \beta_s dB_s \quad (2.3)$$

Drugim riječima, samofinansirajuća strategija podrazumijeva da se vrijednost portfolija mijenja samo pod uticajem promjene cijena akcija koje ulaze u njegovu strukturu, a ne kao rezultat dodatnog investiranja ili povlačenja finansijskih sredstava iz portfolija.

Polazimo od pretpostavke da je strategija (α_t, β_t) Markovljeva, što znači da važi

$$\alpha_t = \alpha(t, S_t), \quad \beta_t = \beta(t, S_t)$$

gdje su α i β u $C^{1,2}([0, T] \times R_{>0})$.

Vrijednost Markovljeve strategije (α, β) je funkcija vremena i cijene vezane aktive (akcije):

$$f(t, S_t) := V_t^{(\alpha, \beta)} = \alpha(t, S_t) S_t + \beta(t, S_t) e^{rt}, \quad t \in [0, T], \quad (2.4)$$

gdje je $f \in C^{1,2}([0, T] \times R_{>0})$.

Iz uslova za samofinansirajuću strategiju (2.2) i izraza (1.2) imamo da je

$$dV_t^{(\alpha, \beta)} = \alpha_t(\mu S_t dt + \sigma S_t dW_t) + \beta_t r B_t dt$$

odakle je

$$dV_t^{(\alpha, \beta)} = (\mu S_t dt + \beta_t r B_t) dt + \sigma S_t dW_t \quad (2.5)$$

Prema Ito-voj formuli dobija se da je

$$\begin{aligned} dV_t^{(\alpha, \beta)} &= \partial_t f dt + \partial_s f dS_t + \frac{1}{2} f d\langle S \rangle_t \\ &= \partial_t f dt + \partial_s f dS_t + \frac{1}{2} f \sigma^2 S_t^2 dt \\ &= \partial_t f dt + \partial_s f (\mu S_t dt + \sigma S_t dW_t) + \frac{1}{2} \partial_{ss} f \sigma^2 S_t^2 dt \\ &= \left(\partial_t f + \mu S_t \partial_s f + \frac{\sigma^2 S_t^2}{2} \partial_{ss} f \right) dt + \sigma S_t \partial_s f dW_t \end{aligned} \quad (2.6)$$

gdje smo sa f obilježili funkciju $f(t, S_t)$.

Upoređivanjem izraza dV_t u jednačinama (2.5) i (2.6) slijedi da je

$$\alpha_t = \partial_s f(t, S_t) \quad (2.7)$$

Na isti način, upoređujući izraze dt u jednačinama (2.5) i (2.6) i uzimajući u obzir da je $\alpha_t = \partial_s f(t, S_t)$, dobijamo sljedeći izraz

$$\partial_t f + \frac{\sigma^2 S_t^2}{2} \partial_{ss} f - r \beta_t B_t = 0 \quad (2.8)$$

Ako u jednačini (2.8) umjesto izraz $\beta_t B_t$ uvrstimo

$$\beta_t B_t = f - \alpha_t S_t$$

odnosno,

$$\beta_t B_t = f - S_t \partial_s f, \quad (2.9)$$

dobijamo

$$\begin{aligned} \partial_t f(t, S_t) + r S_t \partial_s f(t, S_t) + \\ + \frac{\sigma^2 S_t^2}{2} \partial_{ss} f(t, S_t) - r f(t, S_t) = 0 \end{aligned} \quad (2.10)$$

Izraz (2.10) predstavlja *Black-Scholes*-ovu parcijalnu diferencijalnu jednačinu.

2. RJEŠENJE *BLACK-SCHOLES*-OVE PARCIJALNE DIFERENCIJALNE JEDNAČINE ZA OPCIJE EVROPSKOG TIPa

Replicirajuća portfolio strategija od koje se polazi u modelu imaće istu vrijednost kao i *call* opcija po isteku roka njenog dopsijeća. To ujedno znači da vrijednosti portfolija, slijedeći osnovni finansijski princip, mora biti jednaka vrijednosti *call* opcije, u bilo kom trenutku. Na osnovu ovoga zaključujemo da je

$$f(t, S_t) := V_t^{(\alpha, \beta)} = C \quad (3.1)$$

gdje $C = C(t, S_t)$ predstavlja cijenu evropske *call* opcije.

Uvrštavajući navedenu smjenu u izraz (2.10) dobijamo

$$\frac{\partial C}{\partial t} + \frac{\sigma^2 S^2}{2} \frac{\partial^2 C}{\partial S^2} + r S \frac{\partial C}{\partial S} - r C = 0 \quad (3.2)$$

Izraz (3.2) predstavlja *Black-Scholes*-ovu parcijalnu diferencijalnu jednačinu za evropsku *call* opciju. Da bi rješenje ove parcijalne diferencijalne jednačine bilo jedinstveno određeno potrebno je uvesti sljedeće granične uslove:

$$\begin{aligned} C(t, 0) &= 0 \\ C(T, S) &= \max(S - K, 0) \\ C(t, S) &\rightarrow S \text{ ako } S \rightarrow \infty \end{aligned}$$

gdje je K cijena izvršenja opcije.

Prema prvom uslovu vrijednost opcije treba da bude jednaka nuli ako je vrijednosti osnovne aktive jednaka nuli, što je posljedica osobine geometrijskog *Brown*-ovog kretanja koje implicira da će svaka akcija koja u nekom trenutku ima nultu vrijednost zauvijek ostati bezvrijedna. Drugi uslov pokazuje iznos koji *call* opcija plaća u trenutku dopsijeća. Posljednji uslov ukazuje na to da će opcija sigurno biti izvršena, ukoliko osnovna aktiva uzima ekstremno veliku vrijednost, a cijena izvršenja će biti zanemarljiva u odnosu na vrijednost osnovne aktive.

Da bi riješili *Black-Scholes*-ovu PDJ, potrebno je uvesti odgovarajuće smjene koje će nam omogućiti da izraz (3.2) svedemo na jednostavniji oblik PDJ, do čijeg rješenja možemo lako doći. Razmotrimo sljedeće transformacije:

$$\begin{aligned} i) \quad S &= Ke^x, \quad \frac{\partial S}{\partial x} = Ke^x \Rightarrow \frac{\partial x}{\partial S} = \frac{1}{K} e^{-x} \\ ii) \quad t &= T - \frac{\tau}{\frac{1}{2}\sigma^2} \Rightarrow \tau = \frac{1}{2}\sigma^2(T - t), \text{ odakle je} \\ &\frac{\partial \tau}{\partial t} = -\frac{1}{2}\sigma^2 \\ iii) \quad C(t, S) &= Kv(\tau, x) \end{aligned}$$

Novi oblik PDJ ćemo izraziti preko promjenljive $v(\tau, x)$. Prvobitno ćemo izračunati izraze $\frac{\partial C}{\partial t}$, $\frac{\partial C}{\partial S}$ i $\frac{\partial^2 C}{\partial S^2}$:

$$\begin{aligned} i) \quad \frac{\partial C}{\partial t} &= K \frac{\partial v}{\partial \tau} \frac{\partial \tau}{\partial t} = K \frac{\partial v}{\partial \tau} \left(-\frac{1}{2} \sigma^2 \right) \\ ii) \quad \frac{\partial C}{\partial S} &= K \frac{\partial v}{\partial x} \frac{\partial x}{\partial S} = K \frac{1}{K} e^{-x} \frac{\partial v}{\partial x} = e^{-x} \frac{\partial v}{\partial x} \\ iii) \quad \frac{\partial^2 C}{\partial S^2} &= \left(-e^{-x} \frac{\partial x}{\partial S} \right) \frac{\partial v}{\partial x} + e^{-x} \left(\frac{\partial^2 v}{\partial x^2} \frac{\partial x}{\partial S} \right) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \frac{\partial^2 C}{\partial S^2} &= -e^{-x} \left(\frac{1}{K} e^{-x} \right) \frac{\partial v}{\partial x} + e^{-x} \frac{\partial^2 v}{\partial x^2} \left(\frac{1}{K} e^{-x} \right) \\ \frac{\partial^2 C}{\partial S^2} &= -e^{-2x} \frac{1}{K} \frac{\partial v}{\partial x} + e^{-2x} \frac{1}{K} \frac{\partial^2 v}{\partial x^2} \end{aligned}$$

Uvodeći ove rezultate u izraz (3.2) dobijamo:

$$\begin{aligned} & -\frac{1}{2} \sigma^2 K \frac{\partial v}{\partial \tau} + \\ & + \frac{1}{2} \sigma^2 \left(K^2 e^{2x} \left(-e^{-2x} \frac{1}{K} \frac{\partial v}{\partial x} + e^{-2x} \frac{1}{K} \frac{\partial^2 v}{\partial x^2} \right) + \right. \\ & \left. + r K e^x \left(e^{-x} \frac{\partial v}{\partial x} \right) - r(Kv) \right) = 0 \end{aligned}$$

Daljim matematskim sređivanjem dobijamo pojednostavljen izraz:

$$\frac{1}{2} \sigma^2 \frac{\partial^2 v}{\partial x^2} + \left(r - \frac{1}{2} \sigma^2 \right) \frac{\partial v}{\partial x} - \frac{1}{2} \sigma^2 \frac{\partial v}{\partial \tau} - rv = 0$$

Ako uvedemo smjenu $k = \frac{r}{\frac{1}{2} \sigma^2} \Rightarrow r = k \frac{1}{2} \sigma^2$, dobijamo sljedeći izraz:

$$\frac{\partial^2 v}{\partial x^2} + (k-1) \frac{\partial v}{\partial x} - \frac{\partial v}{\partial \tau} - kv = 0 \quad (3.3)$$

Shodno utvrđenim smjenama, izvršićemo transformaciju uslova, tako da konačni uslov postaje početni uslov, gdje imamo:

$$\begin{aligned} t = T &\Rightarrow \tau = 0 \\ C(t, S) &= Kv(\tau, x) \Rightarrow C(T, S) = Kv(0, x) \\ C(T, S) &= Kv(0, x) = \max(S - K, 0) \\ C(T, S) &= Kv(0, x) \\ &= \max(Ke^x - K, 0) = K \max(e^x - 1, 0) \end{aligned}$$

Odakle se konačno dobija početni uslov $v(0, x)$ funkcije $v(\tau, x)$.

$$v(0, x) = \max(e^x - 1, 0) \quad (3.4)$$

PDJ napisana u izrazu $v(\tau, x)$ dalje ćemo transformisati u novu PDJ koja ima sljedeći oblik:

$$v(\tau, x) = e^{ax+b\tau} u(\tau, x) \quad (3.5)$$

gdje ćemo parametre a i b definisati u nastavku. Početna vrijednost nove funkcije $u(\tau, x)$ će biti:

$$v(0, x) = e^{ax} u(0, x) \Rightarrow u(0, x) = e^{-ax} v(0, x) \quad (3.6)$$

Sada ćemo izračunati izraze $\frac{\partial v}{\partial \tau}$, $\frac{\partial v}{\partial x}$ i $\frac{\partial^2 v}{\partial x^2}$:

$$\frac{\partial v}{\partial \tau} = e^{ax+b\tau} \left(bu + \frac{\partial u}{\partial \tau} \right) \quad (3.7)$$

$$\frac{\partial v}{\partial x} = e^{ax+b\tau} \left(au + \frac{\partial u}{\partial x} \right) \quad (3.8)$$

$$\frac{\partial^2 v}{\partial x^2} = e^{ax+b\tau} \left(a^2 u + 2a \frac{\partial u}{\partial x} + \frac{\partial^2 u}{\partial x^2} \right) \quad (3.9)$$

Uvrštavajući dobijene izraze u (3.3), dobijamo

$$\begin{aligned} & e^{ax+b\tau} \left(a^2 u + 2a \frac{\partial u}{\partial x} + \frac{\partial^2 u}{\partial x^2} \right) + \\ & + (k-1) e^{ax+b\tau} \left(au + \frac{\partial u}{\partial x} \right) - \\ & - e^{ax+b\tau} \left(bu + \frac{\partial u}{\partial \tau} \right) - k e^{ax+b\tau} u = 0 \end{aligned}$$

iz čega slijedi da je

$$\left[\frac{\partial^2 u}{\partial x^2} - \frac{\partial u}{\partial \tau} + (a^2 + ka - a - k - b)u + (2a + k - 1) \frac{\partial u}{\partial x} \right] = 0$$

Rješavajući prethodni izraz po a i b dobijamo

$$\begin{aligned} a^2 + ka - a - k - b &= 0 \\ 2a + k - 1 &= 0 \end{aligned}$$

odakle je

$$a = -\frac{1}{2}(k-1), \quad b = -\frac{1}{4}(k+1)^2$$

Uvrštavajući a i b u izraz (3.5), nova diferencijalna jednačina dobija oblik

$$v(\tau, x) = \exp\left(-\frac{1}{2}(k-1)x - \frac{1}{4}(k+1)^2 \tau\right) u(\tau, x)$$

uz ulov da je

$$\frac{\partial u}{\partial \tau} = \frac{\partial^2 u}{\partial x^2}$$

Vraćajući se na ograničavajuće uslove, iz izraza (3.6) imamo da je

$$u(0, x) = e^{-ax} v(0, x)$$

Ako u ovaj izraz uvrstimo izraz (3.4), onda se ograničavajući uslov može napisati u obliku:

$$\begin{aligned} u(0, x) &= e^{-ax} \max(e^x - 1, 0) \\ u(0, x) &= \max(e^{(1-a)x} - e^{-ax}, 0) \end{aligned}$$

odnosno ako uvrstimo da je $a = -\frac{1}{2}(k-1)$, odgraničavajući uslov postaje:

$$u(0, x) = \max\left(e^{\frac{1}{2}(k+1)x} - e^{\frac{1}{2}(k-1)x}, 0\right) \quad (3.10)$$

Sada problem možemo napisati na sljedeći način:

$$\begin{aligned} \frac{\partial u}{\partial \tau} &= \frac{\partial^2 u}{\partial x^2} \\ u(0, x) &= \phi(x) = \max\left(e^{\frac{1}{2}(k+1)x} - e^{\frac{1}{2}(k-1)x}, 0\right) \end{aligned} \quad (3.11)$$

što predstavlja klasični oblik jednačine provođenja toplote, čije rješenje je:

$$u(\tau, x) = \frac{1}{\sqrt{4\pi\tau}} \int_{-\infty}^{\infty} \phi(y) e^{-\frac{(x-y)^2}{4\tau}} dy \quad (3.12)$$

Ispitaćemo sada funkciju $\phi(y)$:

$$\begin{aligned} \phi(y) &= \max\left(e^{\frac{1}{2}(k+1)y} - e^{\frac{1}{2}(k-1)y}, 0\right) \\ \phi(y) &= e^{\frac{1}{2}(k+1)y} - e^{\frac{1}{2}(k-1)y}, \text{ ako je} \\ e^{-\frac{1}{2}(k+1)y} - e^{-\frac{1}{2}(k-1)y} &\geq 0 \Leftrightarrow \frac{1}{2}(k+1)y \geq \frac{1}{2}(k-1)y \\ \Leftrightarrow k+1 &\geq k-1 \end{aligned}$$

Posljednji izraz važi za svako k , ali samo uz uslov da je $y > 0$.

Stoga, uzimajući vrijednost integrala iz izraza (3.12) samo za pozitivne vrijednosti y , dobijamo sljedeći izraz

$$u(\tau, x) = \frac{1}{\sqrt{4\pi\tau}} \int_0^{\infty} \phi(y) e^{-\frac{(x-y)^2}{4\tau}} dy \quad (3.13)$$

Uvodeći smjenu $y = x + 2s\sqrt{\tau} \Rightarrow dy = 2\sqrt{\tau}ds$, rješenje jednačine provođenja toplote iz izraza (3.13) može se napisati u obliku:

$$u(\tau, x) = \frac{1}{\sqrt{\pi}} \int_{-\frac{x}{2\sqrt{\tau}}}^{\infty} e^{-s^2} \phi\left(x + 2s\sqrt{\tau}\right) ds \quad (3.14)$$

odakle daljim rješavanjem dobijamo:

$$u(\tau, x) = \frac{1}{\sqrt{\pi}} \int_{-\frac{x}{2\sqrt{\tau}}}^{\infty} e^{-s^2} \left(e^{\frac{1}{2}(k+1)(x+2s\sqrt{\tau})} - e^{\frac{1}{2}(k-1)(x+2s\sqrt{\tau})} \right) ds \quad (3.15)$$

Prethodni izraz razdvojimo na dva integrala I_1 i I_2 , gdje je:

$$\begin{aligned} I_1 &= \frac{1}{\sqrt{\pi}} \int_{-\frac{x}{2\sqrt{\tau}}}^{\infty} e^{-s^2 + \frac{1}{2}(k+1)(x+2s\sqrt{\tau})} ds \\ I_2 &= \frac{1}{\sqrt{\pi}} \int_{-\frac{x}{2\sqrt{\tau}}}^{\infty} e^{-s^2 + \frac{1}{2}(k-1)(x+2s\sqrt{\tau})} ds \end{aligned}$$

Prvo ćemo izračunati vrijednost prvog integrala I_1 :

$$I_1 = \frac{1}{\sqrt{\pi}} \int_{-\frac{x}{2\sqrt{\tau}}}^{\infty} e^{-s^2 + \frac{1}{2}(k+1)(x+2s\sqrt{\tau})} ds$$

Daljim matematskim sređivanjem dobijamo:

$$I_1 = \frac{1}{\sqrt{\pi}} e^{\frac{1}{2}(k+1)x} e^{\frac{1}{4}(k+1)^2\tau} \int_{-\frac{x}{2\sqrt{\tau}}}^{\infty} e^{-\frac{1}{2}\left(\sqrt{2}s - \frac{(k+1)\sqrt{2\tau}}{2}\right)^2} ds$$

Uvodeći smjenu $\sqrt{2}s - \frac{(k+1)\sqrt{2\tau}}{2} = z \Rightarrow ds = \frac{dz}{\sqrt{2}}$, dobijamo

$$I_1 = e^{\frac{1}{2}(k+1)x} e^{\frac{1}{4}(k+1)^2\tau} \left[\frac{1}{\sqrt{2\pi}} \int_{-\frac{x}{\sqrt{2\tau}} - \frac{(k+1)\sqrt{2\tau}}{2}}^{\infty} e^{-\frac{1}{2}z^2} dz \right],$$

odnosno

$$I_1 = e^{\frac{1}{2}(k+1)x} e^{\frac{1}{4}(k+1)^2\tau} \left[\frac{1}{\sqrt{2\pi}} \int_{-d_1}^{\infty} e^{-\frac{1}{2}z^2} dz \right] \quad (3.16)$$

gdje je $-d_1 = -\frac{x}{\sqrt{2\tau}} - \frac{(k+1)\sqrt{2\tau}}{2}$.

