

FINANSIJE

ČASOPIS ZA TEORIJU I PRAKSU FINANSIJA

GODINA LX
Broj 1-6/2005
Beograd
ISSN 0015-2145
UDK 336

2005.

FINANSIJE

1 - 6

Iz sadržaja:

Dr Dušan Vujović
KONKURENTNOST NACIONALNE PRIVREDE:
NEKA EMPIRIJSKA I TEORIJSKA PITANJA MERENJA INSTITUCIONE KONKURENTNOSTI

Prof. dr Boris Begović
POREZI NA IMOVINU U SRBIJI: POSTOJEĆE STANJE I PREDLOG REFORME

Vesna Arsić
PRETPOSTAVKE I PERSPEKTIVE REFORME PENZIJSKOG SISTEMA U SRBIJI

Miodrag Arsić
MEĐUNARODNO ULAGANJE KAPITALA

Prof. dr Ksenija Denčić
EFEKTI I MODELIRANJE AKVIZICIONE STRATEGIJE SA *TOEHOLD-OM*

Aleksandar Mališić
HARTIJE OD VREDNOSTI: DISTRIBUCIJA I UVOĐENJE NA ORGANIZOVANO
TRŽIŠTE

Mr Vladan Pavlović, mr Saša Muminović
IZAZOVI CAPM MODELA

GODINA JUBILEJA

REPUBLIKA SRBIJA
MINISTARSTVO FINANSIJA

ISSN 0015-2145

UDK 336

FINANSIJE
ČASOPIS ZA TEORIJU I PRAKSU FINANSIJA

Godina L X

Broj: 1-6

2005.

Osnivač i izdavač: Ministarstvo finansija Republike Srbije, Beograd, Kneza Miloša, 20.

www.mfin.sr.gov.yu

Osnivačka i izdavačka prava preuzeta od Ministarstva finansija SRJ na osnovu Sporazuma o prenosu osnivačkih prava br. 651-01-1/2003.

Za izdavača: mr Mlađan Dinkić, ministar finansija

Uređivački odbor: prof. dr Veroljub Dugalić, mr Vesna Đukić, prof. dr Gordana Ilić-Popov, prof. dr Pavle Petrović, prof. dr Dejan Popović, prof. dr Božidar Raičević, prof. dr Nebojša Savić, prof. dr Nikola Stevanović, prof. dr Kata Škarić, prof. dr Dušan Vujović (Vašington), prof. dr Boško Živković

Šire članstvo Uređivačkog odbora: prof. dr Mihail Arandarenko, Miodrag Arsić, prof. dr Boris Begović, prof. dr Aleksandra Jovanović, prof. dr Milena Jovičić, dr Boško Mijatović, dr Branko Milanović (Vašington), Božo Novoselac, prof. dr Željko Šević (London)

Glavni urednik: prof. dr Dušan Vujović

Zamenik glavnog urednika: prof. dr Dejan Popović

Urednik: mr Vesna Đukić

Prevod rezimea: mr Jasmina Knežević

Redakcija: Časopis *FINANSIJE*, Ministarstvo finansija Republike Srbije, Kneza Miloša 20, 11000 Beograd. Tel. 011 2685-301. E-mail: vdjukic@mfin.sr.gov.yu

Štampa: Štamparija Ministarstva finansija Republike Srbije, Kneza Miloša 20, 11000 Beograd

*Prvi broj časopisa FINANSIJE izašao je 26. januara 1946. godine.
Od 1. maja 1949. godine, osnivač časopisa je Savezno ministarstvo finansija.
Od 1. januara 2003. godine, prava osnivača i izdavača časopisa preuzima
Ministarstvo finansija Republike Srbije.*

*Izuzetan doprinos razvoju časopisa dali su:
dr Bogoljub Lazarević, dr Milan Golijanin i prof. dr Miroslav Petrović*

Copyright © 2004 - 2005 by Ministarstvo finansija Republike Srbije
Sva prava zadržana

FINANSIJE

Časopis za teoriju i praksu finansija

60. godina, br. 1-6/2005.

Beograd

SADRŽAJ

POVODOM JUBILEJA ČASOPISA *FINANSIJE*

Prof. dr Dejan Popović

str. 5

ČLANCI

Dr Dušan Vujović

KONKURENTNOST NACIONALNE PRIVREDE: NEKA EMPIRIJSKA I TEORIJSKA
PITANJA MERENJA INSTITUCIONALNE KONKURENTNOSTI

str. 7

Prof. dr Boris Begović

POREZI NA IMOVINU U SRBIJI: POSTOJEĆE STANJE I PREDLOG REFORME

str. 37

Vesna Arsić

PRETPOSTAVKE I PERSPEKTIVE REFORME PENZIJSKOG SISTEMA U SRBIJI

str. 58

Miodrag Arsić

MEĐUNARODNO ULAGANJE KAPITALA

str. 72

Prof. dr Ksenija Denčić – Mihajlov

EFEKTI I MODELIRANJE AKVIZICIONE STRATEGIJE SA *TOEHOLDOM*

str. 94

Aleksandar Mališić

HARTIJE OD VREDNOSTI: DISTRIBUCIJA I UVOĐENJE NA ORGANIZOVANO
TRŽIŠTE

str. 110

Mr Vladan Pavlović, mr Saša Muminović

IZAZOVI *CAPM* MODELA

str. 126

PRIKAZI

Zbornik radova

“ČETIRI GODINE TRANZICIJE U SRBIJI”

Prof. dr Jurij Bajec

str. 145

Dr Snežana Stojanović

“FISKALNI FEDERALIZAM”

Mr Vesna Đukić

str. 150

JUBILEJ

HRONIKA UREĐIVANJA I IZDAVANJA ČASOPISA *FINANSIJE*

str. 154

REGISTAR AUTORA I OBJAVLJENIH RADOVA U ČASOPISU *FINANSIJE*

str. 163

FINANSIJE

FINANCE
*Journal for the theory
and practice of finance*
60 years, No 1-6/2005.
Belgrade

CONTENTS

CELEBRATING ANNIVERSARY
Prof. Dejan Popović, Ph.D.
p. 5

ARTICLES

Dušan Vujović, Ph.D.
NATIONAL COMPETITIVENESS: SOME EMPIRICAL AND THEORETICAL
ISSUES IN MEASURING INSTITUTIONAL COMPETITIVENESS

p. 7

Prof. Boris Begović, Ph.D.
PROPERTY TAXATION IN SERBIA: EXISTING ARRANGEMENTS AND A SUG-
GESTION FOR THE REFORM

p. 37

Vesna Arsić
ASSUMPTIONS AND PERSPECTIVES
OF THE PENSION SYSTEM REFORM IN SERBIA

p. 58

Miodrag Arsić
INTERNATIONAL CAPITAL INVESTMENT

p. 72

Prof. Ksenija Denčić-Mihajlov, Ph.D.
ACQUISITION STRATEGY WITH TOEHOLD: EFFECTS AND MODELING

p. 94

Aleksandar Mališić
SECURITIES: DISTRIBUTION AND ENTERING INTO THE ORGANISED MARKET

p. 110

Vladan Pavlović, Saša Muminović
CHALLENGES OF CAPM MODEL

p. 126

REVIEWS

Proceedings
„FOR YEARS OF TRANSITIONS IN SERBIA“

Prof. Jurij Bajec, Ph.D.

p. 145

Snežana Stojanović, Ph.D.
„FISCAL FEDERALISM“

Vesna Đukić

p. 150

POVODOM JUBILEJA ČASOPISA *FINANSIJE*

Prof. dr Dejan POPOVIĆ,
zamenik glavnog i odgovornog urednika
časopisa *FINANSIJE*

Časopis *Finansije* počeo je da izlazi 1946. godine, kao organ Saveza finansijskih službenika Jugoslavije. Prvi odgovorni urednik časopisa bio je Dušan Ilić, načelnik Odeljenja finansijske revizije Ministarstva finansija FNRJ. Godine 1949. časopis postaje organ Ministarstva finansija FNRJ, a za odgovornog urednika biva postavljen Antonije Tasić, profesor Osiguranja na Ekonomskom fakultetu.

Od 1953. godine, pa sve do smrti 1982. godine, glavni i odgovorni urednik je Bogoljub Lazarević. Taj period, kao i period između 1982. i 1988, kada je glavni i odgovorni urednik bio veliki zaljubljenik u časopis Miroslav–Miša Petrović, profesor Finansija i Finansijskog prava na Pravnom fakultetu Univerziteta u Beogradu, predstavljali su „zlatno doba“ časopisa. U *Finansijama* su se, kao članovi Redakcije i kao autori, pojavljivali vodeći stručnjaci iz različitih oblasti finansija iz svih krajeva nekadašnje Jugoslavije – Ksente Bogoev, Nikola Miljanić, Boško Kitaljević, Toša Tišma, Miloš Vučković, Milutin Ćirović, Ivo Perišin, Božidar Jelčić, Davor Savin, Milan Golijanin, Pero Jurković i mnogi drugi. Od 1966. godine, prvo kao sekretar Redakcije a kasnije kao pomoćnik i zamenik glavnog i odgovornog urednika, u časopisu je njegov „dobri duh“ Božo Novoselac. Objaviti članak u *Finansijama* predstavljalo je značajan korak u univerzitetskoj karijeri svakog nastavnika sa beogradskog, zagrebačkog, ljubljanskog, sarajevskog, titogradskog, skopskog, novosadskog, niškog ili kragujevačkog pravnog ili ekonomskog fakulteta.

FINANSIJE

Onda je, pred kraj osamdesetih godina prošlog veka, naročito tokom devedesetih, došlo do oseke, politika je počela snažnije da se meša u uređivanje časopisa, dovodeći ministra za glavnog i odgovornog urednika, država se raspada, autori iz drugih republika napuštaju časopis, hiperinflacija uništava finansijski sistem, sve manje je kvalitetnih priloga, pitanje honorara postaje bolno i ne rešava se gotovo celu deceniju, dok se nad časopisom nadvija senka ne uvek benevolentnog izdavača Poslovnog sistema „Grmeč“. Naporima pojedinih članova Redakcije i urednika (od 1992. godine) Vesne Đukić, *Finansije* nekako preživljavaju i uspevaju da obeleže poluvekovni jubilej, sa Vukom Ognjanovićem kao glavnim i odgovornim urednikom.

Kriza dostiže vrhunac na samom početku ove decenije, kada se veći deo Redakcije odvaja od glavnog i odgovornog urednika, smatrajući da su potrebne energične mere da bi se časopis sačuvalo od propasti. Jedno vreme izlaze paralelno dva časopisa *Finansije* a onda, u kontekstu preuzimanja funkcije od nekadašnjeg Saveznog ministarstva finansija – Ministarstvo finansija i ekonomije Republike Srbije donosi odluku da prihvati ponudu Saveznog ministarstva i da ono postane osnivač časopisa *Finansije*. Od 2003. godine, počinje nova faza u istoriji časopisa: za glavnog i odgovornog urednika imenuje se Dušan Vujović a za zamenika glavnog i odgovornog urednika Dejan Popović. Zadatak koji je predstavljen pred novu Redakciju je jasan i veoma težak: vratiti ugled časopisu *Finansije* i stvoriti od njega vodeći naučni časopis u zemlji i regionu, koji će okupiti najpoznatije domaće i inostrane autore ali i predstavljati tribinu na kojoj će nastupati i mlađi stručnjaci željni afirmacije. Sve ovo se čini sa ciljem da se naša finansijska misao i finansijska struka uzdignu na jedan viši nivo, posle dekade izolacije i nazadovanja, tokom koje su druge države na ovom području napredovale i svoju finansijsku praksu približavale evropskim zahtevima i standardima. Na stručnoj i naučnoj javnosti je da proceni da li uspevamo u našoj nameri i da, zajedno sa Redakcijom, sagledaju koliki je i kakav zadatak pred nama.

Rad primljen: 19. 10. 2005.

UDC: 338. 242. 2

JEL: E61

Originalni naučni rad

**KONKURENTNOST NACIONALNE
PRIVREDE:
NEKA EMPIRIJSKA I TEORIJSKA
PITANJA MERENJA INSTITUCIONALNE
KONKURENTNOSTI**

***NATIONAL COMPETITIVENESS:
SOME EMPIRICAL AND THEORETICAL ISSUES
IN MEASURING INSTITUTIONAL
COMPETITIVENESS***

Dr Dušan VUJOVIĆ*

Svetska Banka

The World Bank

Rezime

Donosioci odluka u razvijenim i tranzicionim privredama oduvek su brinuli o pitanjima konkurentnosti nacionalne privrede. Iako je terminologija značajno evoluirala tokom nekoliko vekova, suština je ostala neizmenjena: rangiranje konkurentnosti sopstvene privrede i njenih performansi u odnosu na druge zemlje i ocena potencijalnih institucionalnih nedostataka i slabosti politike koje bi mogle

* Autor je šef kancelarije Svetske Banke u Kijevu i rukovodilac programa za Ukrajinu. Stavovi prezentirani u ovom radu predstavljaju lično mišljenje autora i ne odražavaju nužno stavove Svetske Banke i njenog Saveta Direktora.