Izraz u zagradi predstavlja površinu obuhvaćenu standardizovanim normalnim raporedom u intervalu od $-d_1$ do ∞ . S obzirom na simetričnost normalnog rasporeda, ova površina je jednaka površini u intervalu od $-\infty$ do d_1 , što odgovara normalnom raporedu koji ćemo označiti sa $N(d_1)$, gdje je

$$d_1 = \frac{x}{\sqrt{2\tau}} + \frac{(k+1)\sqrt{2\tau}}{2}$$

Izraz (3.16) sada možemo napisati u obliku

$$I_1 = e^{\frac{1}{2}(k+1)x} e^{\frac{1}{4}(k+1)^2\tau} N(d_1) \quad (3.17)$$

Analogno izvođenju prethodnog integrala I_1 , dobijamo da je rješenje integrala I_2 :

$$I_1 = e^{\frac{1}{2}(k+1)x} e^{\frac{1}{4}(k+1)^2\tau} \left[\frac{1}{\sqrt{2\pi}} \int_{-\frac{x}{\sqrt{2\tau}} - \frac{(k-1)\sqrt{2\tau}}{2}}^{\infty} e^{-\frac{1}{2}z^2} dz \right]$$

odnosno

$$I_1 = e^{\frac{1}{2}(k+1)x} e^{\frac{1}{4}(k+1)^2\tau} \left[\frac{1}{\sqrt{2\pi}} \int_{-d_2}^{\infty} e^{-\frac{1}{2}z^2} dz \right] \quad (3.18)$$

gdje je $-d_2 = -\frac{x}{\sqrt{2\tau}} - \frac{(k-1)\sqrt{2\tau}}{2}$.

Izraz u zagradama predstavlja površinu obuhvćenu standardizovanim normalnim rasporedom u intervalu od $-d_2$ do ∞ . Uzimajući u obzir simetričnost normalnog rasporeda ova površina je jednaka površini u intervalu od $-\infty$ do d_2 , što odgovara normalnom rasporedu koji ćemo označiti sa $N(d_2)$, gdje je

$$d_1 = \frac{x}{\sqrt{2\tau}} + \frac{(k-1)\sqrt{2\tau}}{2}.$$

Izraz (3.18) sada možemo napisati u obliku:

$$I_2 = e^{\frac{1}{2}(k-1)x} e^{\frac{1}{4}(k-1)^2\tau} N(d_2) \quad (3.19)$$

Uvrštavajući izraze (3.17) i (3.19) u izraz (3.15) dobijamo

$$u(\tau, x) = e^{\frac{1}{2}(k+1)x} e^{\frac{1}{4}(k+1)^2\tau} N(d_1) - e^{\frac{1}{2}(k-1)x + \frac{1}{4}(k-1)^2\tau} N(d_2) \quad (3.20)$$

Dalje smo definisali da je

$$v(\tau, x) = e^{-\frac{1}{2}(k-1)x - \frac{1}{4}(k+1)^2\tau} u(\tau, x)$$

odakle uvrštavajući $u(\tau, x)$ iz izraza (3.20) imamo:

$$v(\tau, x) = e^{-\frac{1}{2}(k-1)x - \frac{1}{4}(k+1)^2\tau} \left(e^{\frac{1}{2}(k+1)x + \frac{1}{4}(k+1)^2\tau} N(d_1) - e^{\frac{1}{2}(k-1)x + \frac{1}{4}(k-1)^2\tau} N(d_2) \right)$$

Matematskim sređivanjem prethodnog izraza dobija se

$$v(\tau, x) = e^x N(d_1) - e^{-\tau k} N(d_2)$$

Uzimajući u obzir smjene

$$i) S = Ke^x \Rightarrow x = \log\left(\frac{S}{K}\right)$$

$$ii) t = T - \frac{\tau}{\frac{1}{2}\sigma^2} \Rightarrow \tau = \frac{1}{2}\sigma^2(T-t)$$

$$iii) C(t, S) = Kv(\tau, x)$$

cijena opcije, koja ujedno predstavlja rješenje Black-Scholes-ove parcijalne diferencijalne jednačine iz izraza (3.2) će biti jednaka

$$C(t, S) = K \left[e^{\log\left(\frac{S}{K}\right)} N(d_1) - e^{-r(T-t)} N(d_2) \right] \quad (3.21)$$

gdje je

$$d_1 = \frac{\log\left(\frac{S}{K}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)(T-t)}{\sigma\sqrt{T-t}}$$

$$d_2 = \frac{\log\left(\frac{S}{K}\right) + \left(r - \frac{\sigma^2}{2}\right)(T-t)}{\sigma\sqrt{T-t}}$$

ZAKLJUČAK

Iz izraza (3.21) uočavamo da Black-Scholes-ova formula za vrednovanje *call* opcija ne uključuje očekivani prinos na akciju, cijenu rizika ili kovarijansu prinosa akcije i tržišta koji su implicitni cijeni akcije. S tim u vezi, zaključujemo da su pretpostavke samog modela previše ograničavajuće, pa je iz tog razloga model i doživio brojne alternativne devijacije. Treba napomenuti da uprkos brojnim nedostacima, Black-Scholes-ov model daje polaznu osnovu za dalja istraživanja na polju vrednovanja opcija, čemu u prilog ide i činjenica da sva dosadašnja istraživanja vezana za vrednovanje opcija predstavljaju samo prošireni ili generalizovani oblik *Black-Scholes*-ovog modela. Na finansijskim tržištima *Black-Scholes*-ov model koristi se kao standard i još uvijek daje dobre rezultate u pogledu utvrđivanja cijena opcija na istim.

LITERATURA

- [1] Coelen, N. (2002). Black-Scholes Option Pricing Model, preuzeto sa: <http://ramanujan.math.trinity.edu/tumath/research/studpapers/s11.pdf>
- [2] Filipović, D. (2009). *Term-Structure Models*, Springer Finance, Berlin: Springer
- [3] Lucena, F. (2003). The Solution of Black and Scholes Partial Differential Equation, preuzeto sa: <http://www.ind.puc-rio.br/cursos/IND1200/arquivos/BS%20Option%20Pricing%20Formula.pdf>
- [4] Pascucci, A. (2011). *PDE and Martingale Methods in Option Pricing*, Italy: Springer-Verlag
- [5] Urošević, B., Božović, M. (2009). *Operaciona istraživanja i kvantitativne metode investicija*, Beograd: Centar za izdavačku djelatnost, Ekonomski fakultet u Beogradu

АНАЛИЗА ФИНАНСИЈСКОГ, ИМОВИНСКОГ И ПРИНОСНОГ ПОЛОЖАЈА ПРЕДУЗЕЋА НА БАЊАЛУЧКОЈ БЕРЗИ

ANALYSIS OF THE FINANCIAL, PROPERTY AND CONTRIBUTORY POSITIONS OF COMPANIES ON THE BANJA LUKA STOCK EXCHANGE

Мр Борка Поповић, Економски факултет Пале, Универзитет у Источном Сарајеву

Мр Звјездана Гавриловић, Факултет пословне економије Бијељина, Универзитет у Источном Сарајеву

Резиме: Рад се бави компаративном анализом најзначајнијих параметара финансијског, приносног и имовинског положаја 20 предузећа чијим се акцијама тргује на Бањалучкој берзи. Сprovedено истраживање је у основи показало да предузећа у Републици Српској имају нарушену краткорочну и дугорочну финансијску равнотежу, проблеме са ликвидношћу и солвентношћу, ниску рентабилност, велику задуженост и висок фактор укупног ризика. Велики број предузећа чијим се акцијама трговало на Бањалучкој берзи у претходном периоду, а која су имала проблеме са неликвидношћу у току 2010. и 2011. године су отишла у стечај. Један од главних узрока стечаја је неликвидност, а не губици предузећа. Лоше перформансе посматраних предузећа у 2010. и 2011. години указују на проблеме који постоје у привреди Републике Српске већ дужи период и захтијевају њихово системско превазилажење.

Кључне ријечи: финансијска равнотежа, ликвидност, солвентност, задуженост, рентабилност, фактори ризика.

Abstract: This work is dealing with a comparative analysis of the most important parameters of the financial, property and contributory positions of 20 companies whose shares are traded on the Stock Exchange of Banja Luka. The conducted research has shown that in the base companies of the Republic of Srpska have disturbed long-term and short term financial balance, problems of liquidity and solvency, low profitability, high debt and high overall risk factor. A large number of companies whose shares were traded on the Stock Exchange of Banja Luka in the past, and they have had problems with the lack of liquidity in 2010. and 2011. went bankrupt. One of the main causes of bankruptcy is insolvency not the companies' losses. Poor performance of companies surveyed in 2010. and 2011. point to the problems that

exist in the economy of the Republic of Srpska for a long time and require their systematic overcoming.

Key Words: financial balance, liquidity, solvency, debt, profitability, risk factors.

1. УВОД

Неповољан привредни амбијент у коме послују предузећа у Републици Српској наставља се и у посматраном периоду у 2010. и 2011. години. Према подацима Привредне коморе РС акумулирани губици привреде РС-а су достигли 4,3 милијарде марака у 2011. години и већи су за 30,3% у односу на 2010. годину. Задуженост предузећа је све већа, ликвидност све лошија, долази до затварања многих производних погона, стечаја предузећа и повећања незапослености. Колики проблем представља неликвидност предузећа показује и податак да око 26.000 предузећа у Босни и Херцеговини има блокиран рачун. Многа предузећа су приморана да због немогућности плаћања текућих обавеза позајмљују средства под неповољним каматним стопама. Неодговарајућа финансијска политика коју спроводе предузећа резултира презадуженошћу, што уз застарјелу технологију продубљује кризу у цјелокупној привреди, која је неконкурентна, неефикасна, са малом продуктивношћу и ниском рентабилношћу. У таквом пословном амбијенту производна предузећа се суочавају са низом ограничења, што се одразило и на њихове перформансе.

У раду су анализиране перформансе пословања 20 производних предузећа чијим акцијама се тргује на Бањалучкој берзи. На основу извршене анализе финансијског, приносног и имовинског положаја за 2010. и 2011. годину указује се на тренутно стање перформанси предузећа и могуће правце дјеловања за њихово побољшање.

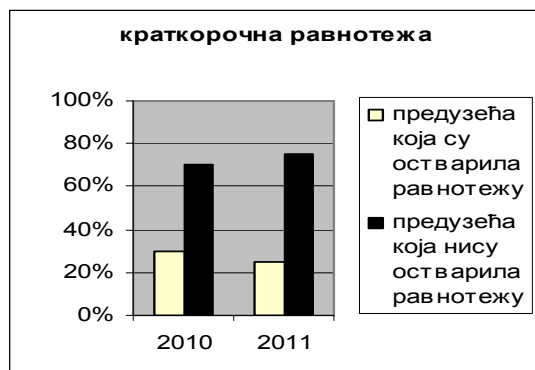
2. Анализа финансијског положаја предузећа

Финансијски положај је одређен стањем финансијске равнотеже, задужености, солвентности, одржавањем реалне вриједности капитала и репродукционом способношћу [1]. При томе треба разликовати добар, прихватљив и лош финансијски положај предузећа. Добар финансијски положај предузећа је уколико финансијска равнотежа обезбјеђује сигурност у одржавању ликвидности, ако је задуженост таква да обезбјеђује пуну независност предузећа и добру сигурност повјерилаца, ако је солвентно, ако при стабилној новчаној јединици из финансијског резултата значајније увећава сопствени капитал, а у условима инфлације из ефекта ревалоризације и финансијског резултата увећава реалну вриједност сопственог капитала и ако предузеће из сопствених

средстава финансира просту и дио проширене репродукције. Прихватљив је финансијски положај предузећа ако финансијска равнотежа омогућава одржавање ликвидности, задуженост обезбјеђује релативну независност и сигурност повјерилаца, ако је солвентно, ако у условима стабилне новчане јединице умјерено увећава сопствени капитал, а у условима инфлације из ефекта ревалоризације и финансијског резултата одржава реалну вриједност капитала и ако може да финансира просту репродукцију. Лош финансијски положај предузећа је ако финансијска равнотежа не омогућава одржавање ликвидности, ако задуженост не обезбјеђује независност предузећа и сигурност повјерилаца, ако је солвентност критична, ако се при стабилној новчаној јединици не увећава из финансијског резултата сопствени капитал, а у условима инфлације из ефекта ревалоризације и финансијског резултата не одржава реалну вриједност сопственог капитала и ако се не може финансирати ни проста репродукција.

2.1. Анализа краткорочне финансијске равнотеже

Анализа краткорочне финансијске равнотеже даје одговор на питање да ли постоји једнакост између, с једне стране, ликвидних и краткорочно везаних средстава и, с друге стране краткорочних обавеза. Анализом краткорочне финансијске равнотеже на узорку од 20 котираних производних предузећа утврђено је да је 30% предузећа у 2010. и 25% предузећа у 2011. години успјело да краткорочно везана средства мобилише прије него што су доспјеле на плаћање краткорочне обавезе. Дакле, само 30% предузећа у 2010. и 25% у 2011. години је успјело да успостави краткорочну финансијску равнотежу (слика број 1). Поремећена краткорочна финансијска равнотежа великог броја предузећа је посљедица нагомиланих краткорочних обавеза из пословања која предузећа не могу измирити у року доспјећа, па треба тежити усклађивању рокова везивања средстава и доспјећа обавеза.



Слика 1: Распоред предузећа према постојању краткорочне финансијске равнотеже

2.2. Анализа дугорочне финансијске равнотеже

Дугорочна финансијска равнотежа се може анализирати на два начина, на основу дугорочно везаних средстава и на основу нето обртног фонда [2]. Посматрана предузећа су у обје године, 2010. и 2011. имала дугорочну финансијску равнотежу помјерену ка дугорочно везаним средствима (овдје се пореде дугорочно везана средства и капитал и дугорочне обавезе). Дугорочно везана средства обухватају: основна средства (по садашњој вриједности), дугорочне финансијске пласмане, сталне залихе и губитак исказан у активи. Ако је износ дугорочно везаних средстава већи од капитала и дугорочних обавеза, недостајући износ дугорочно везаних средстава (који није покривен дугорочним изворима финансирања) се покрива из краткорочних извора. Пошто је у обје године дугорочна равнотежа помјерена ка дугорочно везаним средствима (око 60% предузећа) угрожено је одржавање ликвидности јер ће краткорочне обавезе прије доспјети на плаћање него што ће се извршити мобилизација дугорочно везаних средстава. Дакле, негдје око приближно 40% предузећа која су узета у узорак је остварило дугорочну финансијску равнотежу, а остала предузећа имају проблема са ликвидношћу, што их, дугорочно гледано, уколико се ситуација битније не промијени води у стечај, односно у ликвидацију. У тржишној привреди много је више предузећа која иду у стечај, односно у ликвидацију због неликвидности а не због губитка. Многа предузећа чијим се акцијама трговало на Бањалучкој берзи у претходном периоду због проблема која су их пратила дуже вријеме (због нарушене финансијске равнотеже) у току 2010. и 2011. године су отишла у стечај.