Country Manager for Ukraine. This paper reflects authors own views and positions that should not be attributed to the World Bank or its Board of Directors.

da ugroze budući ekonomski rast. Upravo zato donosioci odluka budno prate rezultate kompozitnih indeksa, a posebno onih koji se publikuju u Globalnom izveštaju o konkurentnosti Svetskog ekonomskog foruma (SEF), lidera u ovoj oblasti. Ovaj članak detaljnije analizira strukturu i ekonomsko-političku sadržinu SEF-ovog najpoznatijeg Indeksa konkurentnosti rasta i novo uvedenog Indeksa globalne konkurentnosti. Posebna pažnja posvećena je interpretaciji najnovijih numeričkih rezultata za Srbiju u 2005. godini, razumevanju velikog kašnjenja u glavnim oblastima institucionalnih reformi i izvlačenju pouka za nastavljanje procesa reformi i unapređenje ekonomske politike. Konačno, u članku se odbacuje Krugmanova kritika nacionalne konkurentnosti kao teorijski besmislenog koncepta i opasne opsesije donosioca odluka i pokazuje se da je reč o validnom teorijskom i empirijskom konceptu fokusiranom na razumevanje performansi alternativnih nacionalnih institucionalnih sistema koji međusobno konkurišu u globalnoj svetskoj ekonomiji.

Ključne reči: KONKURENTNOST NACIONALNE PRIVREDE; TRANZICIONA PRIVREDA; INDEKS KONKURENTNOSTI RASTA; INDEKS GLOBALNE KONKURENTNOSTI

Summary

Policy makers in developed and transition countries alike have always been worried about national competitiveness. Albeit the terminology evolved significantly over the centuries, the essence remained unchanged: ranking own competitive performance against other economies and assessing institutional and policy weaknesses that may jeopardize longer run growth. Hence, policy makers closely monitor results of comprehensive indexes, especially those published by The Global Competitiveness Report of the World Economic Forum (WEF), the leader in this field. This paper analyzes in detail the structure and policy rationale of WEF's best known Growth Competitiveness Index and the newly introduced Global Competitiveness Index. Special emphasis is placed on interpreting the latest 2005 numerical results for Serbia, understanding lags in key institutional reform areas and drawing lessons for the pending reform and policy agenda. Finally, this paper refutes Krugman's criticism that national competitiveness is meaningless theoretically and represents a dangerous obsession of policy makers and argues that this is a valid theoretical and empirical concept focused on performance of alternative national institutional systems competing in a global economy.

Key words: NATIONAL COMPETITIVENESS; TRANSITION COUNTRIES; GROWTH COMPETITIVENESS INDEX; GLOBAL COMPETITIVENESS INDEX.

UVOD

Tokom 2005. godine Srbija je postigla impresivne pomake na planu ekonomskih reformi koji su joj u posljednjem izveštaju Svetske Banke o troškovima vođenja biznisa (World Bank 2005) doneli titulu najuspešnijeg reformatora, a u izveštaju Svetskog ekonomskog foruma o trendovima globalne konkurentnosti (WEF 2005) unapređenje rejtinga po indeksu konkurentnosti rasta za čitavih devet mesta. U dva prethodna rada¹ već smo analizirali ove rezultate na dosta agregatnom nivou sa akcentom na oceni ključnih mera ekonomske politike i reformskih napora države, bilo da je reč o promenama koje se odnose na mikroekonomsku stranu funkcionisanja privrede ili na opšte makroekonomsko i institucionalno okruženje. Konstatovano je da i pored dobrih rezultata ostvarenih tokom 2005. godine, Srbija značajno zaostaje za liderima u svetu, kao i da se po većini važnih pokazatelja konkurentnosti nalazi u donjem delu svetske rang liste.

Iako rađena na relativno visokom nivou opštosti, naša prethodna analiza makroekonomske konkurentnosti (Vujović, 2005a)

¹ Vujović (2005 a) i Vujović (2005 b) koji je takođe prezentiran kao uvodni referat na savetovanju Saveza ekonomista Srbije i Saveza ekonomista Crne Gore održanog u Miločeru, 13-15 septembra 2005. godine.

nedvosmisleno je pokazala da jako loš kreditni rejting zemlje predstavlja centralnu prepreku budućem ekonomskom rastu i da će svi budući reformski potezi velikim delom zavisiti od uspeha u podizanju kvaliteta ove dimenzije makroekonomskog okruženja. Kao prvu barijeru na putu ozdravljenja kreditnog rejtinga identifikovali smo uspešno završavanje višegodišnjeg aranžmana sa MMF-om do kraja 2005. godine, kao poslednji formalni uslov za otpis preostalih 15% duga prema Pariskom i Londonskom klubu. Istovremeno, naglašavali smo da ozbiljnije mere za suštinsko podizanje kreditnog rejtinga zemlje, kao i rešavanje slabosti u drugim dimenzijama konkurentnosti rasta (podizanje tehnološke spremnosti i kvaliteta javnih institucija) tek predstoje.

U ovom radu detaljnije ćemo analizirati metodologiju merenja konkurentnosti Svetskog ekonomskog foruma sa posebnim naglaskom na: (a) konstrukciju indeksa konkurentnosti rasta i novog globalnog indeksa konkurentnosti, kao i postupak njihovog empirijskog ocenjivanja, i (b) analizu najnovijih ocena indeksa za Srbiju i poređenje ovih rezultata sa drugim zemljama (kako sa prosečnim vrednostima indeksa konkurentnosti za sve posmatrane zemlje tako i sa svetskim liderima po pojedinim kategorijama), naravno, uz izvlačenje neophodnih pouka za dalje vođenje

institucionalnih reformi i ekonomske politike. U poslednjem delu rada pažnju posvećujemo diskusiji šire relevantnosti indeksa konkurentnosti, u svetlu njihove rastuće popularnosti i evidentnog uticaja na donosiocima odluka o reformskim i ekonomsko-političkim merama u globalizovanom svetu, na jednoj, i postojanih teorijskih i empirijskih kritika na drugoj strani.

1. ZAŠTO JE KONKURENTNOST NACIONALNE PRIVREDE VAŽNA?

Političari uopšte, a posebno oni zaduženi za ekonomska pitanja, opsednuti su različitim aspektima problema konkurentnosti nacionalne privrede. Iako se stiče utisak da je to noviji fenomen koji se pojavio sa liberalizacijom spoljne trgovine u uslovima opšte globalizacije tokom poslednjih decenija, pažljivije čitanje klasika ekonomske literature pokazuje da su suštinska pitanja nacionalne konkurentnosti bile na samom vrhu skale interesovanja političara već stotinama godina. Ono što se vremenom menjalo jeste terminologija kojom se „briga“ za konkurentnost nacionalne privrede javno iskazivala: od Adama Smita na ovamo govorilo se o „nacionalnom bogatstvu“, o „apsolutnim“ i „komparativnim prednostima“, o „kvalitetu spoljne trgovine“ (koji se meri dugoročnim odnosima razmene, tačnije odnosima cena izvoza i uvoza, ili rastućim učešćem

industrijskih proizvoda u izvozu, itd.), o „proizvodnom i industrijskom potencijalu zemlje“, o „tehnološkim prednostima“, o „kompetitivnim prednostima“ itd.

U svim navedenim primerima suština je bila i ostala gotovo neizmenjena, a to je interes da se podigne sopstvena konkurentnost i, istovremeno, ostvari pozitvni pomak u odnosu na ostale zemlje². Pri tom je, kako Lall (2001 b) dobro primećuje, uočljiv paradoks da o konkurentnosti više brinu najbogatije i najrazvijenije zemlje koje se nalaze u samom vrhu svetske liste, nego zemlje koje se nalaze na začelju liste i imaju najveće probleme. Lideri brinu kako zadržati kompetitivnu i tehnološku prednost birajući dinamične grane budućeg razvoja u kojima visoke plate i standard života neće biti hendikep u globalnoj ekonomiji. Za zemlje koje su relativno nedavno priključile klubu razvijenih zemalja, glavna preokupacija je kako uhvatiti priključak sa najrazvijenijim zemljama u najpropulzivnijim granama i, istovremeno, održati distancu u odnosu na zemlje koje ih slede i konkurišu im nižim platama i većom produktivnošću. Zemlje koje tek otvaraju svoje ekonomije dejstvu konkurencije i svetskog tržišta brinu kako što brže i što uspešnije privući

² Naravno, promena terminologije često je odražavala i promenu načina na koji su pitanja konkurentnosti povezivana sa ekonomskom teorijom, pretakana u izmerljive koncepte, a zatim empirijski ocenjivana.

inostrana ulaganja i znanje da bi se ubrzala restrukturizacija sopstvene industrije i razvile nove konkurentne grane. Najsiromašnije zemlje brinu kako preživeti usmeravanjem veoma ograničenih resursa u razvoj dovoljno konkurentnih izvožno-orijentisanih grana.

Poslednjih decenija najviše se promenio način ocenjivanja konkurentnosti (putem specijalizovanih anketa), javnost i otvorenost celog postupka prikupljanja i obrade informacija, i distribuiranja dobijenih rezultata. Novina je i značaj koji se ocenama konkurentnosti pridaje u političkoj javnosti i u medijima, kako na nacionalnom tako i na međunarodnom nivou. Povišeni nivo medijske i političke pažnje pokrenuo je razvoj cele industrije ocenjivanja i merenja konkurentnosti. Rade se pojedinačne, sektorske i nacionalne analize produktivnosti i troškova, pišu se nacionalne i regionalne strategije konkurentnosti, prave se lokacione analize industrijskih i uslužnih klastera, računaju se razni pokazatelji konkurentnosti i kreiraju mere brzog hvatanja priključka sa svetom ili podgrupom zemalja čijem se stremi, itd.

2. KONSTRUKCIJA KOMPOZITNIH MAKROEKONOMSKIH INDEKSA KONKURENTNOSTI

Nezavisno od velike popularnosti i brojnih analiza, međunarodni indeksi konkurentnosti relativno su retka pojava. U poplavi međunarodnih kompozitnih indeksa koji

se danas redovno produkuju i publikuju dominiraju indeksi ekonomskih i političkih sloboda, demokratizacije i korupcije³. Slede indeksi koji posmatraju kvalitet mikroekonomskog okruženja i ocenjuju investicionu klimu⁴.

Kompozitni indeksi konkurentnosti Svetskog ekonomskog foruma iz Davosa⁵ bez sumnje su danas najpoznatiji i najsveobuhvatniji kompozitni pokazatelji nacionalne konkurentnosti na osnovu konzistentnih kriterijuma ocenjivanja mikroekonomske i makroekonomske konkurentnosti i jasne i čvrste veze sa ekonomskom teorijom. Ovi indeksi ocenjuju se i publikuju svake godine⁶ i pomalo su izuzetak od pravila pošto je SEF organizacija koja u svom redovnom i počasnem članstvu okuplja retku kombinaciju najmoćnijih i najuticajnijih ljudi iz poslovnog sveta, poli-

³ Pogledati na primer ekstenzivni spisak ovakvih istraživanja na eksternom internet sajtu Svetske Banke: <http://www.worldbank.org/wbi/governance/data.html>.

⁴ Pored već pomenutog godišnjeg izveštaja Svetske Banke o troškovima vođenja biznisa (World Bank 2005) imamo u vidu BEEPS koji zajednički produkuju i publikuju Svetska Banka i EBRD: <http://info.worldbank.org/governance/beeps/>.

⁵ Kratko SEF ili, alternativno, WEF od engleskog naziva World Economic Forum. Skraćenicu SEF ćemo koristiti u tekstu a WEF u citiranju literature.

⁶ Videti godišnje izveštaje korišćene u ovom radu WEF 1996, WEF 2000, WEF 2001, WEF 2002, WEF 2003, WEF 2004 i WEF 2005.

tike i države, i akademskih krugova na nacionalnom i međunarodnom nivou. Teško je naći svetski poznatog državnika, ministra finansija ili privrede, guvernera centralne banke ili predsednika (CEO) međunarodnih korporacija koji nije više puta sudelovao u radu godišnjeg foruma u Davosu ili u nekom od regionalnih susreta SEF.