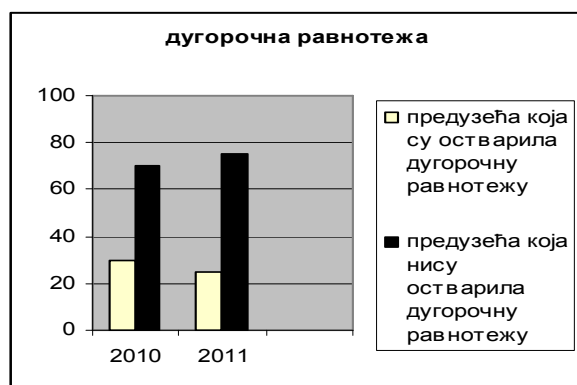
До сличних резултата се дошло и на бази анализе дугорочне финансијске равнотеже на основу нето обртног фонда. Нето обртни фонд представља разлику између капитала увећаног за дугорочна резервисања и дугорочне обавезе и основних средстава увећаних за дугорочне финансијске пласмане и губитак исказан у активи. Нето обртни фонд се упоређује са залихама како би се утврдило да ли постоји финансијска равнотежа и могуће су три релације : [2]

1. нето обртни фонд=сталне залихе
(постоји дугорочна финансијска равнотежа и услови за одржавањем ликвидности)

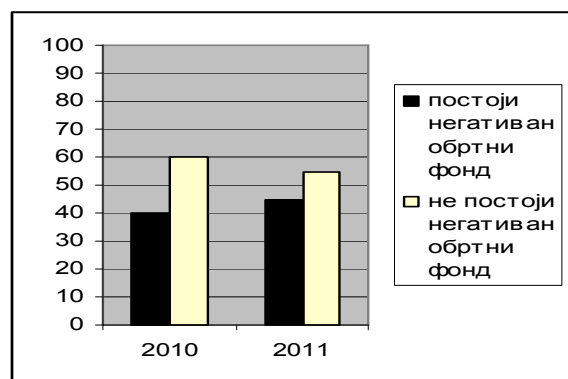
2. нето обртни фонд > сталне залихе
(дугорочна финансијска равнотежа је помјерена ка обртном фонду и постоји сигурност за одржавање ликвидности)

3. нето обртни фонд < сталне залихе
(дугорочна финансијска равнотежа је помјерена ка сталним залихама и тиме је угрожено одржавање ликвидности)

Способност предузећа да покрије залихе обртним фондом је једна од најважнијих детерминанти финансијске стабилности предузећа. У посматраном периоду, односно, 2010. и 2011. години, котирана предузећа су имала проблеме са финансирањем залиха из нето обртног фонда. Само трећина предузећа у 2010. је успјела да оствари дугорочну финансијску равнотежу, тј. да финансира залихе из нето обртног фонда, односно да проценат покрића залиха нето обртним фондом буде изнад 100%, у 2011. је у томе успјело 25% предузећа. Нека предузећа (њих 8 од 20) су остварила и негативан обртни фонд у 2010, што значи да се дио основних средстава, дугорочних финансијских пласмана и губитка финансирао из краткорочних обавеза, па у таквим околностима ликвидност није могуће остварити чак ни теоријски. Остала предузећа из посматраног скупа, њих 6 у 2010. имају покриће залиха из нето обртног фонда испод 100%. Тај недостајући износ се финансира из краткорочних извора финансирања што предузеће води до проблема неликвидности. Слична ситуација је и у 2011. години. Ови подаци о броју предузећа према постојању дугорочне финансијске равнотеже на основу обртног фонда и броју предузећа према постојању негативног обртног фонда у 2010. и 2011. години су приказани на сликама број 2 и број 3.



Слика 2 Распоред предузећа према постојању дугорочне финансијске равнотеже на основу нето обртног фонда.



Слика 3 Распоред предузећа према постојању негативног нето обртног фонда

2.3. Анализа задужености и солвентности предузећа

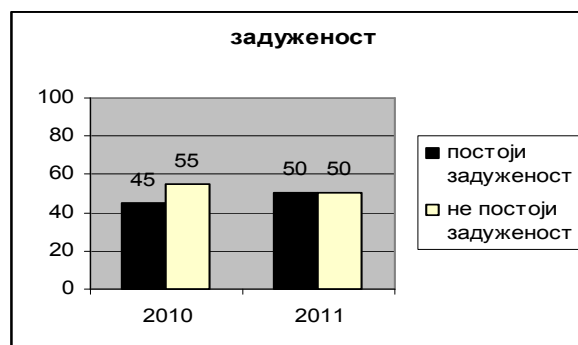
Задуженост се оцјењује преко структуре пасиве биланса стања посматране са становишта власништва. Структура пасиве утиче на сигурност, рентабилност и аутономију дужника. [1]

Са становишта дужника већа је сигурност да ће се остварити позитиван финансијски резултат, односно мањи је ризик остварења губитка ако је структура пасиве више помјерена ка сопственом капиталу. Са становишта повјериоца сигурност у наплати потраживања је већа уколико је структура пасиве више помјерена ка сопственом капиталу. Он је гарантна супстанца за повјериоце, и докле год је већи износ сопственог капитала у односу на губитке повјериоци ће моћи наплатити своја потраживања. Рентабилност сопственог капитала предузећа зависи и од кретања каматних стопа на позајмљена средства. Предузеће упоређује каматну стопу са стопом приноса на сопствени капитал и у складу са тим одлучује како ће му изгледати структура пасиве.

Аутономија дужника, у погледу вођења пословне политике угрожена је више у случају када је структура пасиве више помјерена ка позајмљеном капиталу.

Према традиционалном финансијском правилу прихватљива структура за предузеће је ако је однос сопственог и позајмљеног капитала 1:1, а однос средстава и дугова 2:1. [1]

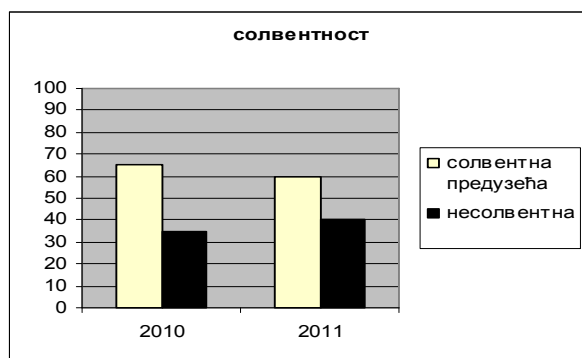
Анализа биланса стања 20 предузећа (финансијски извјештаји су преузети са сајта Бањалучке берзе) је показала да у 2010. години 45% предузећа има структуру пасиве помјерену ка обавезама, односно обавезе у структури пасиве учествују са више од 50%. Ситуација у 2011. години је још више погоршана, половина предузећа се већински финансира на основу позајмљеног капитала. Једно предузеће се у потпуности финансира из позајмљеног капитала, односно у структури пасиве сопствени капитал износи 0, а највећи проблем овог предузећа је што се највише ослања на краткорочне изворе финансирања. Ови резултати су приказани на слици број 4, Распоред предузећа према постојању задужености.



Слика 4 Распоред предузећа према постојању задужености

За разлику од ликвидности која представља способност предузећа да измирује обавезе у моменту њиховог доспјећа, солвентност представља способност предузећа да измирује обавезе кад тад, макар из стечајне (ликвидационе) масе. Солвентност се рачуна као однос пословне имовине и укупних дугова и боља је што је овај однос више удаљен од 1.

Од 20 предузећа њих 65% у 2010. и 60% у 2011. години би било способно да измири доспјеле обавезе кад тад, макар из стечајне (ликвидационе) масе, односно ова предузећа су солвентна. Основни узрок несолвентности предузећа је презадуженост, тј. недостатак обртног капитала. Распоред предузећа према постојању солвентности је приказан на слици 5.



Слика 5 Распоред предузећа према постојању солвентности.

Узимајући у обзир спроведену анализу краткорочне и дугорочне равнотеже и анализу задужености и солвентности, те чињеницу да велики број предузећа због енормне стопе отписаности опреме и немогућности да финансира у великом броју случајева чак ни просту, а камоли проширену репродукцију (због негативног обртног фонда и помјерене дугорочне равнотеже ка дугорочно везаним средствима), закључак је да највећи број од 20 посматраних предузећа има лош финансијски положај. Већина предузећа (у 2010. години) је задовољила само 2 или мање показатеља доброг финансијског положаја. Нека од предузећа нису задовољила ниједан од поменутих показатеља доброг финансијског положаја. Ситуација је слична и у 2011. години. У раду се највећа пажња посветила управо анализи финансијског положаја предузећа обзиром на проблеме са ликвидношћу, поремећеном дугорочном и краткорочном равнотежом, задуженошћу, немогућности одржавања реалне вриједности капитала, немогућности финансирања чак ни просте репродукције, што води у великом броју случајева стечају предузећа, како је више пута напоменуто у раду. Предузећа би требало да промјене финансијску политику, више се окрену ка сопственим изворима финансирања или барем дугорочним позајмљеним изворима јер највећи проблеми и настају због позајмљивања на кратак

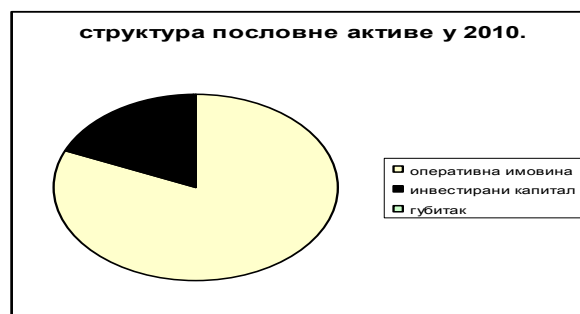
рок под неповољним условима. Временом се проблеми увећавају и доводе до ниске рентабилности, неконкурентности и неефикасности цјелокупне привреде.

3. АНАЛИЗА ИМОВИНСКОГ ПОЛОЖАЈА ПРЕДУЗЕЋА

Анализа имовинског положаја предузећа обухвата:

- анализу структуре (структура укупне имовине, структура пословне имовине и структура оперативне имовине);
- анализа фиксне имовине, односно структуре фиксне имовине, дотрајалост фиксне имовине, техничка опремљеност и искоришћење капацитета;
- анализа обртне имовине у оквиру које је структура обртне имовине и брзина обртаја;
- анализа обрта пословне имовине и рока повраћаја.

У структури имовине 20 посматраних предузећа преко 90% имовине чини пословна имовина, и у 2010. и у 2011. години. Структура пословне имовине је приказана на слици број 6, гдје се може уочити да оперативна имовина чини 81,3% укупне пословне имовине у 2010, учешће инвестираног капитала је 18,5%, а губитка 0,2%. Слична ситуација је и у 2011. години, гдје је учешће оперативне имовине у укупној пословној имовини износило 80,5%, а инвестираног капитала 19,5%, губитак је износио 0 (слика 7).

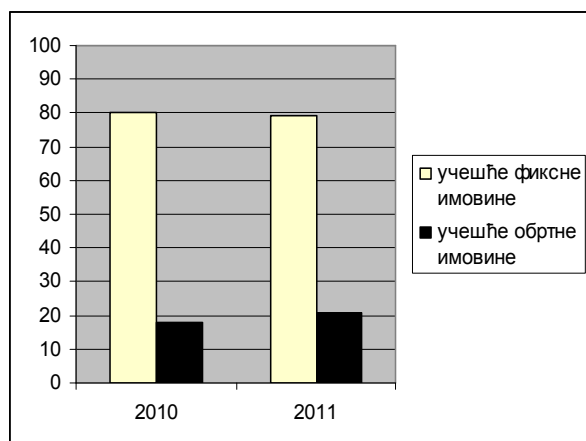


Слика 6 Структура пословне имовине у 2010. години



Слика 7 Структура пословне имовине у 2011. години

Када се говори о структури оперативне имовине мисли се на учешће фиксне и обртне имовине. Код типичних предузећа веће је учешће обртне у односу на фиксну имовину, при чему се структура оперативне имовине помјера у корист обртне имовине услед амортизације фиксне имовине. У моменту замјене дотрајалих основних средстава структура оперативне имовине ће се помјерити у корист фиксне имовине. У фиксну имовину спада опрема, грађевински објекти, земљиште, шуме и вишегодишњи засади, нематеријална улагања, алат и инвентар и остала основна средства. Од фиксне имовине у овим предузећима највеће учешће у структури фиксне имовине има опрема, потом грађевински објекти и земљиште, а скоро занемарљив проценат отпада на нематеријална улагања. За ових 20 предузећа може се рећи да доминантно учешће у структури оперативне имовине у обје посматране године има фиксна имовина, што је и нормално с обзиром да су у питању углавном производна предузећа. Проблем је што је опрема (која доминира у структури фиксне имовине) застарјела. У већини предузећа степен истрошености опреме је изнад 90%. Структура фиксне имовине и степен истрошености (дотрајалости) су приказани на сликама број 8 и 9.



Слика 8 Структура оперативне имовине



Слика 9 Дотрајалост (истрошеност) опреме у 2010. години

Када је ријеч о коефицијентима обрта укупне обртне имовине, као показатељима пословне активности забиљежено је успоравање обрта у посматраном периоду, што указује на то да постоје финансијске тешкоће у пословању предузећа. Смањење коефицијената укупне обртне имовине, коефицијента обрта залиха, али и коефицијента обрта потраживања од купаца указује на лошију ефикасност укупне имовине у 2010. и 2011. години. У циљу утврђивања положаја предузећа на продајном тржишту у погледу рокова наплате потраживања од купаца, али и положаја предузећа на набавном тржишту у погледу рокова плаћања обавеза према добављачима, корисно је да предузећа утврде и коефицијент обрта обавеза према добављачима и број дана везивања и упореде га са коефицијентом обрта купаца и бројем дана везивања. При томе су могуће следеће релације: [1]

1. Број дана везивања = Број дана расположивости потраживања од купаца обавеза према добављачима
2. Број дана везивања < Број дана расположивости потраживања од купаца обавеза према добављачима
3. Број дана везивања > Број дана расположивости потраживања од купаца обавеза према добављачима

Ако је случај да предузеће има једнак број дана везивања потраживања од купаца и број дана расположивости обавеза према добављачима, значи да је у подједнаком положају и на набавном и на продајном тржишту.

Релација 2 је случај када предузеће има повољнији положај и на продајном и на набавном тржишту јер продаје учинке са краћим роком наплате, него што је рок плаћања купљеног материјала, робе или извршених услуга.

Релација три је најнеповољнија од ове три за предузеће. То је случај када предузеће продаје производе или учинке са дужим роковима наплате него што су рокови у којима плаћа купљени материјал, робу или услуге.

Дакле, најповољнија ситуација за предузеће је ова друга, прихватљива је и релација један, а најлошија је трећа ситуација у којој предузеће има неповољнији положај на продајном него на набавном тржишту.

Ове релације су погодне за закључивање о томе какав положај има предузеће на набавном и продајном тржишту само ако се поштују рокови у којима би се требале платити обавезе и наплатити потраживања, што код наших предузећа врло често није случај. Управо због тога највећа пажња је посвећена анализи потраживања од купаца (односно броја дана везивања).

Велики проблем са којим се суочава већина предузећа у Републици Српској је дуг период (број дана) везивања потраживања од купаца. Просјечан број дана везивања потраживања за посматрани скуп од 20 предузећа је 80 дана (у 2010. и 86 дана у

2011. години), што значи да је предузећу потребно око 80 дана да наплати потраживање. Овај број дана везивања је за нека предузећа и већи од 100, што значи да су предузећа у Републици Српској суочена са великим проблемом да наплате своја потраживања. Чак и ако успјешно пласирају своје производе на тржишту, без обзира на постојање велике домаће и иностране конкуренције, предузећа тешко могу да наплате своја потраживања у предвиђеном року. Ствара се „зачарани круг“ у коме свако свакоме дугује. Пошто се примјењује принцип фактурисане реализације у Републици Српској, приходи се књиже одмах по испостављању фактуре купцима, а иако постоји проблем наплате потраживања, предузећа не коригују рачун потраживања преко отписа ненаплативих потраживања, већ иста држе у билансима дужи период од прописаног.

4. анализа приносног положаја предузећа

Приносни положај предузећа је један од најбољих показатеља степена способности датог улагања да одбаци неки принос од своје употребе. [2]

Приносни положај се одређује мјерењем рентабилности која представља степен оплодње капитала. [2]

Просјечна стопа рентабилности укупног капитала показује значајан пад у периоду 2010. и 2011. године у односу на ранији период. Код неких предузећа ова стопа је и негативна, због негативног резултата из пословне активности (пословног губитка). Анализом финансијских извјештаја предузећа дошло се до закључка и да стопе приноса на укупан, сопствени и инвестирани капитал предузећа показују низак степен способности улагања да би се остварио принос сопственим средствима. У већини случајева стопе рентабилности су нешто изнад 1 (за она предузећа за која би и могли рећи да су рентабилна), код неких су испод 1, а као што је већ напоменуто било је пар предузећа са негативном стопом приноса на укупан сопствени или инвестирани капитал.

Анализа ризика остварења финансијског резултата у функцији оцјене приносног положаја предузећа показују тенденцију раста пословног, финансијског и укупног ризика.

Фактор пословног ризика се утврђује из односа марже покрића и пословног резултата. Показује за колико се брже мијења пословни резултат него што се мијења маржа покрића, односно за колико се

мијења пословни резултат ако се маржа покрића промијени за један проценат. Пошто се ради о ризику логично је да је боље за предузеће ако је овај фактор нижи. Фактор пословног ризика анализираних предузећа показује тенденцију раста у 2011. у односу на 2010. годину. Код неких предузећа фактор пословног ризика је чак и негативан. Негативна величина је посљедица (када је ријеч о анализираним предузећима) негативног пословног резултата. У 2011. години је дошло до смањења пословних прихода и увећања пословних расхода, односно на виши фактор пословног ризика су утицале ниже продајне цијене производа, некурентан положај на циљном тржишту, слабо искоришћене капацитета и високи физички утрошци материјала. У складу са тим предузећа би требало да у циљу побољшања ефикасности производње али и смањења фактора пословног ризика повећају обим производње и продаје, али и спроведу рационализацију свих трошкова (фиксних и директних).