Otuda i mogućnost i potreba da SEF svoje polje praćenja konkurentnosti postavi šire, dublje i solidnije od drugih:

- Ankete i analiza konkurentnosti danas se sprovodi u 117 najvećih i najvažnijih zemalja u svetu, koje pokrivaju preko 9/10 teritorije i generišu preko 90% svetskog GDP-ja i spoljne trgovine.
- Konkurentnost se sistematski prati preko 142 pokazatelja u devet oblasti konkurentnosti preko stalnih godišnjih anketa ili prikupljanjem raspoloživih statističkih podataka:

I. Agregatna tražnja (3 pokazatelja – izvor 0 anketa, 3 podaci)

II. Makroekonomsko okruženje (21 pokazatelj – izvor 12 anketa, podaci)

III. Tehnološke inovacije (21 pokazatelj – izvor 16 anketa, 5 podaci)

IV. Ljudski resursi (17 pokazatelja – izvor 9 anketa, 8 podaci)

V. Opšta infrastruktura (8 pokazatelja – izvor 7 anketa, 1 podaci)

VI. Javne institucije (27 pokazatelja – izvor 27 anketa, 0 podaci)

VII. Domaća konkurencija i razvoj klastera (11 pokazatelja – izvor 9 anketa, 2 podaci)

VIII. Funkcionisanje preduzeća i formulacija poslovne strategije (24 pokazatelja – izvor 24 anketa, 0 podaci)

IX. Prirodno okruženje (10 pokazatelja – izvor 10 anketa, 0 podaci)

- Godišnji izveštaj o konkurentnosti publikuje se od 1979. godine.
- Uz pomoć vodećih svetskih ekonomista sa Harvarda, Kolumbije i drugih vodećih univerziteta konstruisana su tri kompozitna indeksa konkurentnosti:
- **Indeks konkurentnosti rasta (IKR)** koji se ocenjuje od 2000. godine uz često (praktično godišnje) preispitivanje i unapređivanje metodologije,
- **Indeks poslovne konkurentnosti (IPK)** koji se ocenjuje od 1998. godine na osnovu originalnog pristupa ocenjivanju mikroekonomske nacionalne konkurentnosti M. Klajna (Kline 1990), i konačno
- **Globalni indeks konkurentnosti (GIK)** koji je najavljen prošle godine i sistematski počeo da se ocenjuje tek ovogodišnjim izveštaju.

U naredna dva odeljka detaljnije ćemo opisati i analizirati dva makro indeksa konkurentnosti (IKR i GIK), njihovu strukturu i način ocenjivanja, kao i objasniti najnovije numeričke rezultate za Srbiju.

2.1. Struktura i ocenjene vrednosti indeksa konkurentnosti rasta (IKR)

Logika indeksa konkurentnosti rasta polazi od klasične analize ekonomske dinamike uz pomoć sasvim jednostavnih modela rasta tipa $y=Ak$, koji na jednoj strani u prvi plan stavljaju faktore koji objašnjavaju tekuću produktivnost ($y=GDP$ p/c) odnosno kratkoročne performanse privrede postojećim nivoom kapitalne opremljenosti (k) i tehnologije (A), a na drugoj posmatraju faktore koji opredeljuju dinamiku promene tehnologije i znanja i akumulaciju kapitala koji se objašnjava dugoročniji potencijal ekonomskog rasta [$r(y)=r(A)+sA$ uz standardnu notaciju gde $r()$ označava stopu rasta varijable u zagradama a s stopu nacionalne štednje].

U internoj podeli odlučeno je da se indeks konkurentnosti rasta (IKR) pretežno bavi dugoročnim aspektima ekonomskog rasta koji proizilaze iz tehnološkog potencijala i strukturnih faktora, dok je indeksa poslovne konkurentnosti (IPK) prepušteno praćenje i analiza tekuće produktivnosti odnosno kratkoročnih faktora rasta⁷.

Naravno, ostaje otvoreno pitanje kako na najbolji način ocen-

⁷ Upravo zbog toga se IPK ranije zvao indeks tekuće konkurentnosti ili Current Competitiveness Index. Videti šire u WEF 2000, str.14.

jivati IKR. Posle inicijalnog (više-godišnjeg) perioda traženja pravih rešenja uz pomoć širokog spektra moćnih i teorijski utemeljenih empirijskih istraživanja (videti na primer Warner, 2000), struktura indeksa rasta stabilizovala se 2001. godine (Tabela 1) i od tada se praktično ne menja, mada se nastavlja rad na doterivanju pojedinih pokazatelja i načinu njihovog uticaja na ocenjene vrednosti podindekse tehnologije, javnih institucija, i makroekonomskog okruženja. Najbolji primer je nedavna korekcija metodologije: pokazatelj "učesća javnih rashoda u GDP-ju", koji je uz makro stabilnost i kreditni rejting zemlje bitno uticao na formiranje vrednosti indeksa "makroekonomskog okruženja", zamenjen je pokazateljem koji bolje meri gubitke javnih resursa ("government waste" ili "rasipanje javnih resursa"). Time je izbegnuta pogrešna konotacija da su svi javni rashodi loši i da se prostim smanjenjem rashoda povećava konkurentnost zemlje. Naravno, ova promena je donekle izmenila rejting zemalja ali je time povećana konzistentnost metodologije. Zemlje koje su više pažnje poklanjale uštedama i smanjenju javnih rashoda (npr. SAD) izgubile su na rejtingu, a zemlje koje su se više bavile podizanjem kvaliteta upravljanja javnim resursima (npr. Finska, Švedska) dobile.

Valja naglasiti da pojedine komponente kompozitnog indeksa

rasta IKR imaju različite pondere u slučaju zemalja inovatora i drugih zemalja. Kod zemalja inovatora i lidera u tehnološkim promjenama, u skladu sa zahtevima konkurentnosti realnih privreda, komponenta tehnologije dobija veći ponder (50%), a unutar nje podjednako se vrednuju (po 25%) podindeksi inovacija i informativne tehnologije, dok se podindeks transfera tehnologije gubi značaj (ponder 0). Komponente kvaliteta javnih institucija i makroekonomskog okruženja ostaju prisutne ali sa umanjenim ponderima pošto se pretpostavlja da su ovi uslovi rutinski ispunjeni i da je njihov značaj za konkurentnost na datom stepenu razvoja u opadanju⁸.

Pravi uvid u ocenu kompozitnog indeksa rasta dobija se tek detaljnijim pregledom pokazatelja koji ulaze u ocenu indeksa i podindeksa IKR-a datih u Tabeli 2. Ukupan IKR indeks dostigao je u 2005. godini vrednost 3.38 i 80. mesto po rang u svetu, što pred-

⁸ Naravno, postoje izuzeci od pravila. Na primer, SAD koje se nalaze u samom vrhu kompozitnog indeksa IKR (na drugom mestu posle Finske), u nekim pokazateljima kvaliteta makroekonomskog okruženja ubedljivo zaostaju za uporedivim zemljama. Recimo, SAD zauzimaju veoma loše 109. mesto po nivou nacionalne štednje, 107. po efikasnosti poreskog sistema, 92. po fiskalnom deficitu, a 76. po veličini javnog duga, itd. Mehanička primena jednakih pondera na sve zemlje osetno bi pogoršala i skor i ukupni IKR rejting SAD.

stavlja poboljšanje za devet mesta. Kao što smo ranije ocenili (Vujović 2005a, 2005b), time je najvećim delom eliminisan gubitak zabeležen tokom 2004. godine prouzrokovan pre svega velikim padom vrednosti indeksa tehnologije između 2003. i 2004. godine (sa 3.66 na 3.30) i, donekle, pogoršanjem makroekonomske stabilnosti (pad indeksa sa 3.47 na 3.35). I pored ovog relativnog poboljšanja Srbija i dalje zaostaje u odnosu na prosek IKR svih zemalja za skoro 17%, a u odnosu na lidere (Finsku i SAD) skoro 72%. Anatomija ovog zaostajanja najbolje se vidi pregledom skupa pokazatelja kod kojih Srbija kritično zaostaje za svetom (više od 1/5 ispod svetskog proseka) i za liderima (više od 2/3 ispod najvišeg skora).

Ova grupa pokazatelja (osenčeni procenti zaostajanja u Tabeli 2) pokazuje da Srbija kritično zaostaje na tehnološkom planu – kako u inovacijama (*broju registrovanih patenata – pokazatelj 3.17, ukupnoj tehnološkoj spremnosti – pokazatelj 3.01, i sposobnosti preduzeća da prihvate novu tehnologiju – pokazatelj 3.02*), tako i transferu tehnologije (*pokazatelj 3.03*), i razvijenosti informacione tehnologije (*pokazatelji 3.14-3.15 i 3.18-3.21*). Podjednako su ozbiljna zaostajanja u oblasti poštovanja zakona (kod nezavisnosti sudstva, zaštite vlaničkih prava i neobjektivnosti državnih činovnika), rasipa-

FINANSIJE

nju odnosno neefikasnom korišćenju javnih sredstava i pesimističkim (recesionim) očekivanjima.

Nezavisno od očigledne pristrasnosti nekih pojedinačnih pokazatelja i velikih grešaka u statističkom obuhvatanju drugih⁹, oni uzeti zajedno i u dužem periodu vremena sistematski ukazuju na prisustvo veoma ozbiljnih problema u tehnološkoj spremnosti zemlje da se nosi sa svetskom konkurencijom, na očigledne slabosti u oblasti javnih institucija i nedovoljnu stabilnost, predvidivost i solidnost makroekonomskog okruženja.

Već na ovom nivou razmatranja nazire se ceo spektar korektivnih reformskih i ekonomsko-političkih mera koje je neophodno

dosledno i istrajno primenjivati i da bi se uhvatio priključak sa svetom kako u oblasti kompletiranja pravnog i institucionalnog sistema, tako i na planu unapređenja ekonomske i razvojne politike. Ovom pitanju ćemo se vratiti nakon analogne analize novog indeksa globalne konkurentnosti koji će nam omogućiti da dijagnostiku proširimo i na neke druge aspekte razvoja i konkurentnosti (pre svega u socijalnoj i poslovnoj sferi, ali i u oblasti ponašanja pojedinaca i grupa) i tako sagledamo ozbiljnost naše sadašnje situacije, odnosno dubinu neophodnih promena da bi se iz nje izašlo i uhvatio priključak sa svetom.

Tabela 1: Struktura indeksa konkurentnosti rasta 2001 -2005

Kompozitni indeksi		Indeksi	Podindeksi
Indeks konkurentnosti rasta -- za zemlje neinovatore	=	1/3 Tehnologije	1/8 Inovacija
			3/8 Transfera tehnologije
			1/2 IT (info tehnologije)
		+ 1/3 Javnih institucija	1/2 Poštovanja zakona
			1/2 Korupcije
		+ 1/3 Makroekonomskog okruženja	1/2 Makrostabilnosti
			1/4 Kreditnog rejtinga
			1/4 Rastura javnih sredstava
Indeks konkurentnosti rasta -- za zemlje inovatore	=	1/2 Tehnologije	1/2 Inovacija
			1/2 IT (info tehnologije)
		+ 1/4 Javnih institucija	1/2 Poštovanja zakona
			1/2 Korupcije
		+ 1/4 Makroekonomskog okruženja	1/2 Makrostabilnosti
			1/4 Kreditnog rejtinga
			1/4 Rasipanja javnih sredstava

Izvor: WEF (2005), str. 38-9.

⁹ U slučaju mnogih zemalja, a posebno u slučaju Srbije broj registrovanih US patenata blizak je nuli i veoma je neadekvatan pokazatelj ukupnog inovativnog kapaciteta zemlje. Isto tako broj personalnih računara obuhvaćen zvaničnom statistikom podležan je većoj grešci u Srbiji nego u drugim zemljama zbog izrazito nepovoljnog uvoznog režima i veoma raširene prakse sastavljanja računara u zemlji u neformalnom sektoru na osnovu ilegalno uvezenih delova.

FINANSIJE

Tabela 2 : Srbija 2005 – Ocenjene vrednosti indeksa konkurentnosti rasta

	SVET			Srbija			
	Vrednost indeksa u 2005.g.			Indeks 2005.g.	Rang 2005.g.	Zaostajanje u %	
	Prosek	Maks.	Minim.			prosekom	liderom
<i>Kompozitni indeks konkurentnosti rasta</i>	3.98	5.94	2.37	3.38	80	-16.9%	-71.7%
<i>Indeks tehnologije</i>	na	6.19	2.09	3.12	68	na	-75.0%
Podindeks inovacija	na	6.56	1.42	2.37	61	na	-81.5%
3.01 Tehnološka spremnost	3.7	6.5	1.7	1.9	113	-37.5%	-95.8%
3.02 Apsorpcija nove tehnologije u preduzećima	4.5	6.3	2.8	3.6	101	-25.7%	-77.1%
3.06 Rashodi preduzeća na R&D	3.3	5.9	1.9	2.6	92	-17.5%	-82.5%
3.07 Istraživačka saradnja nauke i privrede	3.1	5.7	1.7	3.0	51	-2.5%	-67.5%
3.17 Patenti registrovani u SAD	na	283.7	0.0	0.0	81	na	100.0%
4.17 Upis na više škole i fakultete	na	87.5	0.4	36.0	48	na	-0.59
Podindeks transfera tehnologije	na	5.57	2.66	4.37	48	na	-41.2%
3.03 Prisustvo strane tehnologije	4.3	5.8	2.3	3.3	102	-28.6%	-71.4%
3.04 FDI i transfer tehnologije	4.7	6.4	2.8	5.5	10	22.2%	-25.0%
Podindeks IT	na	5.90	1.39	2.36	64	na	-78.5%
3.11 Dostup internetu u školama	3.8	6.7	1.3	2.8	84	-18.5%	-72.2%
3.12 Kvalitet konkurencije u telekomu	4.1	6.3	1.7	3.2	99	-19.6%	-67.4%
3.13 Prioritet koji država daje IT sektoru	4.4	6.1	2.3	4.0	86	-10.5%	-55.3%
3.14 Uspešnost države u promociji IT sektora	3.9	5.9	2.1	3.3	86	-15.8%	-68.4%
3.15 Zakoni koji regulišu komercijalno korišćenje IT	3.8	5.9	1.8	3.3	73	-12.2%	-63.4%
3.18 Broj mobilnih telefona na 100 stan.	na	119.4	0.1	33.8	54	na	-71.8%
3.19 Broj korisnika interneta na 10000 stan.	na	6747.0	5.0	787.0	65	na	-88.4%
3.20 Internet hosts na 10000 u 2003. g.	na	5577.8	0.0	18.4	63	na	-99.7%
3.21 Personalni kompjuteri na 100 stan.	na	74.2	0.2	2.7	82	na	-96.6%
5.08 Broj telefonskih linija na 100 stan	na	79.7	0.2	24.3	50	na	-69.7%