Фактор финансијског ризика се утврђује из односа пословног резултата и бруто финансијског резултата и показује за колико се процената мијења бруто финансијски резултат ако се пословни резултат промијени за један проценат. У 2010. и 2011. години забиљежено је повећање финансијског ризика у групи од 20 предузећа чији су финансијски извјештаји анализирани. Разлог томе су повећани расходи финансирања због повећања каматних стопа и већег учешћа позајмљених извора финансирања у структури пасиве. У раду смо већ истакли да предузећа имају проблем што су задужена, а поготово што је то краткорочно задуживање под неповољним условима јер доводи предузеће у проблеме са неликвидношћу (не може да мобилише средства прије него што обавезе доспију на плаћање). Проблеми у финансирању су се јавили због неповољних услова у кредитирању у производном сектору (у овом раду је извршена анализа пословања углавном производних предузећа).

Фактор укупног ризика представља производ фактора пословног и фактора финансијског ризика, па у основи његова вриједност и зависи од ова два фактора.

Још један проблем у пословању предузећа чијим акцијама се тргује на Бањалучкој берзи јесте и то што предузећа послују са губитком, односно имају негативан бруто резултат. Ситуација се усложњава поготово ако предузеће остварује негативан

результат из пословне активности јер је то основна дјелатност коју обавља и због које је и основано.

ЗАКЉУЧАК

Анализа перформанси предузећа представља слику тренутног стања (положаја) предузећа и основ за дефинисање мјера којима би се побољшале перформансе у наредном периоду.

Велики проблем у Републици Српској је лош финансијски, имовински и приносни положај већине предузећа, па се то одражава на привреду као цјелину.

Скоро 80% предузећа, од ових 20 чији су извјештаји анализирани, је имало лош финансијски положај у 2010. и 2011. години. Већина предузећа од 7 показатеља доброг финансијског положаја остварује само 2 или мање. Предузећа имају нарушену краткорочну и дугорочну финансијску равнотежу (не могу да мобилишу средства прије него обавезе доспију на плаћање), неадекватне изворе финансирања због чега је пристуна и велика задуженост. Настоје да покрију нагомилане обавезе настале смањеним обимом пословања из краткорочних, а тиме често и неповољних извора финансирања. Све ово ствара проблеме, прије свега са ликвидношћу, која предузећа често воде у стечај и ликвидацију. Предузећа би требало да се више окрену сопственим изворима финансирања или барем повољнијем дугорочном задуживању. У предузећима у РС опрема је застарјела и амортизована преко 90%. У просјеку предузећима треба око 80 дана да наплате потраживања од купаца. Рентабилност укупног капитала је јако ниска, често и негативна због негативног резултата пословања а фактори пословног, финансијског и укупног ризика високи.

Привреда је неконкурентна, неефикасна, ниско рентабилна, па су потребне системске мјере за превазилажење ове ситуације.

ЛИТЕРАТУРА

- [1] Родић Ј., Вукелић Г. (2003). Теорија и анализа биланса, Београд: Пољопривредни факултет.
- [2] Андрић М., Вуковић Б., (2011). Анализа финансијских извјештаја и оцјена перформанси (предузећа котираних на Бањалучкој берзи), Бањалука: 15. Конгрес Савеза рачуновођа и ревизора Републике Српске.
- [3] Микеревић Д., (2012) Анализа приносног, имовинског и финансијског положаја привреде Републике Српске Бањалука: Седми међународни симпозијум о корпоративном управљању, Савез рачуноводња и ревизора Републике Српске.
- [4] www.blberza.com (датум приступа 23/03/2012).

EKONOMSKI RAZVOJ ZEMALJA ZAPADNOG BALKANA KROZ TRANZICIONE REFORME I REGIONALNU SARADNJU

ECONOMIC DEVELOPMENT OF WESTERN BALKAN COUNTRIES THROUGH TRANSITIONAL REFORMS AND REGIONAL COOPERATION

Mr Ognjen Erić, Sektor za komercijalne poslove,
Krajinapetrol a.d., Banja Luka

Rezime: Zemlje u tranziciji su tokom devedesetih godina, suočene sa potrebom preduzimanja značajnih reformi za prelazak na tržišno privređivanje i integrisanje u međunarodni ekonomski sistem. Nivo tranzicionih reformi se analizira u relevantnim svjetskim izvještajima. Oni pokazuju da je napravljen napredak na polju liberalizacije cijena, deviznog i trgovinskog sistema. Nasuprot tome, politika konkurencije nije napravila zapaženije rezultate. Najniži stepen tranzicionih reformi doživljava infrastruktura i tu su zemlje ZB u posebnom zaostajanju. Sve navedeno ukazuje da region ZB i danas, nakon gotovo dvije tranzicione decenije, predstavlja najmanje konkurentan dio Evropskog prostora. Intenzivnija ekonomska saradnja među ovim zemljama predstavlja uslov za pristupanje EU. Članstvo u EU je jedan od osnovnih ciljeva svih zemalja ZB. Rezultat inicijative EU za unapređenje ekonomske saradnje među zemljama ZB jeste potpisivanje CEFTA sporazuma. Postoje brojne prepreke u realizaciji značajnije ekonomske saradnje. Bolji ekonomski rezultati u regionu zahtijevaju: inteziviranje evropskih integracija, razmjenu dobre poslovne prakse, stimulisanje priliva investicija, rast intraindustrijske razmjene, uklanjanje administrativnih barijera na svim nivoima, poreske stimulacije, razvijanje svih segmenata infrastrukture, reformu obrazovanja i sl. Navedene preduslove je moguće ostvariti isključivo u povoljnom i širokom političkom ambijentu. Pozitivni efekti ispunjenja navedenih preduslova su izvjesni samo ukoliko se budu realizovali sinhronizovano i u potpunosti za sve zemlje zapadnog Balkana.

Ključne riječi: Tranzicione reforme, ekonomska saradnja, razvoj, konkurentnost, zapadni Balkan.

Abstract: During the 90s, countries in transition are faced with the need to undertake significant reforms for moving on to market economy and integration into international economic system. The level of transitional reforms is analysed in the relevant world reports. They

show that progress has been made in the field of liberation of prices, foreign exchange and trade system. In contrast to this, the policy of competitiveness has not achieved noticeable results. The lowest level of transitional reforms is seen in infrastructure and here the Western Balkan countries are particularly backward. All this indicates that even today, after nearly two decades of transition, the region of Western Balkans represents the least competitive part of European region. A more intensive economic cooperation between these countries represents a condition for accession to EU. Membership in EU is one of the main goals of all Western Balkan countries. The result of EU initiative for the promotion of economic cooperation between Western Balkan countries is the signing of CEFTA agreement. There are numerous obstacles to the realization of a more significant economic cooperation. Better economic results in the region require: intensification of European integrations, exchange of good business practice, stimulation of investment inflows, growth of intra-industrial exchange, removal of administrative barriers at all levels, tax stimulations, development of all segments of infrastructure, reform of education and the like. The stated requirements are possible to realize solely in a conducive and broad political atmosphere. Positive effects of the fulfilment of pre-conditions are guaranteed if they are realized in a synchronized manner and completely for all the countries of Western Balkans.

Keywords: transitional reforms, economic cooperation, development, competitiveness, Western Balkans.

1. UVOD

Balkanske zemlje 90-ih godina XX vijeka ulaze u opsežne reforme, ali u uslovima velikog zaostatka za razvijenim zemljama. Cilj reformi je stvaranje tržišne privrede s ostvarenjem ekonomske i društvene efikasnosti, uz poštovanje privatne inicijative i načela slobodnog tržišta.

Faza ekonomske tranzicije zemalja ZB koja se odnosila na stvaranje tržišne privrede i uspostavljanje makroekonomske stabilnosti je završena. Dalje reformske aktivnosti su usmjerene na privatizaciju velikih preduzeća i reformu nebankarskog sektora, restrukturisanje i modernizaciju javnih preduzeća, politiku konkurencije i poboljšanje infrastrukture. U drugoj fazi strukturnih reformi zemlje su suočene sa rješavanjem krupnih strukturnih problema a, prije svega, nezaposlenosti, nekonkurentnosti i nerazvijene infrastrukture. Strukturne promjene koje obilježavaju drugu fazu reformi zahtijevaju velika investiciona ulaganja. Rast investicija i poboljšanje konkurentnosti omogućava brže rješavanje navedenih i drugih problema zemalja ZB. Predstojeće strukturne reforme se fokusiraju na privredni rast i strukturne promjene.

Zemlje u ZB su ostvarile veliki napredak u reformi poslovnog i investicionog ambijenta, a u manjoj mjeri kod zaštite konkurencije i poštovanja uslova poslovanja, borbe protiv korupcije, ulaganja u humani kapital i poboljšanje obrazovnog sistema. Posebna pažnja je posvećena podsticanju ulaganja u razvoj privatnog sektora. One nastoje da stvore zakonsku regulativu koja je stimulativna za privatno investiranje i obezbjeđuje transparentnost, nediskriminaciju i zaštitu vlasničkih prava. Takođe, nastoje da smanje politički i ekonomski rizik investiranja na svom području i poboljšaju kreditni rejting, što vodi napretku poslovnog ambijenta i većoj zaštiti investitora. Rast investicija i poboljšanje konkurentnosti omogućava brže rješavanje navedenih problema. Uvoz kapitala je danas značajan za balkanske zemlje, budući da su zbog nedostatka domaće akumulacije prinuđene na uvoz kapitala u cilju ostvarivanja razvoja. Prvi korisnici stranih investicija na ovom području bile su Hrvatska i Albanija. Tokom narednih godina, kao primaoci FDI, pojavile su se i ostale zemlje: Srbija, Crna Gora, Bosna i Hercegovina. U radu je analiziran stepen tranzicionih reformi zemalja ZB, nivo konkurentnosti, te regionalna saradnja u okviru CEFTA sporazuma, sa ciljem utvrđivanja mogućnosti bržeg razvoja ovog regiona.

2. TRANZICIONE REFORME ZEMALJA ZB

Intenzitet tranzicionih reformi zemalja se sistematski prati kroz Izveštaj tranzicije (Transition Report) koji objavljuje Evropska banka za obnovu i razvoj (EBRD). Ovaj dokument analizira nekoliko ključnih područja tranzicije i to: tranzicije preduzeća, tranziciju tržišta i trgovine, tranziciju finansijskih institucija i tranziciju infrastrukture. Prema ukupnom skor, koji se vrednuje ocenama od 1 (ekstremno loš napredak) do 4 (izuzetan napredak), sa određenim podstepenima (plus i minus), procjenjuje se napredak pojedinih zemalja po navedenim oblastima tranzicije. Sve zemlje ZB imaju većinsko učešće privatnog sektora u kreiranju BDP-a. Razlike su primjetne kod BiH i Srbije sa učešćem ovog pokazatelja od 60%, a 70% u Albaniji, Hrvatskoj, Makedoniji i Crnoj Gori. Poređenja radi, Estonija, zemlja tranzicijski lider u Evropi, posjeduje 80% udio privatnog sektora u stvaranju BDP-a. Taj podatak ukazuje da brži ekonomski rast zahtjeva aktivnije učešće privatnog sektora. Iskustva naprednijih tranzicionih zemalja pokazuju da nisu dovršeni tranzicioni procesi u segmentu tranzicije preduzeća. Tako npr. tranzicija velike privatizacije je još aktuelna u zemljama članicama EU iz posljednjeg proširenja (npr. Sloveniji). Kada su u pitanju zemlje ZB, značajan napredak je napravljen na polju liberalizacije cijena i deviznog i trgovinskog sistema, u većini posmatranih zemalja iz navedene tabele. Nasuprot tome, politika konkurencije nije napravila zapaženije rezultate. Iako je veoma pozitivno ocjenjen u tranzicionom izvještaju za sve posmatrane zemlje iz tabele, finansijski sektor nije daleko odmakao u tranzicionom procesu. Bankarski sektor je povoljno ocjenjen u tranzicionom izvještaju,

ali tržište kapitala još uvijek zaostaje. Rezultati za 2012. godinu prikazani su u Tabeli 1.

TABELA 1. INDEKS TRANZICIONIH REFORMI U ZEMLJAMA ZAPADNOG BAKANA

INDEKS/ ZEMLJA		Alb.	BiH	Hrv	Mak.	Srb.	CG
Učešće privatnog sektora u BDP		70	60	70	70	60	70
Preduzeća	Velike privatiza -cije	4-	3	3+	3+	3-	3+
	Mala privatiza -cija	4	3	4+	4	4-	4-
	Restrukt u-iranje države i preduze ća	2+	2	3+	3-	2+	2+
Tržište i trgovina	Liberali za-cija cijena	4+	4	4	4+	4	4
	Trgovin a i spoljno- trgovisk i system	4+	4	4+	4+	4	4+
	Politika konkure -ncije	2+	2+	3	3-	2+	2
Finansijske institucije	Reforma banaka i liberaliz a-cija kamatni h stopa	3	3	4	3	3	4
	Tržište kapitala i nebanka -rske finansijs ke organiza -cije	2-	2-	3	3-	2	2
Infrastruktur a		2-	3-	3	3-	2+	2+

Izvor: European Bank for Reconstruction and Development (2012). Integration across borders. Transition Report. Preuzeto sa sajta: www.ebrd.com/transitionreport (11.02.2013).

Najniži stepen tranzicije doživljava infrastruktura i tu su zemlje ZB u posebnom zaostajanju. Sva područja infrastrukture značajno zaostaju iza nivoa i tempa tranzicije u drugim oblastima. Nešto je bolje stanje na polju telekomunikacija, dok posebno zaostaje oblast puteva i željeznica (Tabela 2).

TABELA 2. INDEKS TRANZICIONI
REFORMI U ZEMLJAMA ZB. (OBLAST
INFRASTRUKTURE), 2012.G

Zemlja	Alb.	BiH	Hrv.	Ma k.	Srb.	CG
Elektroenergetika	3	2+	3	3	2+	2+
Vode i otpadne vode	2+	2	3+	2+	2+	2
Telekomunikacije	3+	2+	4	4-	3	3+
Putevi	3-	3	4	3-	2+	3-
Željeznice	2	3+	3-	3-	3	2-

Izvor: European Bank for Reconstruction and Development (2012).
Integration across borders. Transition Report. Preuzeto sa sajta:
www.ebrd.com/transitionreport (11.02.2013.)

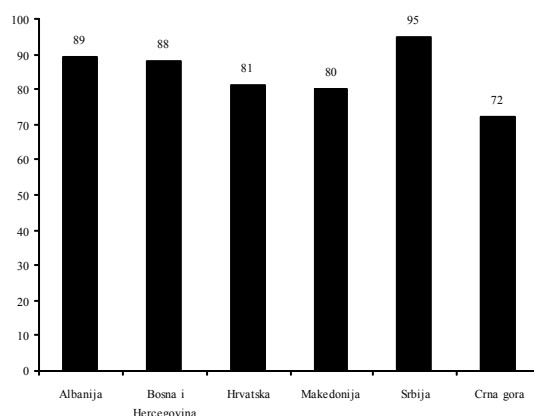
3.KONKURENTNOST ZEMALJA ZB

Konkurentnost u posljednjih tridesetak godina postaje jedan od najčešće analiziranih ekonomskih pojmova. Postoje različiti stavovi o mjerenju konkurentnosti među pojedinim zemljama. Pojedini analitičari čak zastupaju ekstreman stav da pojam konkurentnosti nije primjenjiv na nivou zemalja, već samo na nivou preduzeća. Međutim, značajne razlike privrednih kretanja među zemljama koje su u sličnoj fazi privrednog razvoja jasno upućuju na postojanje uspješnijih i manje uspješnih zemalja. Prema Bienkowskiom (2006) nacionalna konkurentnost se definiše kao "sposobnost zemlje da ostvari privredni rast brži od ostalih zemalja i da poveća blagostanje tako da se njena privredna struktura mijenja i što efikasnije prilagođava kretanju međunarodne razmjene".

U ovom dijelu rada se prikazuju rezultati konkurentnosti zemalja regiona ZB, prema Izvještaju o globalnoj konkurentnosti koji objavljuje Svjetski ekonomski forum i prema pokazateljima iz "Doing Business" koje objavljuje Svjetska banka.

Izvještaj o globalnoj konkurentnosti prikazuje rang zemalja koristeći pokazatelj Indeks globalne konkurentnosti (eng. Global Competitiveness Index-GCI), koji govori o srednjoročnim sposobnostima neke ekonomije da generiše određeni nivo BDP-a.

Zemlje ZB se nalaze u posljednjoj trećini istraživanih zemalja. Od posmatranih 144 zemlje u 2012. godini, najbolju poziciju na ljestvici konkurentnosti od drugih zemalja ZB ima Crna gora 72. mjesto, a onda slijede Makedonija na 80., Hrvatska na 81., BiH na 88., Albanija na 89. Na dnu ljestvice nalazi se Srbija na 95. poziciji (Slika 1).