FINANSIJE

Tabela 2 : Srbija 2005 -- Ocenjene vrednosti indeksa konkurentnosti

rasta

	SVET			Srbija			
	Vrednost indeksa u 2005.g.			Indeks 2005.g.	Rang 2005.g.	Zaostajanje u % za	
	Prosek	Maks.	Minim.			prosekom	liderom
Indeks javnih institucija	na	6.35	2.55	4.07	89	na	-60.0%
Podindeks poštovanja zakona	na	6.17	2.17	3.14	92	na	-75.8%
6.01 Nezavisnost sudova	3.8	6.3	1.2	2.5	91	-25.5%	-74.5%
6.03 Vlasnička prava	4.5	6.5	2.6	3.2	103	-33.3%	-84.6%
Favorizovanje odlukama							
6.08 činovnika	3.2	5.4	1.6	2.4	95	-21.1%	-78.9%
6.16 Organizovani kriminal	4.7	6.8	2.0	4.4	67	-6.3%	-50.0%
Podindeks korupcije	na	6.78	2.22	5.00	55	na	-39.0%
6.19 Prisustvo mita u izvozu i uvozu	4.7	6.7	2.2	4.7	55	0.0%	-44.4%
Prisustvo mita u komunalnim							
6.20 uslugama	5.0	6.8	2.1	4.9	66	-2.1%	-40.4%
Prisustvo mita u plaćanju							
6.21 poreza	4.9	6.8	2.2	5.4	45	10.9%	-30.4%
Indeks makroekonomskog okruženja	na	5.82	2.25	2.95	111	na	-80.4%
Podindeks makrostablnosti	na	5.72	2.83	3.71	101	na	-69.6%
2.01 Očekivanje recesije	4.4	6.8	2.4	3.5	102	-20.5%	-75.0%
Dostupnost kredita u							
2.07 poslednjoj godini	4.5	6.1	2.1	4.7	49	5.0%	-35.0%
2.13 Fiskalni deficit	na	23.0	-9.8	-0.3	31	na	-71.0%
2.14 Nacionalna stednja	na	56.8	-32.0	-1.0	116	na	-65.1%
2.15 Realni efektivni devizni kurs	na	-53.3	28.9	0.7	70	na	-65.7%
2.16 Inflacija (cpi)	na	282.4	-4.8	9.5	101	na	-95.0%
2.17 Interest spread	na	1.4	175.7	12.8	99	na	-6.5%
2.20 Javni dug	na	0.0	238.5	80.0	94	na	-33.5%
Podindeks kreditnog rejtinga	na	7.00	1.00	1.97	98	na	-83.8%
2.21 Kreditni rejting (1-100)	na	94.5	10.6	24.1	98	na	-83.9%
Podindeks rasipanja javnih sredstava	3.30	5.90	1.62	2.28	108	-23.8%	-84.6%
6.06 Neefikasni javni rashodi	3.3	5.9	1.6	2.3	108	-23.8%	-84.6%

Izvor: WEF (2005). na -- označava da nema podataka ili pokazatelj nije moguće izračunati.

2.2. Struktura i ocenjene vrednosti globalnog indeksa konkurentnosti (GIK)

Nakon višegodišnje uspešne primene IKR postalo je jasno da ovaj indeks i pored veoma dobrih opštih karakteristika i inteligentno smišljene strukture koja omogućava kompleksno praćenje višestrukih faktora ekonomskog rasta, a istovremeno je dovoljno jednostavna i transparentna da može biti ocenjena za veliki broj zemalja, ne uspeva da objasni neke veoma važne fenomene ekonomskog rasta u modernom svetu. Na primer, u slučaju Evrope, IKR nije uspevao da objasni slab ekonomski rast u zemljama evropske petnaestorice usled rigidnosti na tržištu rada i kašnjenja u realizovanju nekih ključnih pomaka u efikasnosti koje je trebalo da donese veliko jedinstveno evropsko tržište. Isto tako IKR nije uspevao da valorizuje dejstvo AIDS-a i stanja u zdravstvu na funkcionisanje biznisa i konkurentnost, a time i ekonomski rast u Africi. Pored toga, ima mnogo primera koji pokazuju

da IKR u svom arsenalu nije imao varijable koje bi omogućile dobro sistematsko vrednovanje kvaliteta radne snage i sistema obrazovanja, infrastrukture, efikasnosti tržišta i drugih očigledno važnih faktora ekonomskog rasta čiji se značaj za pojedine zemlje menja zavisno od stepena ekonomskog i institucionalnog razvoja.

Pod liderstvom profesora Sala-i-Martina (Xavier Sala-i-Martin), jednog od vodećih svetskih autoriteta iz oblasti analize ekonomskog rasta, SEF je konstruisao novi globalni indeks konkurentnosti (GIK). Suštinski, GIK uključuje sve tri dimenzije konkurentnosti rasta posmatrane u okviru IKR indeksa (tehnologiju, javne institucije i makroekonomsko okruženje) i tome pridodaje čitav niz novih dimenzija kao što su: privatne institucije, infrastruktura, zdravstvo, osnovno obrazovanje, više i visoko obrazovanje, sistem obuke na radu i uz rad, efikasnost tržišta roba, rada i kapitala, i kvalitet poslovnog sistema. Ovaj rašireni broj dimenzija organizovan je u devet oblasti, odnosno

devet stubova na kojima počiva rast produktivnosti i konkurentnosti. Neki od stubova sadrže faktore konkurentnosti, a neki od ukupno 12 faktora konkurentnosti dalje sadrže od dve do pet komponenti konkurentnosti. Detaljni pregled 9 stubova, 12 faktora i 14 komponenti konkurentnosti dat je Tabeli 3.

U empirijskoj oceni GIK-a koristi se ukupno 89 pokazatelja, a pri tom se reciklira 23 pokazatelja od 35 koji su ranije već korišćeni u oceni IKR-a (kao što je to detaljno navedeno u poslednjoj koloni Tabele 3). Preciznije, u okviru prvog stuba reč je o ukupno pet pokazatelja koji su ponovo upotrebljeni u domenu ocene kvaliteta javnih institucija, od kojih su četiri ranije činila sastavni deo podindeksa poštovanja zakona, a jedan predstavljao osnovu ocenjivanja rasipanja javnih sredstava. Kod trećeg stuba koji ocenjuje kvalitet makroekonomije, svih šest upotrebljenih pokazatelja i ranije je figurisalo u konstrukciji podindeksa makrostabilnosti. U petom stubu ponovo je upotrebljen pokazatelj

upisa u više škole i na fakultete. Kod sedmog stuba tehnološke spremnosti svih sedam pokazatelja ranije je korišćeno u oceni IKR (po tri u oceni podindeksa inovacija i informacione tehnologije, a jedan u oceni transfera tehnologije). Konačno, kod devetog stuba koji se odnosi na inovacije, reciklirana su tri pokazatelja koji su ranije korišćeni u oceni podindeksa inovacija.

Konstrukcija GIK pretpostavlja da zemlje prolaze kroz najmanje tri faze ekonomskog razvoja u toku kojih se menja značaj pojedinih stubova, faktora i komponenti konkurentnosti.

U prvoj fazi razvoja (*factor-driven stage*) za rast produktivnosti presudno je dejstvo osnovnih faktora konkurentnosti odnosno raspoloživost bazičnih pretpostavki razvoja koje su obuhvaćene u prva četiri stuba. To su institucije, infrastruktura, makroekonomija, i osnovni kvalitet radne snage (pismenost i zdravlje).

U drugoj fazi razvoja (*efficiency-driven stage*) presudni značaj

FINANSIJE

u daljnjem podizanju produktivnosti i konkurentnosti dobijaju ključni aspekti efikasnosti faktora i tržišta. Njih obuhvataju naredna tri stuba: kvalitet višeg obrazovanja i ljudskog faktora uopšte (peti stub), efikasnost tržišta roba, rada i kapitala (šesti stub), i opšta tehnološka spremnost (sedmi stub).

Konačno, u trećoj fazi razvoja (*innovation-driven stage*) kontinuelni rast produktivnosti i konkurentnosti opredeljen je faktorima visoke poslovne razvijenosti (sofistikacije) i inovacija, odnosno sposobnošću poslovnih sistema da razvijenošću svojih veza, kvalitetom poslovanja i korporativne strategije, kao i kapacitetom inoviranja održavaju vodeću poziciju u svetu.

Detaljnijim pregledom pokazatelja koji ulaze u ocenu indeksa i podindeksa GIK-a datih u Tabeli 4 vidimo da je Srbija ostvarila ukupni skor od 3.67 i 85. mesto od ukupno 117 zemalja. To je za pet mesta lošije od ranga ostvarenog kod indekska konkurentnosti rasta (IKR), ali je zato ovog indeksa rela-

tivno zaostajanje za liderima (SAD i Finska) nešto manje (68%).

I pored uporedivog ukupnog rezultata, GIK daje mnogo detaljniju sliku konkurentnosti i mogućnost ne samo da se sagledaju svi relevantni aspekti zaostajanja već i da se rekonstruišu neke uzročno-posledične veze među pojedinim dimenzijama važnim za ukupne performanse privrede. Prema očekivanju, u podskupu pokazatelja koji kritično zaostaju i za prosekom (više od 1/5) i za svetskim liderima (više od 2/3) ponavljaju se neki aspekti inovacija, tehnološke spremnosti i razvijenosti informacione tehnologije već zabeleženi kod IKR indeksa. Isto tako ponovo beležimo ozbiljna zaostajanja u široj oblasti javnih institucija (kod nezavisnosti sudstva, zaštite vlasničkih prava, rasipanja javnih sredstava i neobjektivnosti činovnika). Pored toga ovde se pojavljuje čitav niz dopunskih pokazatelja kod kojih je pojedinačno zaostajanje podjednako zabrinjavajuće (osenčene vrednosti u Tabeli 4).

FINANSIJE

Tabela 3: Struktura novog kompozitnog indeksa globalne konkurentnosti

Faktori	Komponente	Ponderi ^{*)}		
		I faza	II faza	III faza
Indeks 1. Osnovni faktori konkurentnosti		50%	40%	30%
Prvi stub: INSTITUCIJE		<i>Reciklirani IKR pokazatelji</i>		
A · Javne Institucije	1. <i>Vlasnička prava</i>	6.03		
	2. <i>Etika i korupcija</i>	--		
	3. <i>Neprimereni uticaj</i>	6.01, 6.08		
	4. <i>Neefikasnost države</i>	6.06		
	5. <i>Bezbednost</i>	6.16		
B. Privatne institucije	1. <i>Korporativna etika</i>	--		
	2. <i>Odgovornost korporacija</i>	--		
Drugi stub: INFRASTRUKTURA		--		
Treći stub: MAKROEKONOMIJA		2.13, 2.14, 2.15, 2.16, 2.17, 2.20		
Četvrti stub: ZDRAVSTVO I OSNOVNO OBRAZOVANJE		--		
A · Zdravstvo		--		
	B. Osnovno obrazovanje	--		
Indeks 2. Faktori efikasnosti		40%	50%	40%
Peti stub: VIŠE OBRAZOVANJE I OBUKA UZ RAD		--		
A · Kapacitet obrazovanja		4.17		
	B. Kvalitet obrazovanja	--		
	C · Obuka uz rad	--		
Šesti stub: EFIKASNOST TRŽIŠTA		--		
A · Tržišta roba	1. <i>Distorzije</i>	--		
	2. <i>Konkurencija</i>	--		
	-- Domaća	--		
	-- Inostrana	--		
	3. <i>Veličina</i>	--		
	-- Lokalno tržište	--		
B. Tržišta rada	-- Strana tržišta	--		
	1. <i>Fleksibilnost</i>	--		
	2. <i>Efikasnost</i>	--		
C · Finansijska tržišta	1. <i>Sofisticiranost</i>	--		
	2. <i>Otvorenost</i>	--		
Sedmi stub: TEHNOLOŠKA SPREMNOST		3.01, 3.02, 3.04, 3.15, 3.18, 3.19, 3.21		
Indeks 3. Faktori inovacija i sofisticacije		10%	10%	30%
Osmi stub: POSLOVNA SOFISTICIRANOST		--		
A · Podržavajuće grane		--		
	B. Sofisticiranost poslovanja i strategije	--		
Deveti stub: INOVACIJE		3.06, 3.07, 3.17		

Izvor: WEF (2005), str. 40-1.

*) U prvoj fazi razvoja (GDP p/c do \$2.000) najvažniju ulogu imaju osnovni faktori razvoja odnosno podindeks 1 (ponder 50%). U drugoj fazi razvoja (GDP p/c \$3.000-\$9.000) težište se pomera na efikasnost odnosno podindeks 2 koji dobija najveći ponder (50%). Konačno, u trećoj fazi razvoja (GDP p/c preko \$17.000) inovacije dobijaju na značaju (ponder podindeksa 3 raste do 30%). Na nivou GDP p/c od \$2.000 - \$3.000 odnosno od \$9.000 -17.000 zemlje se nalaze na prelazu između čistih faza i relativni značaj faktora nije stabilan.

FINANSIJE

Tabela 4 : Srbija 2005 -- Ocenjene vrednosti globalnog indeksa konkurentnosti

	SVET			Srbija			
	Vrednost u 2005.g.			Zaostajanje u % za			
	Prosek	Maks.	Min.	Indeks	Rang	prosekom	liderom
Kompozitni indeks globalne konkurentnosti	na	5.85	2.65	3.67	85	na	-68.1%
Indeks 1: Osnovni faktori konkurentnosti	na	6.15	3.03	3.98	92	na	-69.6%
Stub 1: Podindeks institucija	na	5.92	2.37	3.12	93	na	-78.9%
2.02 Trošak terorizma	5.0	6.5	2.4	5.2	54	4.9%	-31.7%
6.01 Nezavisnost sudova	3.8	6.3	1.2	2.5	91	-25.5%	-74.5%
6.03 Vlasnička prava	4.5	6.5	2.6	3.2	103	-33.3%	-84.6%
6.06 Neefikasni javni rashodi	3.3	5.9	1.6	2.3	108	-23.8%	-84.6%
6.07 Teret regulativnog sistema	3.0	5.4	2.0	2.0	116	-29.4%	-100.0%
6.08 Favorizovanje odlukama činovnika	3.2	5.4	1.6	2.4	95	-21.1%	-78.9%
6.14 Pouzdanost policije	4.1	6.5	2.0	3.4	81	-15.6%	-68.9%
6.15 Poslovni trošak kriminala	4.3	6.6	1.6	4.6	48	6.0%	-40.0%
6.16 Organizovani kriminal	4.7	6.8	2.0	4.4	67	-6.3%	-50.0%
6.24 Diverzija (krada ili utaja) javnih sredstava	3.7	6.4	1.5	2.8	84	-18.4%	-73.5%
6.26 Poverenje koje političari uživaju u javnosti	2.7	6.4	1.2	1.7	92	-19.2%	-90.4%
8.04 Etičko ponašanje preduzeća	4.2	6.3	2.8	4.1	58	-2.9%	-62.9%
8.16 Efikasnost korporativnog upravljanja	4.6	6.1	2.8	3.8	108	-24.2%	-69.7%
8.21 Zaštita manjinskih vlasnika	4.4	6.2	2.8	3.0	114	-41.2%	-94.1%
8.23 Kvalitet računovod-revizionih standarda	4.7	6.6	2.3	3.9	82	-18.6%	-62.8%
Stub 2: Podindeks infrastrukture	na	6.48	1.55	2.50	97	na	-80.7%
5.01 Opšti kvalitet infrastrukture	3.9	6.7	1.6	1.9	115	-39.2%	-94.1%
5.02 Železnička infrastruktura	3.0	6.7	1.0	1.8	80	-21.1%	-86.0%
5.03 Luke	3.8	6.8	1.2	2.1	101	-30.4%	-83.9%
5.04 Aerodromi	4.5	6.9	2.0	2.9	110	-32.7%	-81.6%
5.05 Kvalitet snabdevanja strujom	4.6	6.9	1.3	3.5	89	-19.6%	-60.7%
5.08 Broj telefonskih linija na 100 stan	na	79.7	0.2	24.3	50	0.0%	-69.7%
Stub 3: Podindeks Makroekonomije	na	5.78	2.39	3.64	106	na	-63.1%
2.13 Fiskalni deficit	na	23.0	-9.8	-0.3	31	na	-71.0%
2.14 Nacionalna stednja	na	56.8	-32.0	-1.0	116	na	-65.1%
2.15 Realni efektivni devizni kurs	na	-53.3	28.9	0.7	70	na	-65.7%
2.16 Inflacija (cpi)	na	282.4	-4.8	9.5	101	na	-95.0%
2.17 Interest spread	na	1.4	175.7	12.8	99	na	-6.5%
2.20 Javni dug	na	0.0	238.5	80.0	94	na	-33.5%
Stub 4: Zdravstvo i osnovno obrazovanje	na	6.98	2.72	6.67	58	na	-7.3%
4.04 Dejstvo malarije na privredu	5.8	7.0	1.9	6.8	21	19.6%	-3.9%
4.05 Dejstvo TB na privredu	5.8	6.9	2.5	6.4	35	13.6%	-11.4%
4.06 Dejstvo SIDA na privredu	5.0	6.6	1.8	6.1	25	22.9%	-10.4%
4.10 Mortalitet dece do 1 god. (na 1000 živorođenih)	na	2.0	135.0	13.0	52	na	-8.3%
4.11 Očekivanje života	na	82.0	36.0	73.0	46	na	-19.6%
4.12 TB na 100000 stanovnika	na	3.0	722.0	35.0	45	na	-4.5%
4.13 Malaria na 100000 stanovnika	na	0.0	47843.0	0.0	1	na	0.0%
4.14 SIDA % stanovništva 15 - 45	na	0.0	37.3	0.2	47	na	-0.5%
4.15 Upis u osnovnu školu	na	147.0	58.0	98.0	90	na	-55.1%
Indeks 2: Faktori efikasnosti	na	5.85	2.22	3.43	75	na	-66.7%
Stub 5: Više obrazovanje i obuka uz rad	na	6.13	1.94	4.00	58	na	-50.8%
4.01 Kvalitet obrazovnog sistema	3.6	6.1	2.0	3.4	66	-4.9%	-65.9%
4.03 Kvalitet obrazovanja (matematika i pr. nauke)	4.1	6.5	2.3	5.0	28	21.4%	-35.7%
4.16 Upis u srednju školu	na	179.0	6.0	89.0	53	na	-52.0%
4.17 Upis na više škole i fakultete	na	87.5	0.4	36.0	48	na	-59.1%
7.09 Lokalna raspoloživost istraživanja i obuke	4.0	6.4	2.3	3.8	63	-4.9%	-63.4%
8.11 Stepen obučavanja zaposlenih	3.8	5.9	2.0	2.6	108	-30.8%	-84.6%
8.15 Kvalitet poslovnih škola	4.1	6.6	1.6	3.4	79	-14.0%	-64.0%

FINANSIJE

Tabela 4 : Srbija 2005 -- Ocenjene vrednosti globalnog indeksa konkurentnosti (nastavak)

	SVET			Srbija			
	Vrednost u 2005.g.			Zaostajanje u % za			
	Prosek	Maks.	Min.	Indeks	Rang	prosekom	liderom
Stub 6: Efikasnost tržišta	na	5.91	2.92	3.46	99	na	-81.9%
2.03 Razvijenost finansijskog tržišta	4.0	6.7	1.7	2.4	105	-32.0%	-86.0%
2.04 Solidnost banaka	5.4	6.8	3.0	4.2	103	-31.6%	-68.4%
2.05 Lakoća dobijanja kredita	3.3	5.4	1.6	2.6	76	-18.4%	-73.7%
2.06 Raspoloživost venture kapitala	3.3	5.9	1.7	2.7	78	-14.3%	-76.2%
2.08 Dostup kapitalu na lokalnom tržištu	4.7	6.6	1.5	4.3	78	-7.8%	-45.1%
2.09 Ograničenja spoljne trgovine	4.5	6.5	2.8	4.7	51	5.4%	-48.6%
2.12 Trosak agrarne politike	3.5	5.6	2.0	3.6	55	2.8%	-55.6%
2.18 Export	na	223.2	10.0	13.8	113	na	-98.2%
2.19 Import	na	193.5	11.2	27.0	97	na	-91.3%
4.08 Odliv mozgova	3.5	6.4	1.4	2.0	113	-30.0%	-88.0%
4.09 Zapošljavanje žena u privatnom sektoru	4.7	6.1	3.2	4.1	97	-20.7%	-69.0%
6.02 Efikasnost pravnog sistema	3.8	6.3	1.7	2.7	88	-23.9%	-78.3%
6.11 Nivo poreza	3.4	6.0	1.6	3.3	54	-2.3%	-61.4%
7.01 Stepen lokalne konkurencije	4.7	6.3	3.1	4.3	82	-12.5%	-62.5%
7.02 Antimonopolska politika	4.0	6.3	2.3	2.8	103	-30.0%	-87.5%
7.10 Broj procedura za otvaranje biznisa	na	2.0	19.0	11.0	61	na	-52.9%
7.11 Potrebno vreme za otvaranje biznisa	na	2.0	153.0	51.0	75	na	-32.5%
8.14 Naslanjanje na profesionalni menadžment	4.5	6.4	2.3	3.2	112	-31.7%	-78.0%
8.17 Zapošljavanje i otpuštanje radnika	3.8	5.9	1.9	3.8	53	0.0%	-52.5%
8.18 Uticaj sindikata na određivanje plata	4.9	6.4	2.5	5.0	69	2.6%	-35.9%
8.19 Saradnja između radnika i poslodavaca	4.5	6.3	3.1	3.6	111	-28.1%	-84.4%
8.20 Odnos zarada i produktivnosti	4.0	5.9	2.7	3.5	88	-15.6%	-75.0%
8.22 Restrikcije vlasničkih prava stranaca	5.0	6.5	3.3	4.3	96	-21.9%	-68.8%
Stub 7: Tehnološka spremnost	na	5.82	1.79	2.84	76	na	-73.9%
3.01 Tehnološka spremnost	3.7	6.5	1.7	1.9	113	-37.5%	-95.8%
3.02 Apsorpcija nove tehnologije u preduzećima	4.5	6.3	2.8	3.6	101	-25.7%	-77.1%
3.04 FDI i transfer tehnologije	4.7	6.4	2.8	5.5	10	22.2%	-25.0%
3.15 Zakoni koji regulišu komercijalno korišćenje IT	3.8	5.9	1.8	3.3	73	-12.2%	-63.4%
3.18 Broj mobilnih telefona na 100 stan.	na	119.4	0.1	33.8	54	na	-71.8%
3.19 Broj korisnika interneta na 10000 stan.	na	6747.0	5.0	787.0	65	na	-88.4%
3.21 Personalni kompjuteri na 100 stan.	na	74.2	0.2	2.7	82	na	-96.6%
Indeks 3: Faktori inovacija i sofisticacije	na	6.07	2.39	3.19	85	na	-78.3%
Stub 8: Poslovna sofisticiranost	na	6.28	2.61	3.41	90	na	-78.2%
7.05 Snaga lokalne ponude (količina)	4.8	6.6	3.1	4.3	84	-14.3%	-65.7%
7.06 Snaga lokalne ponude (kvalitet)	4.4	6.5	2.0	3.7	87	-15.6%	-62.2%
8.01 Priroda konkurentne prednosti zemlje	3.6	6.4	2.1	2.5	108	-25.6%	-90.7%
8.02 Kvalitet (stepen prerade) izvoza	3.8	6.5	1.9	2.5	104	-28.3%	-87.0%
8.05 Sofisticiranost proizvodnog procesa	3.8	6.5	2.0	2.8	94	-22.2%	-82.2%
8.06 Prisustvo marketinga	4.3	6.7	1.8	3.1	102	-24.5%	-73.5%
8.08 Pokrivanje međunarodne distribucije	4.1	5.8	2.7	3.5	93	-19.4%	-74.2%
8.12 Delegiranje odluka	3.7	6.0	2.3	2.6	108	-29.7%	-91.9%
Stub 9: Inovacije	na	5.98	2.02	2.96	79	na	-76.3%
3.05 Kvalitet naučno-istraživačkih institucija	3.8	6.4	2.1	3.7	61	-2.3%	-62.8%
3.06 Rashodi preduzeća na R&D	3.3	5.9	1.9	2.6	92	-17.5%	-82.5%
3.07 Istraživačka saradnja nauke i privrede	3.1	5.7	1.7	3.0	51	-2.5%	-67.5%
3.08 Državne nabavke hi-tech proizvoda	3.7	5.3	2.2	3.8	50	3.2%	-48.4%
3.09 Raspoloživost naučnika i inženjera	4.5	6.4	2.5	4.9	46	10.3%	-38.5%
3.17 Patenti registrovani u SAD	na	283.7	0.0	0.0	81	na	-100.0%
6.04 Intelektualna svojina	3.7	6.4	1.7	2.2	110	-31.9%	-89.4%
8.03 Sposobnost za inovacije	3.5	6.2	1.9	2.5	99	-23.3%	-86.0%

Izvor: WEF (2005). na -- označava da nema podataka ili pokazatelj nije moguće izračunati.