Slika 1. Rangiranje izabranih zemalja prema
Globalnom indeksu konkurentnosti za 2012. godinu

"Doing Business" je sistem karakteristika koji indukuje atraktivnost poslovne okoline i uslove za poslovanje kompanija u različitim zemljama svijeta. Sistemom je obuhvaćeno deset indikatora kvaliteta poslovne okoline, koji se sintetizuju u jedinstvenom indikatoru Doing Business-a: 1) uslovi otpočinjanja biznisa, 2) pribavljanje dozvola za rad, 3) zapošljavanje i radni odnosi, 4) registrovanje vlasništva, 5) dobijanje kredita, 6) zaštita investitora, 7) plaćanje taksi, 8) međunarodno poslovanje, 9) provođenje obligacionih ugovora i 10) zatvaranje biznisa. Indikatori Doing Business se izražavaju se preko ranga u odnosu na ukupan broj posmatranih zemalja – što niži rang, veća atraktivnost okoline biznisa. Slika 2., na kojoj je predstavljen rang zemalja ZB, pokazuje značajna odstupanja u odnosu na rang konkurentnosti koju istražuje Svjetski ekonomski forum. Među zemljama ZB, Makedonija ima najbolje uslove za biznis, a iza nje slijedi Crna Gora, Albanija, Srbija. Zadnja na ljestvici ovog izvještaja se nalazi BiH.

Izvještaj "Doing Business" za 2013. prikazuje poboljšanja u zemljama ZB, u segmentima: otvaranje firme, izdavanje građevinskih dozvola i lakoća plaćanja poreza. Ipak, ove zemlje su različito pozicionirane na ljestvici ovog izvještaja.

Makedonija je regionalni lider u pogledu jednostavnosti poslovanja, a to pokazuje pozicija (23. mjesto) koju zauzima listi "Doing Business". Ono što je urađeno na poboljšanju uslova poslovanja jesu smanjeni troškovi priključivanja na elektroenergetsku infrastrukturu, što je dovelo do pozitivnog pomjeranja u podkategoriji „Dobijanje električne energije”. Poboljšanja su uočena i na polju izdavanja građevinskih dozvola.

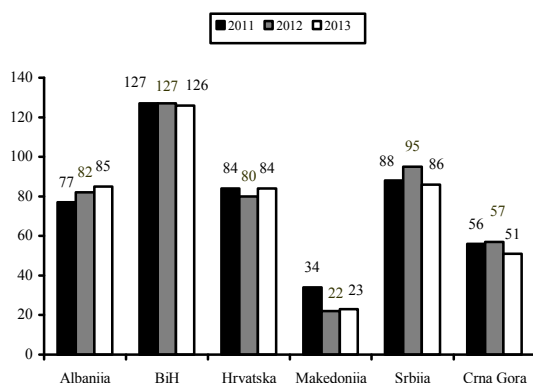
Crna Gora je poboljšala pristup kreditnim informacijama, zagarantovala pravo dužnicima da pregledaju svoje lične podatke, ali i pojeftinila pribavljanje građevinskih dozvola. Takođe je značajno popravila i svoj plasman u kategoriji lakoće plaćanja poreza.

Albanija je olakšala otvaranje firmi tako što je ukinula obaveznost ovjere osnivačkih akata. Smanjeni

su porezi za kompanije, ukinuti porezi na vozila, te pokrenuto elektronsko podnošenje poreskih prijava. Ipak, zbog stagnacije u drugim kategorijama i boljeg relativnog učinka drugih zemalja, plasman Albanije se zapravo pogoršao sa 82. mjesta u 2012. na 85. u 2013.

Srbija je ove godine značajno napredovala na ljestvici ovog izvještaja. Pojednostavila je postupak u slučaju nesolventnosti, uvela niz mjera, kao što su privatni izvršitelji, snižavanje početnih cijena za prodaju imovine, zabranjivanje žalbi i ubrzavanje uručivanja sudskih poziva. Novi sistem privatnih izvršitelja je olakšao i provođenje ugovora. Srbija je olakšala otvaranje firmi ukidanjem minimalnog uplaćenog kapitala. Kao rezultat toga, ukupan plasman Srbije se popravio na 86. mjesto u 2013. (skok sa 95. mjesta u 2012.).

Plasman Bosne i Hercegovine je blago pao sa 127. mjesta u 2012. na 126. mesto u 2013. Razlog za to je smanjenje administrativnog opterećenja oko podnošenja prijave i plaćanja doprinosa za socijalno osiguranje, sprovođenje elektronskog podnošenja i plaćanja prijave. Olakšala je i prenos imovine između kompanija kompjuterizovanjem registra privrednih subjekata.



Slika 2. Rang zemalja ZB prema jednostavnosti poslovanja u izvještaju "Doing Business", 2011-2013.

Zemlje u regiji treba da međusobno razmjenjuju najbolje prakse u pravnom i regulatornom okruženju, kao i drugim aspektima investicione klime kako bi se poboljšala njihova konkurentna pozicija. To je važno zbog privlačenja stranih investitora, ali i za nastavak započetih reformi.

4.EKONOMSKA SARADNJA ZEMALJA ZB

Ekonomska povezanost balkanskih zemalja dovela je 19. decembra 2006. do potpisivanja Centralno-evropskog sporazuma o slobodnoj trgovini (CEFTA). Nakon ulaska u EU, iz CEFTA su izašle Rumunija i Bugarska. Zemlje koje su ostale u sporazumu: Srbija, Albanija, BiH, Makedonija, Hrvatska, Crna Gora, i Moldavija, trenutno čine zajedničko tržište od oko 27 miliona potrošača. Budući da se ove zemlje sve češće, izuzevši Moldaviju, nazivaju zapadnim Balkanom (ZB), u radu se alternativno koristi ovaj termin.

Države ZB sa najvećim ekonomskim potencijalima su Hrvatska i Srbija. Ipak, iako je npr. kod Srbije

zabilježen rast BDP od 1,5% u 2010., zbog realne depresijacije dinara, BDP po stanovniku se ipak smanjio u toj godini. Ubedljivo najviši nivo BDP po ima, očekivano, Hrvatska, Srbija je na sredini, dok su na začelju Kosovo i Albanija.

Ako se posmatra BDP po kupovnoj moći (u mlrd. dolara) slika je nešto drugačija jer inkorporira i nivo cijena u svakoj od zemalja. Srbija je u 2010. najveća ekonomija ZB po tom pokazatelju. Siromašnije zemlje imaju i niže cijene te se vidi, ako se cifre iz tabele podijele sa brojem stanovnika, da je BDP po stanovniku gotovo dvostruko veći kod većine zemalja ZB, dok je kod Hrvatske ta razlika manja (tabela 3).

TABELA 3. BDP PO KUPOVNOJ MOĆI
ZEMALJA ZAPADNOG BALKANA 2008-2010.
I PREDVIĐANJA ZA 2011-2013. (MLRD USD)

	'08.	'09.	'10.	'11.	'12.	'13.
Albanija	21,9	22,8	23,6	24,7	25,9	27,4
BIH	30,5	29,8	30,2	31,5	33,5	35,8
Hrvatska	82,5	77,7	77,6	80,3	83,4	87,2
UMNIK – Kosovo	4	4,2	4,4	4,7	5	5,4
Makedonija	18,9	18,9	19,3	20,2	21,4	22,5
Crna Gora	6,9	6,6	6,5	6,9	7,4	7,9
Srbija	79,8	78,1	79,9	83,3	88,7	95

Izvor: International Monetary Fund (2010). IMF World Economic Outlook Database. Preuzeto sa sajta: www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/02/weodata/download.aspx (05.02.2013.)

Tabela 4 pokazuje da su stope rasta zemalja CEE (Bugarska i Rumunija) neznatno više od stopa rasta CEFTA zemalja. Međutim, stope rasta nekih azijskih su za 50% više od stopa rasta zemalja CEFTA grupacije. To ukazuje da, obim reformi zaostaje u pogledu generisanja rasta u zemljama ZB.

TABELA 4. PROSJEČAN RAST BDP 2010-2011
I PREDVIĐANJA ZA 2012. I 2013 U
ZEMLJAMA CEFTA, RUMUNIJ I
BUGARSKOJ (%)

Zemlja	2010	2011	Predviđanja	
			2012	2013
Albanija	3.5	3.1	1.8	2.0
BIH	1.4	1.0	-0.5	0.6
Bugarska	0.4	1.7	1.1	1.9
Makedonija	2.9	2.9	-0.5	1.8
UMNIK - Kosovo	3.2	5.0	2.5	3.0
Crna Gora	2.5	3.2	0.3	0.8
Rumunija	-1.7	2.5	0.3	1.4
Srbija	1.0	1.6	-1.9	2.1
Hrvatska	-1.4	0.0	-1.9	0.8

Izvor: European Bank for Reconstruction and Development (2012). Integration across borders. Transition Report. Preuzeto sa sajta: www.ebrd.com/transitionreport (11.02.2013.)

Struktura BDP-a u zemljama CEFTA je, sa izuzetkom Albanije, identična strukturi naprednih zemalja tranzicije, koje su već postale članice EU. Međutim, navedena komparacija relativne strukture BDP sa razvijenim tranzicionim zemljama ne odražava stepen razvijenosti zemalja zapadnog Balkana. Na primjer, stavljanjem u odnos trenutnog nivoa razvijenosti industrije sa raspoloživim materijalnim, ljudskim, prirodnim resursima, te industrijskom tradicijom, govori o velikoj neiskorišćenosti potencijala u ovoj oblasti. Stoga je, za ZB strateški izbor reindustrijalizacija za obezbjeđenje konkurentne industrije.

TABELA 5 STRUKTURA BDP-A ZEMALJA ZAPADNOG BALKANA (U %)

	Alb.	BiH	Hrv.	Mak	CG	Srb.
Poljoprivreda	16,2	10,1	7,3	13,3	10,4	13,5
Ribarstvo	-	0	0,2	-	-	-
Rudarstvo	0,8	2,3	0,8	0,6	1,7	1,6
Industrija	13,1	11,7	19,4	19,6	9,8	16,3
Energetika, gas i vodosnadbijevanje	-	5,3	3,2	4	5,6	3,3
Konstrukcija	22,4	4,8	6,6	6,8	3,6	3,4
Trgovina	-	15,7	12,5	15,9	12,5	11,1
Hotelijerstvo	-	3,7	3,6	1,7	3,5	0,9
Transport i komunikacije	9,8	8,8	10,1	10,4	11,3	10,8
Finansijsko posredovanje	-	4,1	5,9	4,3	2,9	6,8
Stanogradnja	-	10,8	11,2	3,6	13,9	14,6
Javna administracija i odbrana	-	10,1	6,7	8,3	10,9	7,3
Obrazovanje	-	5,2	4,5	4,2	5,1	3,2
Zdravstvo i socijalni rad	-	4,6	4,9	4,5	5,4	4,9
Ostale dj.	-	2,9	3	2,8	3,5	2,1

Izvor: European Commission (2009). The Western Balkans in Transition. Brussels: Directorate-General for Economic and Financial Affairs.1

Za razvoj zemalja ZB neophodno je posebnu pažnju posvetiti podsticanju investicija. U tom kontekstu se prije svega misli na stvaranje zakonske regulative koja je stimulativna za nove investicije i koja obezbjeđuje transparentnost, nediskriminaciju i zaštitu vlasničkih prava. Takođe, potrebno je smanjiti politički i ekonomski rizik investiranja na svom području, te poboljšati kreditni rejting, što vodi napretku poslovnog ambijenta i većoj zaštiti investitora. Stimulisanje uvoza kapitala danas postaje veoma značajno za zemlje koje se nalaze u procesu tranzicije budući da su one, uslijed nedostatka domaće akumulacije, prinuđene da uvoze kapital u cilju ostvarivanja svojih razvojnih potreba. U zemljama zapadnog Balkana strane direktne investicije (FDI) datiraju još od početka 90-tih XX vijeka godina. U tabeli 6. prezentuju prilivi stranih investicija u

zemljama Zapadnog Balkana za period od 2004. do 2011. godine.

TABELA 6. DINAMIKA PRILIVA FDI U ZEMLJAMA ZAPADNOG BALKANA (MILIONI USD)

God.	Alb.	BiH	CG	Hrv.	Mak.	Srb.
2004.	346	704	-	1.179	323	1.028
2005.	264	613	-	1.825	97	2.051
2006.	324	555	622	3.468	433	4.256
2007.	659	1.819	934	4.997	693	3.439
2008.	974	1.002	960	6.180	586	2.955
2009.	996	251	1.527	3.355	201	1.959
2010.	1.051	230	760	394	211	1.329
2011.	1.031	435	558	1.494	422	2.709
Prosje.	706	701	894	2.862	371	2.466

Izvor: United nations conference on trade and development(2012). *Towards a New Generation of Investment policies*. World Investment Report. Str. 172. Preuzeto sa sajta: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2012_embargoed_en.pdf. (25.02.2013).

Prije globalne krize 2007-2010. zemlje zapadnog Balkana su imale veće stope rasta međusobne robne razmjene u odnosu na rast razmjene sa ostatkom svijeta. To je uticalo na rast međusobnog relativnog spoljnotrgovinskog značaja. Kriza je mnogo jače pogodila međusobnu razmjenu, nego razmjenu sa ostatkom svijeta, dok se post-krizni oporavak izvoza zasniva na tražnji iz ostatka svijeta, pri stagnaciji, ili blagom rastu uvoza.

U spoljnoj trgovini, kao i u mnogim drugim ekonomskim performansama, postoji mnoštvo sličnosti između zemalja zapadnog Balkana. To su prije svega: veoma mali robni izvoz - apsolutno i relativno (u odnosu na BDP, uvoz, per capita i sl); veliki spoljnotrgovinski deficiti (koji su finansirani doznakama, zajmovima, ino-kreditima i donacijama). Svjetska ekonomska kriza znatno je otežala mogućnost ovih država da finansiranju neravnotežu trgovinskog bilansa. Dakle, vrijednost izvoza zemalja zapadnog Balkana je relativno mala, dok je vrijednost uvoza značajno veća (iako je i uvoz nizak komparirajući ga sa naprednijim zemljama u tranziciji), pa ove zemlje imaju veliki trgovinski deficit. U 2010. godini došlo je do daljeg blagog pada robnog deficita pri znatno većoj stopi rasta izvoza od rasta uvoza.

Udio zemalja zapadnog Balkana iznosi oko 0,16% globalnog izvoza u periodu 2005-2010. Kada je u pitanju robni uvoz posmatranih zemalja udio u globalnom uvozu je, takođe, nizak ali značajno viši i najčešće iznosi nešto preko 0,3% u godinama od 2005. do 2010. Kumulativni rast robnog izvoza iznosio je 57%, a uvoza 26% u drugoj polovini prve decenije 21. vijeka. Prosječna diskretna stopa rasta izvoza iznosila je 9,5%, a zbirnog uvoza 4,7%. (Nikolić, Jovanović, Todorčić, 2011., str. 15).

Robni deficit je pravilo u razmjeni svih ovih zemalja. Nijedna od zemalja ZB u periodu 2005-2010. godina nije ostvarila robnih suficit u razmjeni sa inostranstvom. Najveći zbirni deficiti u navedenom periodu ima Hrvatska: čak 51,5 mlrd. evra, Srbija 35,9 mlrd. evra, BIH 22,7 mlrd evra, Albanija 13,1 mlrd evra, Kosovo 8,9 mlrd evra, Makedonija 8,5 mlrd evra, Crna Gora 8,2 mlrd evra (što je jako visok iznos za zemlju te veličine, pokrivenost uvoza izvozom je izuzetno niska, u proseku samo 23,3%; situacija je još lošija kod Kosova: samo 9,4%). Srbija u periodu 2005-2010. ima pokrivenost izvozom 50,7%, Hrvatska 49,7%, Makedonija 60,7%, BIH 43,4%, Albanija 26,8%. Prosječna pokrivenost za svih 7 zemalja je 45,9%, ali je blago rastuća od 2008. Srbija ima ohrabrujući rast pokrivenosti uvoza izvozom. BIH je najvažnija zemlja za međusobne trgovinske tokove i generiše velike trgovinske deficite sa Hrvatskom i Srbijom, koje imaju najveće suficite u međusobnoj razmjeni posmatranih zemalja. Interesantno je da Makedonija, zahvaljujući velikom suficitu sa Kosovom, takođe, bilježi suficit. Albanija, BIH, Crna Gora i Kosovo imaju trgovinski deficit u trgovini sa CEFTA. Sve zemlje, inače, imaju velike trgovinske deficite sa ostatkom svijeta. Zbirno, ili prosječno posmatrano, izvoz u ostale zemlje ZB čini uglavnom oko 26%-30% ukupnog izvoza, dok je relativni značaj zbirnog ili prosječnog uvoza iz ostalih zemalja ZB znatno skromniji (oko 15%). Prosječna diskretna stopa rasta zbirnog izvoza iznosila je 9,4% (kumulativno 56%), a zbirnog uvoza ZB 5,9% (kumulativno 33%) 2005-2010, što je nešto brže od rasta ukupnog robnog uvoza istih zemalja. Posmatrano u apsolutnim ciframa najveći izvoz ima Srbija i na tom mestu prestigla je Hrvatsku već 2006. Treću poziciju zauzima BIH, dok slijede Makedonija, Albanija, Crna Gora i Kosovo. Na strani robnog uvoza iz zemalja ZB redoslijed je nešto drugačiji: Kosovo i BIH su na vrhu, a gotovo dvostruko manji uvoz imaju Srbija i Hrvatska. Potom slijede Makedonija, Crna Gora i Albanija.

U 2009. godini suficitarne zemlje u međusobnoj trgovini su smanjile suficit, a deficitarne su smanjile deficit. U 2010. godini oporavak izvoza zemalja zapadnog Balkana je usmjeren na ostatak svijeta, dok je oporavak uvoza skroman i po istim stopama raste u trgovini sa svijetom i zapadnim Balkanom. U međusobnoj trgovini unapređenje trgovinskog bilansa imali su: Kosovo, Crna Gora i BIH. Dakle, očigledan je spor oporavak međusobne razmjene; oporavak ukupne razmene je visoko zavisao od rasta uvoza Italije, Nemačke, Slovenije.

Struktura robne razmjene zemalja ZB dominantno je zasnovana na proizvodima niže faze prerade (sirovine, polufabrikati) i manjoj mjeri gotovi proizvodi sa niskom dodatnom vrednošću. Razmjenu uglavnom čine prehrambeni proizvodi (povrće, voće, konditori, žitarice), poljoprivredne sirovine, struja, gas, naftini derivati, hartija, karton i proizvodi od celuloze, osnovni metali (čelični limovi, aluminijumski profili, bakarne katode), hemijski, kao i tekstilni proizvodi. Nije realno da se u skorijem roku kvalitet međusobne trgovine bitnije unaprijedi. Na to ukazuje posljednja decenija kada se praktično bilježi stagnantnost strukture razmjene u okviru CEFTA.

Jasno je da razmjena sa zemljama bivše Jugoslavije ne može biti na nivou kao u okviru nekadašnje zajedničke države, ali će zbog kulturološke sličnosti, starih privrednih veza i prepoznavanja robnih marki od strane potrošača trgovina biti olakšana. Najveću prepreku trgovini predstavljaju brojne necarinske barijere. Pored toga, mnogi „osjetljivi“ industrijski proizvodi nisu obuhvaćeni CEFTA sporazumom (carine na njih se fazno smanjuju) kao ni agrar, ni usluge (na čemu se čine naponi). Brojne studije ukazuju da uslijed relativno male industrijske baze, sa visokim uvoznim ograničenjima (prije integracije), efekti od integrisanja nerazvijenih zemalja su negativni. Najčešće se ovi efekti empirijski utvrđuju, jer uslijed dejstva ekonomije obima industrijska proizvodnja teži da se koncentriše u najvećoj ili najrazvijenijoj zemlji u integraciji, sa negativnim posljedicama po druge zemlje u integraciji. To je vjerovatno i osnovni razlog zašto većina regionalnih ekonomskih integracija između nerazvijenih zemalja nije uspjela. Iskustvo velikog broja sporazuma o slobodnoj trgovini između zemalja u razvoju, prema Venablesu (1999, str.3), ukazuje na neke primjere u kojima integracija promovise divergenciju tj. skretanje trgovine. Regionalno ekonomsko integrisanje zemalja sa niskim dohotkom najvjerovatnije će, prema Venablesu (1999, str. 12), dovesti do divergencije u razvoju uključenih zemalja iz najmanje dva razloga: (1) obično zemlja u sporazumu o slobodnoj trgovini koja ima komparativne prednosti najudaljenije od svjetskog prosjeka je pod najvećim rizikom od nastupanja preusmjeravanja tokova trgovine. Stoga, ukoliko grupa zemalja sa niskim dohotkom formira zonu slobodne trgovine, postojaće tendencija da članice sa najnižim prihodima imaju realni gubitak prihoda usled preusmjeravanja trgovine; (2) aglomeracione sile teže da dovedu do prostorne klasterizacije aktivnosti. Tendencija da ove sile dovedu do velikih koncentracija ekonomske aktivnosti biće izraženija u zonama slobodne trgovine koje formiraju siromašne zemlje, u odnosu na integracije razvijenih zemalja. To će biti dodatna snaga divergencije u nivoima razvijenosti kod zona slobodne trgovine zemalja u razvoju, pri čemu relativno bogatije zemlje ostvaruju koristi na štetu siromašnijih. Ovaj proces divergencije u razvoju trebalo bi da bude privremen i nastupa uslijed dejstva aglomeracionih ekonomija. Uzvodne i nizvodne veze su dovoljno snažne tako da firme u siromašnim zemljama odlučuju da se lociraju blizu jedne drugima, u jednoj zemlji.

Prema Zdravkoviću (2006, str.70) zemlje jugoistočne Evrope (CEFTA plus Bugarska i Rumunija) zaostaju oko deceniju za zemljama centralne Evrope (članicama EU od 2004.) u procesu prilagođavanja svojih proizvodno-izvoznih struktura potrebama tržišta EU, mjereno indeksom sličnosti izvoznih ponuda.

U literaturi se sličnost dva trgovinska toka računa uz pomoć Finger-Kreinina metode. Finger-Kreinin indeks izvozne sličnosti (FK) se definiše kao suma minimuma udjela određenih grupa proizvoda u ukupnoj trgovini:

$$FK = [\min(s_{ik}, s_{il})].$$

Pritom **sik** (**sil**) označavaju udjele sektora **i** u izvozu u zemlju **k** (**l**) ili alternativno udjele sektora **i** u izvozu

neke zemlje u godini **k** (I). FK - indeks može zauzeti vrijednosti između 0 i 1. Kada se cjelokupan izvoz dvije zemlje sastoji većim dijelom od sličnih proizvoda sa sličnim udjelom u ukupnom izvozu, tada su tako dobijene vrijednosti više, pa time bliže 1.

Zemlje ZB su dominantno orijentisane na robnu razmjenu sa EU (pretežno sa Njemačkom i Italijom), i imaju visok stepen sličnosti izvoznih ponuda te nemaju šta jedni drugima da ponude. Rezultati obračuna indeksa sličnosti izvoznih ponuda potvrđuju tezu o odsustvu proizvoda koje bi zemlje u regionu ponudile jedne drugima. Najniži stepen sličnosti imaju Makedonija sa BiH, i Srbija sa Albanijom. Osnovni razlog je pretjerana specijalizacija Makedonije i Albanije u izvozu radno-intenzivnih proizvoda, sa jedne strane, i specijalizacija BiH i Srbije u izvozu resursno-orijentisanih proizvoda, sa druge strane.

ZAKLJUČAK

Tranzicione privrede su se, tokom devedesetih godina, suočile sa potrebom preduzimanja značajnih reformi za prelazak na tržišno privređivanje i integrisanje u međunarodni ekonomski sistem. Iako su učinjeni značajni naponi na tom polju, region ZB danas, nakon skoro dvije tranzicione decenije, predstavlja najmanje konkurentan dio Evropskog prostora. Analize relevantnih izvještaja pokazuju da se ovaj region nalazi, po svim parametrima konkurentnosti, na zadnjoj trećini ljestvice u svijetu.

Članstvo u EU je jedan od osnovnih ciljeva svih zemalja ZB, a intenziviranje ekonomske saradnje u regiji predstavlja uslov za pristupanje. EU je preduzela inicijativu za unapređenje ekonomske saradnje, koja je rezultovala potpisivanjem CEFTA sporazuma među zemljama ZB. U zemljama ZB postoji veliki broj nerješениh političkih i ekonomskih problema koji predstavljaju prepreku značajnijoj saradnji. Zemlje regiona imaju tehnološki zastarjele industrije, međusobno konkurišu u izvozu u EU i praktično nemaju toga puno da ponude jedne drugima. Najviše koristeći od bescarinskog prostora imaju kompanije sa relativno kvalitetnom ponudom koje ovaj način lakše dolaze do novih potrošača, dok su glavni gubitnici preduzeća koja su preživljavala zahvaljujući otežanom nastupu konkurenata iz okruženja na domaćem tržištu. To su osnovni razlozi zbog koga nije iskorišćen pun ekonomski potencijal ostvarenja CEFTA sporazuma. Bolji ekonomski rezultati u regionu zahtijevaju ispunjenje preduslova: inteziviranje evropskih integracija, razmjena dobre poslovne prakse, stimulisanje priliva investicija, rast intraindustrijske razmjene, uklanjanje administrativnih barijera na svim nivoima, poreske stimulacije, razvijanje svih segmenata infrastrukture, reforma obrazovanja, besplatno informisanje preduzeća o mogućnostima koje nudi CEFTA. Navedene mjere nije moguće realizovati spontano, nego u povoljnom i širokom političkom ambijentu. Pozitivni efekti ispunjenja navedenih preduslova neće biti izostavljeni samo ukoliko se budu sprovodili istovremeno i u potpunosti za svim zemljama članicama CEFTA.

Ne treba očekivati da CEFTA ima presudnu ulogu u razvoju zapadnog Balkana, posebno ne u komparaciji sa članstvom u EU koje je od presudne važnosti za sve

ove države. Međutim, na srednji i dugi rok koristi (niže cijene, ekonomija obima, kvalitetnija robna ponuda, uštede zbog male prostorne distance) mogu biti veće od troškova.

LITERATURA

- [1] Bienkowski, W. (2006). How much are studies of competitiveness worth? Some critical theoretical reflections on the issue. Lancut: The Second Economic Forum on "New Europe".
- [2] European Bank for Reconstruction and Development (2012). Integration across borders. Transition Report. Preuzeto sa sajta: www.ebrd.com/transitionreport (11.02.2013.)
- [3] European Commission (2009). The Western Balkans in Transition. Brussels: Directorate-General for Economic and Financial Affairs.
- [4] International Monetary Fund (2010). IMF World Economic Outlook Database. Preuzeto sa sajta: www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/02/weoda/download.aspx (05.02.2013.)
- [5] Nikolić, G., Jovanović, N., Todorčić V. (2011). CEFTA 2007-2010.- Iskustva, potencijal i perspektiva. Beograd: Centar za novu politiku.
- [6] Venables, A.J.(1999). Regional Integration Agreements: a force for convergence of divergence. World Bank.
- [7] United nations conference on trade and development (2012). Towards a New Generation of Investment policies .World Investment Report. Preuzeto sa sajta: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2012_embargoed_en.pdf. (25.02.2013.)
- [8] World Bank (2013). Doing business: Smarter Regulations for Small and Medium-Size Enterprises. Washington: International Financial Corporation. Preuzeto sa sajta: <http://www.doingbusiness.org/~media/GIAWB/Doing%20Business/Documents/Annual-reports/English/DB13-full-report.pdf> (10.02.2013.)
- [9] Zdravković, M. (2006). Stepen sličnosti i komplementarnosti izvozne ponude Srbije sa zemljama Jugoistočne Evrope, zemljama Centralne Evrope i uvoznom tražnjom EU. Beograd: Centar za naučnoistraživački rad i ekonomske analize PKS.

ПРИНЦИПИ НОВЕ ЕКОНОМИЈЕ И ЊИХОВЕ ИМПЛИКАЦИЈЕ НА ПОДИЗАЊЕ НИВОА КОНКУРЕНТНОСТИ

THE PRINCIPLES OF THE NEW ECONOMY AND THEIR IMPLICATIONS ON INCREASING COMPETITIVENESS

Мр Горан Балотић, Економски факултет Пале,
Источно Сарајево

Мр Предраг Млинаревић, Економски факултет Пале,
Источно Сарајево

Апстракт: Нова економија је концепт у савременој економији, настао крајем 20. вијека, као одговор на новонастала кретања и тенденције у непредвидивом глобалном окружењу. Принципи нове економије почињају на одредницама као што су интелектуални капитал, знање и вјештине, креативност и иновативни начин размишљања, нове и зелене технологије, информације. Фокус није на расположивости фактора производње, већ на њиховом квалитету. Суштина нове економије је у томе да нове изворе богатства чине знање и информације, а не капитал, сировине, материјали, енергија. Без примјене принципа нове економије у пракси није могуће градити конкурентност, као кључни задатак сваке националне економије у 21. вијеку, који је предуслов раста друштвеног стандарда, развоја и бољег квалитета живота.

Кључне речи: глобализација, нова економија, интелектуални капитал, информационо друштво, зелена економија, технолошке промјене, иновативност, конкурентност.

Abstract: The new economy is a concept in the modern economy, originated in the late 20th century, in response to the new courses and tendencies in an unpredictable global environment. The principles of the new economy are based on clauses such as intellectual capital, knowledge and skills, creativity and an innovative way of thinking, new and green technology, information. The focus is not on the availability of factors of production, but on their quality. The essence of the new economy is that new sources of wealth are knowledge and information, rather than capital, raw materials, energy. Without the application of the principles of the new economy in practice it is not possible to build competitiveness, as the key task of any national economy in the 21st century, which is a prerequisite for the growth of social standard, development and a better quality of life.

Key Words: globalization, new economy, intellectual capital, information society, green economy, technological changes, innovation, competitiveness.

1. УВОД

Да би се објаснио феномен нове економије, неопходно је претходно разумјети актуелни тренутак у глобалном окружењу, као и присутне глобалне економске трендове и тенденције. Ера глобализације релативизује значај националних тржишта афирмишући потребу стицања глобалне конкурентности. Отуда се намеће нужност нове филозофије пословања предузећа. Развојем ИКТ свијет је постао јединствен систем у којем се производни фактори слободно крећу с циљем постизања најефикасније употребе. Позитивни утицаји глобализације су предузимљивост и креативност главних носилаца, ефикаснија организација рада, развој нових технологија производње, рационализација и развој нових сировина, развој нових извора енергије. При томе, успјешност је пропорционална нивоу интеграције науке и производње, односно привређивања. Све претходно наведено представља својеврсну платформу на којој се гради концепт нове економије. Паралелно са процесима глобализације и међународних интеграција дошло је до еволутивног прелаза из индустријске у информатичку еру, односно до промјене парадигме – од ограничености кључних ресурса (физичких и финансијских) ка знању и информацијама као неограниченим ресурсима. Знање све више маргинализује значај материјалних фактора производње, као што су капитал, природни ресурси или сам физички рад. Материјални ресурси су и даље важни за покретање и функционисање пословања, али нову, додатну вриједност – која је за предузеће једнако важна, као и профит – ствара сам човјек. Информатичка технологија поставља нове изазове у промјенама начина размишљања, организације предузећа, тржишне позиције и извора конкурентности. На микро нивоу, принципи нове економије се односе на једну нову пословну оријентацију предузећа, усмјерену на достизање високог нивоа конкурентности, путем интензивног коришћења иновација, нових технологија, високообучене радне снаге, и уз помоћ флексибилније организације усредсређене на учење и развијање вјештина.

2. ГЛОБАЛНЕ ПРОМЈЕНЕ И НОВА ЕКОНОМИЈА

Глобализација, као и све присутнији и интезивнији процес иновација има за резултат битну промјену „правила игре“ на свјетском тржишту. То се првенствено одражава на потребу за корјеним промјенама у пословној оријентацији предузећа. С

обзиром да борба за очување постојећих тржишта и потрошача постаје све агресивнија и безобзирнија, чињенице, које предузеће без обзира на врсту дјелатности мора уважавати су: да конкуренција постаје све оштрија, да се јавља све више различитих форми конкуренције, да стандарди и перформансе које намећу најконкурентнији учесници на тржишту убрзо постају императив за све преостале учеснике, те да све технолошке промјене значајно мијењају природу конкуренције, начин производње и пословања. Главно обиљежје савремене научно-технолошке револуције огледа се у одлучујућој улози науке. Наука и техника, односно теорија и пракса, све се више повезују у јединствени ланац, што подстиче даљи развој технике и технологије стварајући потребу континуиране инвентивно-иновационе активности. Модерно пословање настало као резултат информатичке револуције карактерише:

- Брзина. Технологија омогућује да се сваки аспект пословања организације мијења у реалном времену.
- Повезаност. Односи се на електронску повезаност производа, потрошача, радне снаге, предузећа.
- Додата вриједност. У сваком производу и услузи посебно расте важност (удио) тзв. неопипљиве додате вриједности, коју чине имиџ, емоције, сигурност и функционалност.

Примјена нових технологија у тржишним условима нове економије подразумијева и корјените промјене пословних процеса, односно реинжињеринг пословања. Данашњи пословни императиви постају што краћи производни циклуси, с једне стране, и висококвалитетни и софистицирани производи по конкурентној цијени и потреби циљног сегмента потрошача. Поред тога, примјена интернета у свакодневном пословању многим компанијама у свијету у значајној мјери снижава трошкове трансакција у продаји, дистрибуцији, набавци, управљању, итд., што се сигнификантно рефлектује на раст продуктивности, а у крајњој линији и конкурентности предузећа.

Савремено глобално окружење карактерише се као екстремно динамично. Ситуације се мијењају, јављају се стално нови проблеми, динамичност је велика, а информације о окружењу неријетко несигурне и асиметричне. Планирати се може с већом тачношћу само за краће раздобље, а прогнозе, иако засноване на актуелним информацијама, све су мање употребљиве. Производни програм је потребно стално мијењати, односно прилагођавати јер се животни циклус све више скраћује. Предузећима капитал није више примарни фактор пословног успјеха, иако је његово значење и даље велико, јер без добре базе капитала не може пословати нити једно предузеће. Међутим, за континуирано постизање добрих резултата све су важнији висококвалификовани и добро мотивисани радници.