Slabe institucije (79% zaostajanja za liderima) dominiraju i u javnom i u privatnom sektoru. Vlasnička prava nisu zaštićena (pokazatelj 6.03 sa 85% zaostajanja), regulativni sistem je među najgorim u svetu (6.07 na 116. mestu), sudovi nisu nezavisni (6.01 sa 75% zaostajanja), javni rashodi su neefikasni (6.06 sa 85% zaostajanja), a državni činovnici neobjektivni odnosno pristrasni (6.08 sa 79% zaostajanja). Korporativno upravljanje je neefikasno (8.16 sa kašnjenjem od 70%), a prava manjinskih vlasnika se gotovo potpuno i otvoreno ignorišu (8.21 sa zaostajanjem od 94%).

Još slabija infrastruktura (81% zaostajanja za liderima) kako po opštem kvalitetu (94% zaostajanja), tako i po glavnim sektorima (aerodromi zaostaju 82%, luke 83%, a železnica 86%).

Makroekonomsko okruženje pokazuje znake slabosti usled inflatornih pritisaka (95% kašnjenja za liderima), opasnosti fiskalnog deficita (71% kašnjenja), precenjenog kursa (66% kašnjenja) i izrazito niske nacionalne sklonosti štednji (65% zaostajanja).

Stanje u zdravstvu, osnovnom i visokom obrazovanju mnogo je bolje nego što bi se to moglo očekivati na osnovu čestih kritika i negativne percepcije u javnosti. Ispod kritičnog nivoa nalazi se samo kvalitet obuke zaposlenih (zaostajanje 85%), dok je opšti kvalitet

obrazovnog sistema na samoj kritičnoj granici (kašnjenje od 66%).

Efikasnost tržišta nije naša vrlina (kašnjenje 82%): Država ne promovise konkurenciju (pokazatelj 7.02 ima zaostaje od 88%), patimo od hroničnog odliva mozgova (kašnjenje 88% i katastrofalno 113. mesto u svetu), profesionalni menadžment je zapostavljen (zaostajanje 78%), pravni sistem je neefikasan (zaostajanje 78%), a finansijski sektor veoma slab (finansijsko tržište kasni 86%, a solidnost banaka je 68% niža od svetskih lidera). Pored toga značajno kasnimo u ravnopravnosti zapošljavanja žena u privatnom sektoru i poštovanju vlasničkih prava stranaca (u oba slučaja kasnimo oko 69%).

Tehnološka spremnost nam je bila i ostala problem (zaostajanje od 74%) bilo da je reč o opštoj spremnosti da se prihvati nova tehnologija (pokazatelj 3.01 sa zaostajanjem od 96% i očajnim 113.-im mestom u svetu) ili neposrednoj apsorpcionoj sposobnosti preduzeća da prihvate novu tehnologiju (pokazatelj 3.02 sa zaostajanjem od 77%). Situacija je samo marginalno bolja u komplementarnoj oblasti informacione tehnologije.

Poslovna sofisticiranost nam je izrazito slaba (78% zaostajanja za liderima), a sposobnost inoviranja samo za nijansu bolja (76% zaostajanja). Kao zemlja uopšte nismo konkurentni (pokazatelj 8.01

sa 91% zaostajanja), koristimo samo veoma proste proizvodne procese (8.05 sa 82% zaostajanja), nismo preterano orijentisani na zahteve tržišta (marketing 8.06 beleži 74% zaostajanja), pretežno izvozimo proizvode niskog stepena prerade (8.02 sa 87% zaostajanja), sposobnost inoviranja je niska (8.03 sa 86% zaostajanja), a stepen zaštite intelektualne svojine još niži (89% zaostajanja).

Naravno, kao i kod pret-hodnog indeksa, i ovde stoji primed-ba o pristrasnosti i greškama u sta-tističkom obuhvatanju nekih poka-zatelja. U većini situacija, međutim, kritika se odnosi pre svega na pre-ciznost u merenju pojedinih aspekta konkurentnosti a ne i na pouz-danost u detektovanju problema¹⁰. Drugim rečima, iako je možda

¹⁰ Ovde je dobro navesti primere zemalja lidera kod kojih je detektovano prisustvo slabosti i problema u određenim sferama. Tako na primer, pokazatelji GIK kod SAD identifikuju etiri slabe tačke u makro-ekonomskom okruženju (niski nivo štednje, veliki fiskalni deficit, visoki stepen zaduženosti i neefikasni poreski sistem), kao i visoke troškove koje proizvodi opas-nost od terorizma i AIDS-a. Jedan broj evropskih zemalja (npr. Italija i Grčka) takođe ima problem visoke zaduženosti države i fiskalnog deficita. Pored toga, kod velikog broja evropskih zemalja identifikovan je problem nedovoljne fleksibilnosti u formiranju plata i uopšte rigidnosti na tržištu rada, visoki nivo poreskih opterećenja, pre-cenjeni devizni kurs i recesiona očekivanja. Ukratko, ovaj skupo pokazatelja dovoljno pouzdano detektuje prisustvo pojedinačnih slabosti i kada se one javljaju neočekivano u uslovima gde preovlađuju povoljne dimenzije konkurentnosti.

sporna precizna veličina ocenjenih vrednosti, nije sporno prisustvo neke pojave (odnosno slabosti) koju određeni pokazatelj obuhvata. Očigledno je da veliki skup pokazatelja koji se na konzistentan način ocenjuje tokom više godina dovoljno pouzdano ukazuje na sistematsko prisustvo nekih veoma ozbiljnih problema u oblastima produktivnosti i konkurentnosti gde se ocenjene vrednosti nalaze duboko u kritičnoj zoni zaostajanja i za svet-skim prosekom i za liderima.

Ukupna slika zaostajanja dobija dopunske pesimističke tonove kada se sklop ovih slabosti posmatra u celosti i kada se prisustvo objektivnih problema u nekim oblastima kombinuje sa nedos-tatkom političke volje da se nastave reforme i svemu tome doda duboko pogrešan odnos pojedinaca i grupa prema vitalnim problemima društva i privrede. Drugim rečima, jasno je da zaostajanje u nekim sferama (kao su npr. infrastruktura, informativna tehnologija, i sposobnost inoviranja, ili razvoj sofisticiranog me-nadžmenta itd.) zahteva ogromne resurse i decenije kontinuelnih napora da bi se zatvorio jaz u odno-su na vodeće ekonomije u svetu. A to dalje pretpostavlja bolji kreditni rejting, bolju investicionu klimu, razvijena finansijska tržišta i mnogo drugih međurezultata. Iako put ka dostizanju ovih dugoročnih ciljeva valja započinjati što pre, njihovo ostvarivanje ne može biti preduslov da se krene u drugim sferama.

Duboko je pogrešno reći da ćemo imati evropske zakone (odnosno zakone harmonizovane sa Evropom) kad budemo u Evropi (formalno ili po nivou dohotka i produktivnosti). Mada možda laicima to tako ne izgleda, sa mesta na kom se nalazimo možemo ići brže napred jedino ako se što pre vanrednom političkom voljom napravi napor da se kompletiraju zakoni i institucije u skladu sa evropskim i svetskim standardima (npr. u oblastima podizanja efikasnosti pravnog sistema i obezbeđenja nezavisnosti sudstva, smanjenja preterane i nepotrebne regulative i podizanja objektivnosti činovnika, itd.). U tom kontekstu mora se pomenuti da su politički otpori daljnjim reformama postali problem broj jedan. Permanentni skandali i blokade u parlamentu i vladi Srbije mogu se razumeti kao upražnjavanje demokratije i političkih prava opozicije, ali su duboko nacionalno i istorijski neodgovorni pošto se grade na skoro patološkom zaboravu (potiskivanju) katastrofalnih objektivnih posledica prošlosti (koje postoje potpuno nezavisno od istorijskih procesa utvrđivanja činjenica i krivice koji je i dalje u toku) i površnom omalovažavanju svega postignutog u pravljenju krupnog istorijskog zaokreta i stvaranju nove osnove ekonomskog i institucionalnog oporavka tokom poslednjih pet godina. Politička ujurdma i borba za naklonost birača sprečava da se

uopšte govori o trećoj oblasti – radnoj etici i socijalnoj svesti. Biće potreban sličan ili još veći napor da se promeni destruktivno ponašanje i duboko pogrešan odnos pojedinaca i grupa prema radu, nagrađivanju, vlasništvu, ulaganjima, snošenju rizika i pravu na profit ili zaradu.

Rezultati dva indeksa konkurentnosti (IKR i GIK) pokazuju ne samo koliko je ozbiljno i duboko naše zaostajanje za svetom, već i da razlozi kašnjenja (ograničenja i blokade) leže u nama samima pošto čekamo eksterna rešenja i ne trudimo se dovoljno da (uvek u datim uslovima i pri datim ograničenjima) sami nađemo i primenimo nova i bolja rešenja. Mnogo šta je moglo i još uvek može da se uradi bez mnogo kapitala, inostrane tehnologije ili pameti. Reč je pre svega o kompletiranju i poboljšanju javnih i privatnih institucija, poštovanju zakona, podržavanju i omogućavanju konkurencije, smanjivanju protekcionizma i davanju jednake šanse svima (na primer, da bi se u zemlji stvorili bolji uslovi i zaustavio tragičan odliv mozgova i smanjilo zapostavljanje profesionalnog menadžmenta).

Dobar primer je oblast zapošljavanja. I pored očiglednih poboljšanja koja su nedavno ostvarena u politici zapošljavanja (fleksibilniji ugovori o radu), nasleđeni loši i pogrešno postavljeni odnosi između poslodavaca i radnika predstavljaju ogromnu prepreku kompletiranju i

razvoju institucionalnog sistema tržišne demokratije. Iz perioda „raspada ostataka samoupravljanja u uslovima rata i sankcija“ nasleđen je odbojan i gotovo destruktivan odnos radnika prema procesima privatizacije, modernizacije, podizanja kvalifikacija, povećane radne discipline. Kombinovan sa širim socijalnim i političkim otporima boljem regulisanju vlasničke strukture i zaštite privatne svojine, ovakav odnos prema radu erodira fundamentalno tržišne privrede bez kojih nema dugoročnih ulaganja, kvalitetnog podizanja znanja, kvalifikovanosti i produktivnosti radnika, a zatim i podizanja proizvodnje i izvoza, dohodaka i standarda. Time se negativni začarani krug zatvara.

Drugi primer je traženje jednostavnih izlaza napuštanjem teško osvojene monetarne i fiskalne discipline. Nema nikakvog ubedljivog razloga da se popušta u održavanju zdravog i stabilnog makroekonomskog okruženja – ono pomaže podizanju kreditnog rejtinga i poboljšanju investicione klime, i čak štiti fiksne dohotke (standard penzionera i primaoca socijalne pomoći). Prethodna analiza nedvosmisleno pokazuje da su ekspanzivna kreditno monetarna politika i neravnotežni stimulatívni devizni kurs poslednji instrumenti koji bi u datim uslovima mogli trajnije da podignu ekonomski rast, produktivnost i konkurentnost srpskog izvoza.

3. TEORIJSKE I EMPIRIJSKE KARAKTERISTIKE KOMPOZITNIH INDEKSA KONKURENTNOSTI

Koncept konkurentnosti potiče iz primenjene poslovne ekonomije i literature koja se koristi u biznis školama¹¹. Konkurentnost nema jasnu definiciju u teorijskoj mikro i makro ekonomiji, pa samim tim nije jasno opredeljeno ni direktno merenje konkurentnosti. Mnogo lakše je dati operativnu definiciju nacionalne ili makroekonomske konkurentnosti, odnosno konkurentnosti države. Pri tom se polazi od realne pretpostavke da preduzeća ne operišu u nekom idealno definisanom pravnom i institucionalnom okruženju, već u veoma konkretnim uslovima neke zemlje koji do detalja opredeljuju način i efikasnost obavljanja poslovne aktivnosti. Reč je o veoma velikom broju konkretnih dimenzija neposrednog mikroekonomskog okruženja u kome preduzeća svakodnevno funkcionišu, i šireg makroekonomskog i nacionalnog okvira u kome preduzeća

¹¹ Konkurentnost u biti počiva na merenju performansi preduzeća (učesće na tržištu ili profitabilnosti) i služi kao osnova opredeljivanja poslovne strategije preduzeća na određenom tržištu i u odnosu na konkurenciju. Po analogiji, nacionalna konkurentnost bi takođe trebalo da počiva na jasnim pokazateljima performansi cele privrede uporedivim sa drugim privredama, a da rezultat ove ocene bude konkurentna strategija (u odnosu na druge privrede).

odlučuju o svojim kratkoročnim potezima, ali i o investicijama i dugoročnoj strategiji. Država daje taj institucionalni, pravni i ekonomsko-politički okvir za poslovnu aktivnost preduzeća i život pojedinaca, a konkurentnost države se meri kvalitetom tog okvira. Stvoriti povoljno okruženje (institucije i ekonomsku politiku), za rast produktivnosti, efikasnosti i profitabilnosti, koji će biti kontinuelno valorizovani na svetskom tržištu tako da se obezbedi stabilan dugoročni ekonomski rast, odnosno dugoročni realni rast dohodaka, standarda i blagostanja (videti šire u Vujović 2005b).