Послије раздобља пољопривредног и индустријског друштва, савремено друштво се према доминантној дјелатности људи може назвати информационим. Основа информационог друштва је информација која као ресурс има неке специфичне карактеристике у односу на остале ресурсе. Она је као ресурс неисцрпна, трошењем се не уништава њен садржај, не умањује јој се вриједност у току кориштења, а употребна вриједност јој се повећава. Једина реална ограничења при коришћењу информација су људска способност и знање. Знање све више маргинализује значење материјалних фактора производње као што су капитал, природни ресурси или сам физички рад. Материјални ресурси су важни за покретање и функционисање пословања, али нову, додатну вриједност, ствара сам човек уз употребу ресурса. Човјеково дјеловање чини тзв. интелектуални капитал, који иновационим процесима ствара нове производе, побољшава квалитет постојећих и повећава продуктивност, ефикасност и ефективност. Скривена имовина, иако неопипљива, састоји се прије свега од способности и знања запослених, њихове иновативности, креативности, иницијативе и позитивног става, повезаности компаније с купцима и добављачима, а затим од робне марке, имиџа и организационе културе. Сви ти елементи неопипљиве имовине значајно утичу на успјешност компаније и обједињују се називом - интелектуални капитал. Поред тога, данас су производи све „паметнији“, односно имају све више електронских компоненти, па је за њихово развијање и мијењање најважније знање, односно интелектуални капитал.

3. ОСНОВНИ ПРИНЦИПИ НОВЕ ЕКОНОМИЈЕ

Појам нове економије у ширу научну и колоквијалну употребу ушао је у другој половини деведесетих година прошлог вијека, а њиме су се означавале дубоке промјене које су захватиле свјетску привреду и које су имале широке друштвене посљедице. Макроекономски аспект теорије нове економије упућује на могућност дуготрајнијег економског раста без истовременог повећања инфлације, док су микроекономски теоретичари истицали промјене у начину размишљања (иновативност, умрежавање), и организацији рада (пројектно размишљање, дехијархизација организационе средине) наглашавајући кључну улогу информационо-комуникационих технологија и интернета у повећању продуктивности и економског раста (павић, 15 мр.)

Нова економија представља покушај увођења савремених стајалишта у економска промишљања потпуно супротна од до тада увријезаних поставки Кејнзијанског модела и економије понуде. За разлику од концепта економије понуде који модел развоја заснива на класичним факторима

производње, попут материјала, рада и капитала, нови теоретичари су приоритет давали оним факторима производње који су потребни савременој економији, а то су знање, вјештине, образовање, технолошке иновације и информације, који постојећим факторима производње придају нову димензију квалитета. На тим темељима постављене су нове парадигме у економији, а економисти окупљени око наведених ставова назвали су тај правац *Нова економија*, што је појам којим се подразумева глобална динамичка економија заснована на предузетништву, знању и дигиталној технологији. Овај концепт јасно и недвосмислено дефинише и одређује мјесто и улогу државе у покретању дугорочног економског раста. Он представља својеврсни компромис између концепта државног интервенционизма и либералних стајалишта. Тако се истовремено наглашава улога слободног тржишта, конкуренције и иновација, али и улога државе у смислу њених инвестиција у науку, технологију, образовање и вјештине људи.

Нова економија је уско повезана с јачањем трендова глобализације и значаја информатичког друштва. Отуда се као синоним нове економије често користе и одреднице информатичко друштво, друштво знања, дигитална економија и сл. Према Еткинсону нова економија јесте економија заснована на знању и на идејама о томе гдје је кључ побољшања животног стандарда и стварања нових радних мјеста у мјери у којој се иновативне идеје и технолошке промјене укључују у производе, услуге и производне процесе.[1] Према другој дефиницији, нова економија је економски модел заснован на међусобно повезаним политикама које имају за циљ достићи одржив дугорочни раст, при чему повезане информатичке технологије драматично повећавају количину и вриједност информација доступних појединцима, предузећима, тржиштима и владама, омогућујући им да врше ефикаснији избор и остварују супериорније перформансе. [3]

Нова економија није само нешто што треба дословно прихватити, већ процес који треба активно искористити у оној мјери у којој је то могуће, уважавајући амбијент, окружење, специфичност и реална ограничења сваке појединачне земље. У супротном, повећавање се јаз између развијених и неразвијених земаља, који се често у литератури ослонява као дигитални јаз, односно разлика између оних који имају приступ новој технологији и оних који тај приступ немају. Нова економија је без граница за комуникације, капитал, компаније и потрошаче. Капитал у новој економији је још мобилнији и стално трага за потенцијалима своје експанзије.

Суштина нове економије је у томе да нове изворе богатства чине знање, информације и технолошке промјене, а не капитал, сировине, материјал, енергија. Основне изворе раста према овом моделу чине реструктурисање предузећа, улагање у информатичко технолошку компоненту предузећа,

растућа конкурентност, флексибилност и развијеност тржишта рада и капитала.

Нова економија је претежно фокусирана на услужни сектор и нове привредне гране. Међутим, значај нове економије се огледа у њеном утицају на традиционалне секторе, и то смањивањем цијена робе и услуга услед јефтинијих, бржих и цијеловитијих информација и због смањивања цијена и раста конкуренције.

Нова економија је, дакле, стратешка комбинација економских политика државе, способности изградње нових капацитета и организационих промјена, што се све заснива на иновацијама, савременим технологијама и на креативности, промовисано кроз растућу међународну размјену и глобализацију, повезано информацијским технологијама које омогућују одржив економски раст и побољшање животног стандарда. То је скуп квантитативних и квалитативних промјена које су утицале на трансформисање привредне структуре, на функционисање националне економије и на њена правила. Нова економија је економија знања и идеја, гдје је кључ отварање нових радних мјеста и бољи животног стандарда који се достиже иновативним идејама и технологијама коришћеним у стварању производа и услуга. [4]

4. МАКРО И МИКРО АСПЕКТИ НОВЕ ЕКОНОМИЈЕ

Нову економију, њене принципе и проблеме, можемо посматрати са макро и микро нивоа. На макро нивоу нова економија се односи на неопходну трансформацију целокупне индустријске производње, која подразумева да се на бази имплементације нових технологија и креирања нових производа обезбиједи привредни раст и повећање запослености. Улога државе је у овом контексту од пресудног значаја и огледа се у низу синхронизованих мјера и политика на макро нивоу, попут фискалних, кредитних, инвестиционих, трговинских, које треба да подстакну инвестиције у образовање радне снаге, у увођење нових технологија, јачање инфраструктуре потребне за погони иновација, итд. Умјесто јефтином, држава мора конкурисати квалитетном, стручном и способном радном снагом. Принципи нове економије на микро нивоу су компатибилни са овима на макро нивоу. Они се односе на једну нову пословну филозофију предузећа, усмјерену на достизање високог нивоа конкурентности, путем интензивног коришћења иновација, нових технологија, високообучене радне снаге спремне да прихвати савремену технологију, те нових принципа мрежне организације коју одликује већа флексибилност, адаптивност и спремност на учење и развијање вјештина.

У 21. вијеку треба размишљати и дјеловати на потпуно нов начин, друкчији од досадашњег, не само на подручју пословања поједине фирме, већ и

на подручју појединца, регије, државе и свијета. Аргумент конкурентности у овом вијеку отворености, промјена и несигурности јест да јединственост, различитост, креативност и иновативност треба непрестано усавршавати и унапријеђивати, јер је ријеч о процесу глобализације који не стаје, већ се потиче акцелерирајућом брзином и непрекидно се мијења. Корпорације, државе и појединци суочени су с изазовима и пријетњама глобализације. Истовремено морају одлучити хоће ли остати затворени унутар «властитог дворишта» или се отворити глобализацији и борити се да постану бољи од осталих. Дакле, није питање требали се глобализовати, већ како. Управо као што је индустријско доба замијенило пољопривредно, данас се индустријско доба замјењује новим, често, као што показује данашња глобална рецесија, непредвидивим. Данас се крећемо у друкчијем свијету од досад познатог, у свијету у којем сировине више нису челик и угљеник, већ информације, и у којем највриједнији производи постају нове идеје, које не производе машине, већ људска машта и креативност. Предузећа су све мање укључена у стварну производњу својих роба. Њихова данашња вриједност све више постаје дизајн и културна порука коју садржавају њихови производи. Креирају се нове стратегије које се више не заснивају искључиво на ниским трошковима или диференцираним производима, већ на стварању понуде високо вриједних активности и на непрекидном грађењу новог. За стварање нове вриједности најбитније су креативност и иновације. Стога, предузећа настоје створити различитост и конкурентску предност фокусирањем на своје креативне вјештине, стварањем културне вриједности својих производа. Постаје све јасније да је најбитнија креативност људи и да је старо схватање, према којем су наука, индустрија и култура различита и издвојена подручја, озбиљна препрека у бизнису и друштвеном опоравку. Принципи нове економије намећу нова правила игре која си се манифестују кроз: [2]

- Промјене у филозофији производње предузећа;
- Промјене у разумијевању фактора конкурентских предности;
- Нагласак на иновацијама у производима, процесима и пословним системима;

На глобалном тржишту компанија мора бити у сталној спрези са окружењем, флексибилна на све његове промјене и усредсређена на иновације. Ментални процес и ставови запослених морају, баш као и нова економија бити без граница. Запослени морају знати да су константне једино промјене и да као такве представљају нормално стање. Истовремено запосленима се мора пружити шанса да се прилагоде промјенама, како би постали њихови креатори.

5. ИМПЛИКАЦИЈЕ ПРИНЦИПА НОВЕ ЕКОНОМИЈЕ НА ПОДИЗАЊЕ НИВОА КОНКУРЕНТНОСТИ БиХ

Глобализација свјетске економије ствара више прилика, али и више пријетњи, како за постојеће, тако и за потенцијалне учеснике у грани, што се најприје односи на присуство снажне конкуренције. Веће тржиште подразумијева и веће непознанице, те уклањање међудржавних баријера и ограничења. Да би се избјегле пријетње и искористиле прилике, предузећа морају одабрати трансформацију у складу с принципима нове економије којим ће постати јачи и конкурентнији. Међутим, независно од свих негативних аспеката глобализације, њену појаву треба прихватити као изазов за могућности које она нуди у економском расту, развоју и благостању. Будућност, како свјетских, тако и наших предузећа зависи од грађења конкурентности. Менаџери морају научити како обликовати организацију фирме, како би могли реаговати на промјенљиву динамику пословања и остварити планиране циљеве. Размишљање, планирање, одређивање стратегије, иновативност и учење чине неопходне кораке за конкурисање у глобалној арени.

Иновативност и пословна софистицираност, односно осмишљеност пословних стратегија, представља 11., односно 12. стуб индекса глобалне конкурентности, који редовно годишње објављује Свјетски економски форум. Сходно Портеровој класификацији етапа развоја, земље, у којима је раст продуктивности и конкурентности условљен факторима високе пословне софистицираности и иновацијама, налазе се у трећој фази развоја (innovation –driven stage). Када је ријеч о БиХ у области иновативности и софистицираности евидентан је релативно стабилан раст иновативности, али и стагнација пословне софистицираности. Међутим, оцјене за ова два последња стуба су, генерално, још увијек изразито ниске у односу на европски просјек. Нарочито се то односи на иновативност, са оцјеном, тек нешто изнад 3 (од максималних 7). Иначе, ранг БиХ у домену иновативности и пословне софистицираности је 99 (оцјена 3,28) у категорији од 133 земље. Према оцјени Свјетске банке, у БиХ свега око 30% фирми има препознатљив сертификат о квалитету, иако само посједовање ових сертификата отвара врата многих иностраних тржишта и олакшава приступ ка новим технологијама и иновацијама. Када је ријеч о информационим технологијама, Свјетска банка наводи да предузећа у БиХ још увијек јако рестриктивно користе информационо-комуникационе технологије. Још увијек, преко 40% фирми нема властити web-site, док њих 20% не користе мејл у свакодневной комуникацији са клијентима и партнерима.

Један од кључних стубова нове економије је интелектуални капитал, као својеврсни микс знања

и вјештина запослених. Међутим, према извјештају о конкурентности, БиХ управо спада у групу земаља са најнижим обухватом популације секундарним и терцијарним образовањем, који је уз Албанију најнижи у Европи. Додатно се овај проблем усложњава, када је ријеч о тренингу и обуци запослених, с обзиром да мали број фирми има праксу пружања неког облика обуке и усавршавања запослених, било због недостатка материјалних средстава или занемаривања значаја обуке. Такође, не постоје ни развојно-истраживачки центри при предузећима, који би се бавили развојем и усавршавањем производа, што се неминовно директно одражава на слабу конкурентност предузећа. Без одговарајућих радних вјештина, доброг знања и информисаности запослених, до којих се углавном долази кроз редовно образовање, али и путем обуке, неће се битније поправити конкурентност предузећа у догледнијој будућности.

Други значајнији јаз у односу на развијене европске, али и успјешне транзиционе земље, огледа се у нивоу технолошке спремности, односно заступљености савремених ИКТ у свакодневној привредној пракси, укључујући и низак ниво трансфера, односно апсорпције нових технологија. Позиција БиХ у технолошкој конкурентности, која примарно подразумијева способност конкурисања на међународном тржишту новим производима и услугама је изразито ниска, не само у домену производње, него и употребе нових технологија. Савремена технологија, производна и процесна опрема и даље је недоступна за већину предузећа у БиХ, која располажу застарјелим капацитетима. То им повећава трошкове производње и директно утиче на смањење продуктивности капитала ангажованог у производној дјелатности. На крају, то онемогућава грађење цјеновне конкурентности. Слаба технолошка база смањује стратешки маневар предузећа, усмјеравајући их на цјеновно-трошковне стратегије које дугорочно нису одрживе ни прихватљиве. Друштва која конкуришу јефтиним ресурсима, јефтином радном снагом и јефтиним производима ниске фазе прераде постају само сиромашнија. Без ефикасне и високообразоване радне снаге и примјене иновативних технолошких рјешења у производњи нема ни продуктивности, ни конкурентности.

Један од значајнијих аспеката нове економије је зелена економија, која подразумијева усмјереност на обновљиве изворе енергије уз очување еколошког баланса и биолошког диверзитета. Принципи зелене економије се огледају у настојању да се еколошки трошкови анулирају или сведу на минимум. Употреба алтернативних извора енергије је, по правилу, повољнија за предузећа, јер осим што изискује ниже трошкове, смањује раубљење необновљивих ресурса. Употреба алтернативних извора енергије може значајно детерминисати цијену финалног производа и допринијети његовој цјеновној конкурентности.

Имајући у виду да се цијене произвођача не могу спуштати у недоглед, с обзиром на трошкове који се не могу занемаривати, предузећу углавном преостаје да тржишно надметање пренесе на подручје нецјеновне конкурентности, нарочито уважавајући чињеницу да цијене данас имају много мањи значај у објашњавању конкурентности него раније. Помјерање фокуса ка нецјеновној конкурентности, заправо значи стављање тежишта на квалитет и специфична својства производа. Управо кроз имплементацију принципа нове економије, постиже се супериоран квалитет диференцираног производа, на бази којег се гради нецјеновна конкурентност, раст профитабилности на микро нивоу и раст извоза, запослености и друштвеног стандарда на макро нивоу.

ЗАКЉУЧАК

Просперитет сваког предузећа у свијету, па тако и нашег, значајно је детерминисан његовом спремношћу да усваја најбољу глобалну праксу. За успјех у глобалној економији, потребан је нов начин размишљања и потпуно нов приступ рјешавању проблема. У глобалној економији свима је пружена прилика да пронађу начин дјеловања и стварања нових вриједности, који је довољно јединствен да заокupi пажњу других. Иако је све теже разликовати се од других, нужно је стварити нешто друкчије, осмишљавати нове идеје, пројекте, бити у континуитету, креативан и иновативан. Нарочито важну позицију заузимају знање и образовање. Земље, предузећа, појединци који посебну пажњу придају знању и новим образовним пројектима постају успјешни, док они који то не примјећују или прихватају само декларативно, нужно заостају. Управо је суштина нове економије у схватању да је нови извор богатства знање. Знање све више маргинализује значај материјалних фактора производње, као што су капитал, природни ресурси или сам физички рад. Материјални ресурси јесу важни за покретање и функционисање пословања, али нову, додатну вриједност ствара сам човјек уз употребу ресурса. Човјеково дјеловање чини тзв. интелектуални капитал, који иновационим процесима ствара нове производе, побољшава квалитет постојећих и повећава продуктивност, ефикасност и ефективност. За разлику од традиционалне, масовне економије, савремена економија (економија знања или економија информација) почива на принципу „економије различитости“. Користећи знатно мање енергије, сировина, радне снаге, она постиже неупоредиво боље ефекте у економском смислу захваљујући, прије свега, уграђеном додатном знању, интелектуалном капиталу, те информацији у сам производ. Нови квалитет производа се испољава у читавом низу особина, као што су дизајн, корисност, функционалност и трајност. Производи су све „интелигентнији“ и троше све

мање енергије, што је компензовано повећаном употребом информација и знања. Овом супституцијом ограничених ресурса неограниченим, добија се производ, који поред квалитета и еколошке прихватљивости има и нижу цијену коштања, што је основа концепта паметног развоја. Нова правила захтјевају брзину, флексибилност и иновативност, односно спремност предузећа да иновира, континуирано учи и да се продуктивно мијења. На глобалном тржишту компанија мора бити у сталној спрези са окружењем, флексибилна на све његове промјене и усредсређена на иновације. Микроекономски оријентисани теоретичари наглашавају промјене у начину размишљања (иновативност), организацији рада (пројектно размишљање, дехијерархизација организационе средине) и кључну улогу информационо-комуникационих технологија и интернета у повећању продуктивности и економског раста. Промјене које је са собом наметнула глобализација подразумијевају потребу за корјеним промјенама у пословној оријентацији предузећа, с обзиром да је све више конкурената и форми конкуренције, а да они најуспјешнији на тржишту постављају сасвим нова правила игре и стандарде за све преостале учеснике на тржишту. У пракси пословања предузећа у БиХ често се занемарује утицај глобализације и интернационализације тржишта, као и његови савремени трендови. Осмишљеност пословања и иновативност у привредној пракси у БиХ су међу најлошије оцјењеним индикаторима у БиХ, према извјештају о конкурентности Свјетског економског форума. Огроман технолошки јаз за европским окружењем (5-6 технолошких, односно 30-35 календарских година), низак ниво апсорпције нових технологија и недовољан степен коришћења ИКТ у свакодневnoj пословној пракси, те одсуство праксе усавршавања и развоја вјештина запослених, као и развојно-истраживачких центара у предузећима, указују на низак ниво имплементираности концепата нове економије у нашем привредном животу. Посљедице томе, предузећа у БиХ се суочавају са ниским нивоом цјеновне, а нарочито нецјеновне конкурентности, што се на микро плану рефлектује кроз ниску продуктивност и непрофитабилност, а на макро плану низак ниво извоза, висок спољнотрговински дефицит и огромну незапосленост радних и материјалних ресурса.