Polazeći od ovakve operativne definicije konkurentnosti lakše je tražiti odgovor na konkretna pitanja koja se često postavljaju (*Koliko je neka zemlja uspešna u poređenju sa drugim zemljama? Da li je uspešna u spoljnoj trgovini? Koliko se neka zemlja trudi da bi bila uspešna?*). Kod prvog pitanja dilema je kako doći do uporedivih mera dohotka, standarda i kvaliteta života. Neka rešenja (posebno kod ocene realne kupovne moći dohotka i nivoa standarda) postoje ali mnogo još mora da se uradi da bi se adekvatno vrednovali neki važni aspekti kvaliteta života (kvalitet prirodnog okruženja, socijalna sigurnost, balans između radnog i slobodnog vremena, socijalna i profesionalna mobilnost, politička i nacionalna jednakost i ravnopravnost itd.) koji,

kao što ćemo više govoriti kasnije u radu, očigledno utiču na realnu percepciju konkurentnosti zemalja i na odluke ljudi gde da žive i rade. Kod drugog pitanja, kako to naglašava Krugman (1994), valja imati u vidu da spoljna trgovina, za razliku od sporta, nije nužno igra sa nultom sumom. Po Rikardovoj teoriji komparativnih prednosti, specijalizacijom se povećava ukupna novostvorena vrednost i sve zemlje mogu da dobijaju spoljnom trgovinom. U praksi se ponovo javlja problem merenja uspešnosti u spoljnoj trgovini. Činjenica je da trgovinski bilans više pokazuje trenutnu strukturu potrošnje države i stanovništva nego pravu konkurentnost zemlje. Zemlje koje više troše danas imaju trgovinski deficit koji se može finansirati pozajmicama, smanjenjem rezervi ili prodajom aktive preostalom delu sveta¹². Konačno, kod trećeg pitanja neophodno je imati u vidu da nacionalne privrede imaju veoma različite prirodne i istorijske uslove. Neke zemlje imaju ogromna prirodna i stečena bogatstva, povoljan geografski položaj ili privilegovanu poziciju na tržištu, a druge nemaju ni resurse ni povoljanu poziciju. Konkurentnost pokazuje koliko su

¹² Nekim zemljama (kao na primer SAD) hronični trgovinski deficit izgleda ni malo ne smeta u održavanju najvišeg rejtinga i po IKR i po GIK indeksu konkurentnosti. Druge zemlje koje trgovinski deficit ne uspevaju lako da finansiraju

zemlje uspešne u korišćenju onoga što imaju na raspolaganju, a ne nužno da li imaju ili nemaju povoljne uslove i dobru startnu poziciju.¹³

Krugman (1994) tvrdi da koncept nacionalne konkurentnosti analitički nema smisla. Po Krugmanu, može se reći da je zemlja A konkurentnija od zemlje B u proizvodnji neke robe, recimo, televizora, ali nema smisla reći da je zemlja A konkurentnija kao privreda u celosti. Koncept konkurentnosti se ne može primeniti na nacionalne privrede pošto one ne konkurišu jedna drugoj kao što to čine pojedinačna preduzeća. Koncept nacionalne konkurentnosti zato je "pogrešan i opasan" (Krugman 1994, str. 44).

U striktnim okvirima makroekonomske teorije, konkurentnost bi označavala sposobnost neke otvorene privrede da istovremeno trajno ostvaruje punu zaposlenost (dakle makrostabilnost) i održivi nivo tekućeg i ukupnog platnog bilansa. Drugim rečima, pad konkurentnosti koji bi se odrazio na pogoršanje tekućeg bilansa zahtevao bi na kratak rok korekciju realnog deviznog kursa (realnu depresijaci-

ju) koja bi menjala odnose domaćih i svetskih cena. Naravno, pri tom se pretpostavlja da: (1) realna depresijacija može da se ostvari različitim kombinacijama fiskalne, monetarne i kursne politike, i (2) ne postoje ozbiljniji strukturni ili institucionalni faktori koji bi sprečavali dostizanje nove konkurentne ravnoteže i njeno održavanje. Implicitno, u ovako pojednostavljenom makro okviru se pretpostavlja da sve zemlje direktno međusobno konkurišu na svetskom tržištu i da je kurs dobar sumarni pokazatelj konkurentnosti.

Logično širenje ove analize na strukturne faktore konkurentnosti koji utiču na alokaciju resursa i ključne aspekte ekonomske efikasnosti (kao što su produktivnost, inovacije, tehnički progres, znanje i obrazovanje itd.) komplikuje analizu i, po Krugmanu, negira postulate teorije komparativnih prednosti koja u stvari tvrdi da zemlje jedna drugoj ne konkurišu direktno (kao preduzeća), da u svetu ima mesta za sve i da je spoljna trgovina "igra sa pozitivnom sumom" u kojoj, da pri datom rasporedu faktora, svi dobijaju. Čak i kada neka zemlja gubi određene grane industrije (kao recimo SAD proizvodnju televizora ili tekstila), to ne znači da je cela privreda SAD manje konkurentna. To je možda samo korak u pravcu nove opšte ravnoteže koju će karakterisati neka nova optimalna alokacija resursa među nacionalnim privredama, nezavisno od toga što

¹³ Srbija je recimo imala veoma dobru startnu poziciju i privilegovan položaj na tržištima bivšeg Sovjetskog Saveza, u zemljama trećeg sveta i u centralnoj i jugoistočnoj Evropi. Za nepunih deset godina tranzicije, u uslovima ekonomskih sankcija, ova pozicija je potpuno izgubljena a prisustvo Srbije je svedeno praktično na nulu.

će na putu do nove ravnoteže neke zemlje u nekim sektorima beležiti rast ili pad proizvodnje, zaposlenosti i dohotka. U okviru ove analitičke paradigme korišćenje ekonomskog rasta kao mere konkurentnosti samo je drugi način iskazivanja razlika u produktivnosti faktora koji ne govori ništa o tome da li zemlje međusobno direktno konkurišu ili ne. Drugim rečima, Krugman je odlučan u tvrdnji da u standardnoj teoriji spoljne trgovine i teoriji ekonomskog rasta “nacionalna konkurentnost” nema smisla kao koncept. Teško je ne složiti sa ovim zaključkom ako su (većim delom) ispunjeni standardni uslovi slobodne trgovine¹⁴. Kada to nije slučaj, postoji prostor za intervenciju države kako bi se kompenzirale nesavršenosti tržišta i postigla alokacija bliža onoj koju bi produkovalo savršeno tržište.

Oblici intervencije u oblasti konkurentnosti uključuju, na primer, davanje neohodnih informacija, ubrzavanje i olakšavanje procesa (pojedinačnog i organizacionog) učenja i sticanja znanja, ostvarivanje neohodnih kontakata i veza, kao i nedostajućih institucija. Država može da bude veoma efikasna u promovisanju pravih pozitivnih efekata

¹⁴ Podrazumeva se postojanje efikasnih tržišta, homogenih proizvoda, neograničenog dostupa tehnologiji (sa nultim troškovima učenja/osvajanja nove tehnologije), kao i odsustvo eksternih efekata i ekonomije obima.

ekonomije obima, i njenih modernijih derivata kao što su ekonomija integracije, aglomeracija, industrijskih i uslužnih klastera. Država može da pomogne koordinaciju aktivnosti u proizvodnim i tehnološkim tokovima, jača postojeće i gradi nove neophodne institucije da bi se ljudski i materijalni resursi usmerili u pravcu efikasnije upotrebe i postizanja većih prinosa. Za Krugmana je važno da intervencija bude definisana u okviru jasnog teorijskog okvira (spoljne trgovine i teorije rasta) kao pomoć države u stvaranju i realizaciji dinamičkih komparativnih prednosti.

Šta sve može da predstavlja polje legitimne pomoći države zavisiće ne samo od objektivno definisanih nesavršenosti tržišta, već i od toga kako se definiše uloga države. Tu naravno do izražaja dolaze razlike u pristupu pojedinih ekonomskih i političkih škola¹⁵.

1. Na jednom ekstremu, neoklasičari smatraju da već postoje (ili se lako mogu stvoriti) savršena tržišta faktora i roba koja omogućavaju optimalnu akumulaciju kapitala i dinamičku alokaciju resursa kako bi se dostigla maksimalna mikroekonomska i makroekonomska konkurentnost. Legitimna uloga države je minimalna i svodi se na stvaranje neophodnih tržišta i institucija ili uklanjanje

¹⁵ Ovde dajemo rezime mnogo šire diskusije date u Lall (2001) i Krugman (1994) i (1996).

prepreka njihovom efikasnom funkcionisanju. Van toga, svaka **sis-tematska intervencija države smatra se nepoželjnom**, nezavisno od cilja i načina dejstva.

2. Druga grupa autora prihva- ta da su neka tržišta manje-više tra- jno nesavršena i zato postoji oprav- danje za državne intervencije, pod uslovom da one podržavaju dosti- zanje ili približavanje rešenjima koje bi dalo savršeno tržište (*mar- ket-friendly approach*). Interven- cije, dakle, moraju biti bazirane na jasnim i transparentnim pravilima, a po svom dejstvu biti opšte i funkcionalne. Drugim rečima, prih- vatljive su samo **neselektivne inter- vencije** ili, tačnije, one intervencije koje nisu usmerene na pojedinačne sektore ili preduzeća.

3. Treća grupa (strukturalisti) takođe prihvata državne intervencije ali: (a) ne insistira na tome da se intervencije nužno moraju biti usmeravaju samo u pravcu otklan- janja tržišnih nesavršenosti i dosti- zanja savršenog tržišnog rešenja pošto ono možda uopšte i ne postoi- ji, i (b) dozvoljava mogućnost **selektivnih intervencija** na nivou pojedinačnih sektora ili, čak, pre- duzeća.

4. Na drugom ekstremu imamo grupu koja okuplja hronične protivnike tržišta. Oni smatraju da su slabosti tržišta u nekim ključnim aspektima nacionalne konkurent- nosti tako duboke da na tržište uopšte ne može da se računa i uloga

države mora da se raširi i obuhvati ove i druge slične sfere ekonomskog delovanja. Reč je pre svega o oblas- tima dugoročnih investicija u fizički i ljudski kapital, oblastima inovacija i difuzije tehnologije i znanja, ocen- jivanje i finansiranje pojedinih vrsta nekomercijalnih rizika, formiranja i sprovođenja same strategije konkurentnosti, mobilnosti kapitala, formiranja industrijskih aglomeracija i klastera, itd.

Sa izuzetkom malobrojnih krajnje konzervativnih ili radikalnih akademskih ekonomista, koji brane svoj „teško stečeni“ imidž beskom- promisnih „neoklasičara“ na jednoj ili „marksista“ na drugoj strani, danas ima veoma malo pristalica ove dve ekstremne škole. Zato se u praksi problem svodi na razumevan- je razlike između druge i treće grupe, odnosno na razlike u defin- isanju prirode i izvora tržišnih nesavršenosti i adekvatnih odgovora države, bili oni selektivni ili ne. Činjenica je da su dominantni prob- lemi u zemljama u tranziciji i razvo- ju upravo oni koji traže selektivne intervencije države. To su recimo notorne slabosti tržišta u difuziji proizvodnih i tehnoloških informa- cija, individualni troškovi (koje podnosi pojedinac ili preduzeće) neophodni da bi osvojila neka konkretna nova tehnologija, rašireno postojanje nekontrolisanih i

nereguliranih eksternih efekata, hronične slabosti tržišta faktora (posebno rada i finansijskog kapitala) i tržišnih institucija, itd. itd.

Za čitav niz zemalja u tranziciji i razvoju napravljene su veoma uverljive liste konkretnih propusta tržišta gde bi selektivne intervencije države bile teorijski potpuno opravdane i doprinosile bi konkurentnoj sposobnosti privrede. U praksi se javlja krupan problem sposobnosti države da efikasno i dosledno definiše i sprovede niz selektivnih intervencija usmerenih na povećanje konkurentnosti u nekoj oblasti. Svet obiluje i veoma pozitivnim i veoma negativnim primerima korišćenja selektivnih strateških intervencija. Krugman (1996, str. 24) je, na primer, krajnje rezervisan u tom pogledu i za primer navodi neuspeli pokušaj SAD da selektivno interveniše u industriji polu-provodnika i čitav niz promešenih strateških intervencija. Primer Južne Koreje i drugih ekonomija u Aziji govori sasvim suprotno: Selektivne intervencije države ovde su dale ogromne pozitivne efekte na rast i dinamičku konkurentnost, mada su možda takođe doprinele stvaranju nekih rizika koji su se pokazali tokom finansijske krize sa kraja 1997. godine. Pravo pitanje je, naravno, u kakvim uslovima je moguće definisati uspešne strategije i mogu li se takvi uslovi steći u zemljama

kojima su ove strategije preko potrebne.