ЛИТЕРАТУРА

- [1] R.D. Atkinson, Making the New Economy Grow, PPI, Washington, 2000
- [2] M. Dragičević, "Konkurentnost-projekt za Hrvatsku", Školska knjiga, Zagreb, 2012.
- [3] C.L. Mann, D.H. Rosen, "APEC and the New Economy, Survey of Current Business, Institute for International Economics, 2001
- [4] L. Škuflić, N. Dizdarević. Koncept nove ekonomije, Ekonomski pregled, 54 (5-6), 2003, pp. 460-479
- [5] www.slobodnadalmacija.hr/



Бијељина, 30. и 31. мај 2013. године

СПИСАК РАДОВА

Пленарна секција

Драгутин Мировић

КОНТРОВЕРЗЕ ЕКОНОМСКЕ ТЕОРИЈЕ И ПРОБЛЕМ
ЉУДСКОГ ЗНАЊА

Јелена Кочовић

Марија Јововић

ИЗВОРИ И ИНВЕСТИРАЊЕ СРЕДСТАВА
ОСИГУРАВАЧА НА СРПСКОМ ТРЖИШТУ
ОСИГУРАЊА

Ненад Вуњак

Вера Мировић,

СЕКЈУРИТИЗАЦИЈА АКТИВЕ КАО СРЕДСТВО
ФИНАНСИРАЊА КОРПОРАЦИЈА

Стеван Стевић

АНАЛИЗА СТРУКТУРЕ БРУТО ДОМАЋЕГ
ПРОИЗВОДА БОСНЕ И ХЕРЦЕГОВИНЕ И
СУСЈЕДНИХ ЗЕМАЉА

Бранко Крсмановић

КОНЦЕПТ ДИГИТАЛНЕ ЕКОНОМИЈЕ

Секција А

ТЕОРИЈСКА ЕКОНОМИЈА

Алекса Милојевић

ГЛОБАЛИЗАМ, НОВАЦ И БОГАТСТВО

Ђуро Медич

ПРАВЦИ РАЗВОЈА ТЕОРИЈСКЕ ЕКОНОМИЈЕ И
ЊЕНИХ ОДНОСА С ПОЛИТИЧКОМ И ПОСЛОВНОМ
ЕКОНОМИЈОМ

Жарко Ристић

Кристијан Ристић

НЕОЛИБЕРАЛНА ОРТОДОКСИЈА КАО КВАЗИ-
ИЗАЗОВ НОВЕ ЕКОНОМИЈЕ

Љубомир Трифуновић

Лазар Радовановић

Славко Матановић

СИСТЕМИ ПОДРШКЕ ОДЛУЧИВАЊУ У
ЕЛЕКТРОНСКОЈ ТРГОВИНИ НА МАЛО

Раде Станкић

Марко Станкић

МЕРЕЊЕ ЕКОНОМСКОГ И ДРУШТВЕНОГ УТИЦАЈА
ИНФОРМАЦИОНО-КОМУНИКАЦИОНИХ
ТЕХНОЛОГИЈА

Миладин Јовичић

Анкица Јовичић

Огњен Зупур

ЈАВНО-ПРИВАТНО ПАРТНЕРСТВО И ЈАВНИ
ИНТЕРЕС

Зоран Мاستило

Ања Рајак

ТРАЖЊА И ЊЕНА ЕЛАСТИЧНОСТ

Никола Глуховић

СТРАТЕШКИ ЗНАЧАЈ ПРОВЈЕРЕ ЛОЈАЛНОСТИ
БРЕНДУ У САВРЕМЕНИМ ТРЖИШНИМ УСЛОВИМА

Лејла Терзић

КОНКУРЕНТНОСТ ПРИВРЕДЕ БОСНЕ И
ХЕРЦЕГОВИНЕ: МЈЕРЕЊЕ И РАНГИРАЊЕ ПРЕМА
МЕТОДОЛОГИЈИ СВЈЕТСКОГ ЕКОНОМСКОГ
ФОРУМА

Љиљана Танасић

ЛЕАН МЕТОДЕ И ТЕХНИКЕ - РЈЕШЕЊЕ ЗА
САВРЕМЕНЕ УСЛОВЕ ПОСЛОВАЊА

Весна Петровић

ЕВРОПСКЕ ИНТЕГРАЦИЈЕ: ЕУ ФОНДОВИ,
ЕКОНОМСКЕ ИМПЛИКАЦИЈЕ И ИЗАЗОВИ

Огњен Ерић

ЕКОНОМСКИ РАЗВОЈ ЗЕМАЉА ЗАПАДНОГ
БАЛКАНА КРОЗ ТРАНЗИЦИОНЕ РЕФОРМЕ И
РЕГИОНАЛНУ САРАДЊУ

Горан Балотић**Предраг Млинаревић**

ПРИНЦИПИ НОВЕ ЕКОНОМИЈЕ И ЊИХОВЕ
ИМПЛИКАЦИЈЕ НА ПОДИЗАЊЕ НИВОА
КОНКУРЕНТНОСТИ

Секција Б**ФИНАНСИЈЕ, РАЧУНОВОДСТВО И
РЕВИЗИЈА**

Рајко Радовић**Драган Миловановић****Срђан Лалић**

ИМУНИЗАЦИЈА ПОРТФОЛИЈА ОБВЕЗНИЦА У
ФУНКЦИЈИ ИНВЕСТИЦИОНОГ ОДЛУЧИВАЊА

Љиљана Дмитровић Шапоња**Саша Гаворац****Сунчица Милутиновић**

РАЧУНОВОДСТВЕНИ ИНФОРМАЦИОНИ СИСТЕМ У
ФУНКЦИЈИ УПРАВЉАЊА КОРПОРАЦИЈАМА

Александар Стојановић**Бобана Чегар**

ШАРОЛИКОСТ ЕФЕКТИВНОГ ПОРЕСКОГ
ОПТЕРЕЋЕЊА ИМОВИНЕ У БОСНИ И
ХЕРЦЕГОВИНИ

Валентина Дувњак

АНАЛИЗА УЗРОКА ПОСЛОВНОГ НЕУСПЈЕХА У
ПРЕДУЗЕЋИМА У РЕПУБЛИЦИ СРПСКОЈ

Мирјана Стојановић-Тривановић**Дијана Граховац****Михајло Травар**

АЛТМАНОВА ФУНКЦИЈА У УСЛОВИМА
ЕКОНОМСКЕ КРИЗЕ У БХ ПРИВРЕДИ-ПРИМЈЕНА И
ИЗАЗОВИ

Борка Поповић**Звјездана Гавриловић**

АНАЛИЗА ФИНАНСИЈСКОГ, ИМОВИНСКОГ И
ПРИНОСНОГ ПОЛОЖАЈА ПРЕДУЗЕЋА НА
БАЊАЛУЧКОЈ БЕРЗИ

Бојана Вуковић**Мирко Андрић**

ФИНАНСИЈСКИ И БИЛАНСНИ АСПЕКТИ
ПОСЛОВНИХ КОМБИНАЦИЈА

Биљана Станивук

РЕФОРМА ФИСКАЛНОГ СИСТЕМА БОСНЕ И
ХЕРЦЕГОВИНЕ

Сања Васић

МАКСИМИЗИРАЊЕ ПРОФИТА И ЕКОНОМИЈА
ОБИМА У ПРЕДУЗЕЋУ

Секција В**БАНКАРСТВО И ОСИГУРАЊЕ**

Синиша Остојић**Зоран Мاستило**

ИНДЕКСИРАЊЕ ПЕНЗИЈА У ЕКОНОМИЈАМА ЕЦА
РЕГИОНА-АНАЛИЗА СРБИЈЕ И РЕПУБЛИКЕ СРПСКЕ

Татјана Ракоњац-Антић**Весна Рајић**

ПРАВЦИ РАЗВОЈА ДОБРОВОЉНОГ ПЕНЗИЈСКОГ
ОСИГУРАЊА У СРБИЈИ

Вера Зеленовић**Јована Иванчевић**

КАРАКТЕРИСТИКЕ МОБИЛНОГ БАНКАРСТВА СА
ПОСЕБНИМ ОСВРТОМ НА БАНКАРСКО ТРЖИШТЕ
СРБИЈЕ

Мирела Митрашевић

ЦИКЛУСИ ПРОФИТА НА ТРЖИШТУ НЕЖИВОТНОГ
ОСИГУРАЊА

Милан Радовић**Јелена Витомир****Милан Радаковић**

АЛМ КОНЦЕПТ У ФУНКЦИЈИ ЛИКВИДНОСТИ
ПОСЛОВНЕ БАНКЕ

Јелена Дамјановић

УТИЦАЈ МЕЂУНАРОДНЕ РЕГУЛАТИВЕ ИЗ ОБЛАСТИ
БАНКАРСКОГ СИСТЕМА НА ДОМАЋЕ ПРАВНЕ
ПРОПИСЕ

Гордана Васиљевић

МОНИТОРИНГ КРЕДИТНОГ РЕЈТИНГА ДУЖНИКА И
КОЛАТЕРАЛА У ФУНКЦИЈИ УБЛАЖАВАЊА
НЕГАТИВНИХ ЕФЕКТА ИЗЛОЖЕНОСТИ
КРЕДИТНОМ РИЗИКУ БАНКЕ

Миливоје Давидовић**Тамара Антонијевић**

ИНДИКАТОРИ ПОСЛОВАЊА БАНКАРСКОГ
СЕКТОРА СРБИЈЕ И БИХ У ВРЕМЕНУ ГЛОБАЛНЕ
КРИЗЕ

Наташа Бошковић

ОСИГУРАВАЈУЋЕ КОМПАНИЈЕ У УЛОЗИ
ИНСТИТУЦИОНАЛНИХ ИНВЕСТИТОРА У
РЕПУБЛИЦИ СРПСКОЈ

Милош Видовић

Јован Деурић

КОНТРОЛА РИЗИКА КАМАТНЕ СТОПЕ
ИНВЕСТИЦИОНОГ ПОРТФОЛИА БАНАКА

Александар Беговић

Вукашин Стевановић

Александар Бунијевац

СТРУКТУРА И ПЛАСМАН СРЕДСТАВА ТЕХНИЧКИХ
РЕЗЕРВИ

Секција Г

**МОНЕТАРНА ЕКОНОМИЈА И
ФИНАНСИЈСКА ТРЖИШТА**

Ново Плакаловић

РЕЛЕВАНТНОСТ WASHINGTON-СКОГ КОНСЕНЗУСА
У БиХ

Спасоје Тушевљак

ДОПРИНОСИ ЛИ ОБРАЗОВАЊЕ РАЗВОЈУ У КРИЗИ

Дејан Јакшић

Кристина Мијић

УТИЦАЈ ПРОФИТАБИЛНОСТИ НА НИВО КРЕДИТНЕ
ЗАДУЖЕНОСТИ УЧЕСНИКА НА ФИНАНСИЈСКОМ
ТРЖИШТУ РЕПУБЛИКЕ СРПСКЕ

Ксенија Денчић Михајлов

Дејан Спасић

РЕАЛИЗАЦИЈА ИНИЦИЈАЛНИХ ЈАВНИХ ПОНУДА
АКЦИЈА НА ТРЖИШТИМА У НАСТАЈАЊУ

Аднан Ровчанин

Адна Матараџија

Амра Матараџија

ПРЕДНОСТИ ПРОЦЕСА СЕКУРИТИЗАЦИЈЕ НА
ФИНАНСИЈСКИМ ТРЖИШТИМА

Витомир Старчевић

Слободан Суботић

Горан Митровић

ДИВЕРЗИФИКАЦИЈА КАО ЕФИКАСАН НАЧИН
СМАЊЕЊА РИЗИЧНОСТИ УЛАГАЊА У ХАРТИЈЕ ОД
ВРИЈЕДНОСТИ

Весна Пророк

Слађана Пауновић

BLACK-SCHOLES-ОВ МОДЕЛ ВРЕДНОВАЊА CALL
ОПЦИЈА ЕВРОПСКОГ ТИПА

Мартина Крижановић

Зенаида Варупа

СВЈЕТСКА ВАЛУТА-РЕФОРМА МЕЂУНАРОДНОГ
МОНЕТАРНОГ СУСТАВА

Сузана Стевановић

УЧЕШЋЕ ОБВЕЗНИЦА У РАЗВОЈУ ТРЖИШТА
КАПИТАЛА У БиХ

Бојана Вучићевић

Јелена Јокић

ИНВЕСТИЦИОНИ ФОНДОВИ КАО ПЕРСПЕКТИВА
РАЗВОЈА ФИНАНСИЈСКИХ ТРЖИШТА БОСНЕ И
ХЕРЦЕГОВИНЕ

Секција Д

**ПРЕДУЗЕТНИШТВО, МАРКЕТИНГ И
МЕНАџМЕНТ**

Пајо Панић

Биљана Ковачевић

Драгана Андрић

НЕГАТИВНИ ЕФЕКТИ ДИРЕКТНИХ СТРАНИХ
ИНВЕСТИЦИЈА НА ЗЕМЉУ ДОМАЋИНА

Никола Вукмировић

КРЕИРАЊА ИНОВАТИВНИХ РЕСУРСА У
САВРЕМЕНОМ ПРЕДУЗЕТНИШТВУ

Перо Петровић

Александар Живковић

НЕЗАВИСНОСТ ЧЛАНОВА УПРАВНОГ ОДБОРА У
КОРПОРАТИВНОМ УПРАВЉАЊУ ЈАВНИМ
ПРЕДУЗЕЋИМА

Момчило Пољић

ИНТЕРНЕТ И МАРКЕТИНГ СТРАТЕГИЈА

Марко Шарчевић

Тихомир Спремо

ТЕОРИЈСКИ ОСНОВИ БИЗНИС ПЛАНА

Тихомир Спремо

Марко Шарчевић

САВРЕМЕНИ ПРИСТУП РАЗВОЈУ МАЛОГ БИЗНИСА:
НОВА ИЗВОЗНА ОРИЈЕНТАЦИЈА РЕПУБЛИКЕ
СРПСКЕ

Ненад Лалић

Љубиша Владушић

КОРПОРАТИВНО УПРАВЉАЊЕ У ФУНКЦИЈИ
ПОБОЉШАЊА ПОСЛОВНОГ РЕЗУЛТАТА
ПРЕДУЗЕЋА

Владан Настић

ИНСТИТУЦИОНАЛНИ ОКВИР ЗА ПОДСТИЦАЈ
ИЗВОЗА У БОСНИ И ХЕРЦЕГОВИНИ И ЊЕГОВА
УЛОГА У КРЕИРАЊУ И РЕАЛИЗАЦИЈИ ИЗВОЗНЕ
МАРКЕТИНГ СТРАТЕГИЈЕ

Драган Булатовић

Ана Булатовић

НОВИ ТРЕНДОВИ У ТУРИЗМУ И ЊИХОВ УТИЦАЈ
НА ДЕСТИНАЦИЈСКИ МЕНАЏМЕНТ

Звјездана Гавриловић

КОНЦЕПТУАЛИЗАЦИЈА ИНТЕГРИСАНЕ
МАРКЕТИНГ КОМУНИКАЦИЈЕ

Драган Плакаловић

Ново Плакаловић

Никола Глуховић

УПРАВЉАЊЕ ЈАВНИМ УНИВЕРЗИТЕТОМ У ЦИЉУ
ПРОГРЕСА

Немања Сапардић

МОДЕЛИ WEB ПОРТАЛА ЗА УСПЈЕШНО
ПОСЛОВАЊЕ ПОСЛОВНИХ ОРГАНИЗАЦИЈА

Дамјан Даниловић

КОРПОРАТИВНО УПРАВЉАЊЕ У ДРЖАВНИМ
ПРЕДУЗЕЋИМА У СВЈЕТЛУ СМЈЕРНИЦА ОЕЦД

Нено Себастијановић

КОНЦЕПТ ХАОСА СТРАТЕШКИ ОКВИР ЗА
УПРАВЉАЊЕ ОПАСНОСТИМА И ПРИЛИКАМА

Тамара Врањевац

ЖЕНСКО ПРЕДУЗЕТНИШТВО У БИХ