Lall (2001 b) predlaže nalaženja teorijskog kompromisa za indekse konkurentnosti. Na pratičnom nivou on naglašava da analiza konkurentnosti ni ne pokušava da ispravi sve nedostatke tržišta i da ekonomiju vrati u savršenu ravnotežu. Ona ima mnogo skromnije namere da koristeći ograničene informacije i metode parcijalne ravnoteže ponudi način prevazilaženja ograničenja tržišta koja negativno deluju na dinamičke komparativne prednosti neke privrede. Analiza konkurentnosti integriše nekoliko oblasti ekonomske analize uključujući investicije i formiranje fizičkog i ljudskog kapitala, inovacije i difuziju tehnologije i znanja, ocenjivanje i finansiranje nekomercijalnih rizika, politiku konkurentnosti, mobilnost kapitala, teoriju i praksu industrijskih aglomeracija i klastera, itd. Ako su ovi delovi dobro integrisani, zasnovani na empirijskoj analizi i za osnovu uzimaju dobar koncept upravljanja, oni mogu da budu veoma dobar vodič za kreiranje i sprovođenje ekonomske politike i institucionalnih reformi. Pri tom uspeh u kritičnoj meri zavisi ne samo od prirode tržišnih slabosti koje negativno utiču na dinamičku komparativnu prednost, već i od sposobnosti države da takvu vrstu aktivnosti konzistentno sprovede od početka do kraja, i istraje u svojoj nameri.

Pod pretpostavkom da prihvatamo tako definisanu analizu konkurentnosti, pojedini pokazatelji i indeksi konkurentnosti predstavljaju korisno sredstvo za praćenje i ocenjivanje performansi neke konkretne privrede za potrebe donosioca odluka, analitičara, stranih i domaćih investitora, međunarodnih finansijskih institucija i donatora. Prednost indeksa (pokazatelja) u odnosu na teorijske norme¹⁶ je u jednostavnosti, transparentnosti, direktnoj izmerljivosti, očiglednoj vezi između pokazatelja, tekuće prakse i konkretnih postignutih rezultata.

Na osnovu toga Lall (2001 b) smatra da dobar indeks nacionalne konkurentnosti morao da ispuni makar dva uslova:

Prvo, on mora da se odnosi na aktivnosti koje se javljaju stvarnim predmetom konkurencije, odnosno sučeljavanja nacija na svetskom tržištu (Krugman to zove stvarni konflikt - "actual conflict"). U protivnom ovaj indeks nije ništa drugo nego alternativni način merenja rasta i produktivnosti i samim tim ne donosi ništa novo u

¹⁶ Teorijske norme je mnogo teže konstruisati i standardizovati, obezbediti transparentnost i razumljivost dobijenih rezultata van uže naučne sfere.

odnosu na teorijski i empirijski mnogo solidnije utemeljene modele rasta.¹⁷

Drugo, on mora da se sadržajno zasniva na konkretnim slabostima tržišta koje su očigledno i direktno povezane sa konkurentnom sposobnošću zemlje, odnosno sa evolucijom dinamičke komparativne prednosti.

On zaključuje da bi konkurentna strategija, zasnovana između ostalog na rezultatima indeksa konkurentnosti, trebalo bi da ide korak dalje i identifikuje koje slabosti tržišta u principu mogu da se otklone promenom politike i da oceni da li je državi a spremna (sposobna) da donese i sprovede takvu politiku. Naravno, razmatranja tehničke i profesionalne sposobnosti države da osmisli i sprovede odabranu konkurentnu strategiju prevazilaze neposredni okvir analize indeksa konkurentnosti.

Čak i ako dozvolimo da je ova redukcija u značenju potpuno tačna i da je teorijski doprinos indeksa konkurentnosti sporan, to nije nužno diskvalifikacija praktične upotrebljivosti pokazatelja konkurentnosti. Ako korišćenjem međunarodno uporedivog, direktno izmerljivog i

¹⁷ Dobar pregled teorije privrednog rasta empirijski ocenjenih modela rasta dao je napred već pomenuti profesor Sala-i-Martin, tvorac novog indeksa globalne konkurentnosti. Pogledati detaljnije Barro i Sala-i-Martin (2003).

šire razumljivog pokazatelja možemo mnogo lakše da komuniciramo aktuelne probleme konkurentnosti nacionalne privrede širokom krugu donosioca odluka i poslovnih ljudi u zemlji i svetu, onda on ima više nego jasan razlog postojanja. Štaviše, poslovni ljudi i donosioci odluka nastavili su sa povećanim interesom da prate rezultate nacionalne konkurentnosti.

Krugmanova teza o teorijskoj nemogućnosti koncepta nacionalne konkurentnosti našla je prave pobornike samo među teoretičarima spoljne trgovine. U kritici koncepta nacionalne konkurentnosti pridružili su mu se neki radikalni razvojni ekonomisti i strukturalisti mada su im pozicije a samim tim i zamerke suštinski različite. Potpuno suprotno napred citiranoj tvrdnji Krugmana, institucionalni ekonomisti smatraju da je nacionalna ili makroekonomska konkurencija ustvari konkurencija nacionalnih institucija koja je i moguća kao teorijski koncept, logična i poželjna kao istorijski proces. Sinn (2003) dokazuje da nacionalne privrede ili države međusobno konkurišu u globalnom svetu da bi privukle kvalitetne mobilne faktore (ljude i kapital) isto kao što korporacije jedna drugoj konkurišu na tržištu roba i usluga. One to čine kvalitetom institucija i politike – odnosno alternativnim institucionalnim sistemima. U otvorenom i globalizovanom svetu, ljudi i robe kreću se

između ostalog i zbog razlika u nacionalnim politikama i institucijama, zbog mogućnosti zaposlenja, većih ekonomskih i političkih sloboda, poslovnih mogućnosti ili boljih izgleda u profesionalnoj karijeri, itd. Poznata Hiršmanova (Hirshman) teza o konkurentskom testiranju institucija danas je podjednako tačna kao i u vreme kada je nastala pre četiri decenije: nekvalitetne nacionalne institucije mogu se bilo nekritički prihvatati (lojalnost), kritikovati politički (glasanjem) ili intelektualno (pisanjem, govorom), ili napuštati (emigracija). Nekada se ovo odnosilo pre svega na pojedince koji su, poput Hiršmana, bili primorani da u odsustvu političke slobode govora izlaz potraže u egzilu.¹⁸

Danas preduzeća na isti način „glasaju“ o institucionalnom okviru pojedinih zemalja pomeranjem svojih operacija i strukture zaposlenos-

¹⁸ Sinn-ova pozicija moderniji je nastavak brojnih radova na temu institucionalne konkurencije. Poznati Hayekov simpozijum je 1994. godine u celosti bio posvećen pitanjima konkurencije među institucijama, odnosno odgovoru na pitanje da li konkurencija među institucijama proizvodi slične efekte kao tržišna konkurencija. Drugim rečima, da li pojedinci, grupe i cele države kopiraju uspešne institucionalne modele, unapređuju ih i razvijaju nove bolje modele kako bi bili uspešniji (dakle konkurentniji). Gerken (1994) u uvodniku za zbornik radova sa ovog savetovanja daje dobar opis koncepta konkurencije institucija među socijalnim grupama uopšte i posebno među državama.

ti, poslovnih sedišta, vođenjem poslovnih knjiga, prijavljivanjem poreza, politikom raspodele dividendi, usmeravanjem novih investicija, akvizicijama itd. Ljudi u radnom dobu pomeraju se prema urbanim centrima i klasterima ekonomskih aktivnosti da bi obezbedili posao, stan, obrazovanje za decu i perspektivu za svoju porodicu. Istovremeno, penzioneri napuštaju ove centre i pomeraju se u pravcu povoljnije klime, jeftinijih lokacija i boljih zdravstvenih i socijalnih usluga kako bi poboljšali svoj kvalitet života u poznim godinama.

Na teorijskom nivou, Sinn (2003) definiše klasičnu konkurenciju (alternativnih institucionalnih) sistema kao konkurenciju između komunizma i kapitalizma. Istorijski i teorijski posmatrano, ovo sučeljavanje završeno je kompletnim porazom sistema zasnovanog na planskim institucijama. Savremenu ili novu konkurenciju (alternativnih institucionalnih) sistema stoga predstavlja konkurencija između različitih tržišnih modela institucija, od relativno centralizovanog sistema sa snažnom ulogom države (Francuska) i socijalne tržišne privrede (Nemačka i Skandinavija), preko liberalnog korporativnog sistema (Japan, Koreja) i specifičnog liberalnog modela (SAD), do konkurentskog socijalističkog sistema (Kina). Konkretnije, nova konkurencija institucija odvija se na planu poreskih instrumenata (visine

stopa i oštine sprovođenja), (nivoa i prirode) javnih rashoda, standarda u kvalitetu proizvoda, zaštiti rada i prirodnog okruženja, funkcionisanju banaka i finansijskog sektora, kao i u samim pravilima konkurencije.¹⁹

LITERATURA

1. Barro, Robert i Xavier Sala-i-Martin. (2003), *Economic Growth*. Drugo izdanje, MIT Press. Boston.
2. Gerken L. (1995), Editor, *Competition among Institutions*. New York: St. Martin's Press.
3. International Institute for Management Development (IMD, 2003). *World Competitiveness Yearbook 2003*.
4. Jefferson Institute. (2003). *Konkurentnost privrede Srbije 2003*, Beograd.
5. Krugman, Paul. (1994). "Competitiveness - A Dangerous Obsession", *Foreign Affairs*, 73: 2, March/April 1994.
6. Krugman, P. (1996) 'Making Sense of the Competitiveness Debate', *Oxford Review of Economic Policy*, 12: 3.
7. Lall, S. (2001 a) *Competitiveness, Technology and Skills*

¹⁹ Nije naodmet pomenuti, recimo, da se pet nordijskih zemalja nalazi među deset najkonkurentnijih zemalja po IKR indeksu što na najbolji način potvrđuje tezu o konkurenciji institucija i na svoj način govori o uspešnosti jednog karakterističnog institucionalnog modela.).

- (Cheltenham: Edward Elgar).
8. Lall, S. (2001 b) 'Competitiveness Indices and Developing Countries: an Economic Evaluation of the Global Competitiveness Report', *World Development*, 29: 9.
 9. McArthur, John W. i Jeffrey D. Sashes. (2001). "The Growth Competitiveness Index: Measuring Technological Advancement and the Stages of Development." Objavljeno u WEF (2001).
 10. Porter, Michael E. (1990). "The Competitive Advantage of Nations", *The Free Press*, New York.
 11. Sinn, Hans-Werner (2003), *The New Systems Competition*, Blackwell Publishing, Oxford.
 12. Tanzi, Vito. (2000). "The Role of State and the Quality of the Public Sector", *IMF Working Papers WP36*, 2000.
 13. Vujović, Dušan. (2005 a). *Konkurentnost države: Model aktivnog podržavanja konkurentnosti nacionalne privrede ili povrata intervencionizmu*, Zbornik radova, Savetovanje SES i SECG, Miločer 2005.
 14. Vujović, Dušan. (2005 b). „Konkurentnost države: Prednosti i izazovi novog modela aktivnog podržavanja konkurentnosti nacionalne privrede“, *Ekonomika Preduzeća*, oktobar 2005.
 15. Warner, Andrew. (2000). *Economic Creativity*, p.p. 28-38. Objavljeno u WEF 2000.
 16. World Bank. (2005). "Doing Business 2006: Creating Jobs", Washington D.C.
 17. World Bank. (2004). *Investment Climate*, Washington D.C.
 18. World Economic Forum (WEF, 1996). *Global Competitiveness Report*, 1996. Oxford University Press.
 19. World Economic Forum (WEF, 2000). *Global Competitiveness Report 2000*. Oxford University Press, New York.
 20. World Economic Forum (WEF, 2001). *Global Competitiveness Report 2001-2002*. Oxford University Press, New York.
 21. World Economic Forum (WEF, 2002). *Global Competitiveness Report 2002-2003*. Oxford University Press, New York.
 22. World Economic Forum (WEF, 2003). *Global Competitiveness Report 2003-2004*. Oxford University Press, New York.
 23. World Economic Forum (WEF, 2004). *Global Competitiveness Report 2004-2005*. Palgrave MacMillan, New York.
 24. World Economic Forum (WEF, 2005). *Global Competitiveness Report 2005-2006*. Palgrave MacMillan, New York.

Rad primljen: 8. 09. 2005.

UDC: 336.226.2(497.11)

JEL: H30

Pregledni članak

**POREZI NA IMOVINU U SRBIJI:
POSTOJEĆE STANJE I PREDLOG
REFORME**

***PROPERTY TAXATION IN SERBIA: EXISTING
ARRANGEMENTS AND A SUGGESTION FOR
THE REFORM***

Prof. dr Boris BEGOVIĆ
Pravni fakultet, Beograd

Rezime

Opšta ocena postojećih rešenja primenjenih u slučaju poreza na imovinu u Srbiji nije povoljna: poreska osnovica je depresirana, progresivna poreska stopa je nepotrebno komplikovana i sve to dovodi do niskog fiskalnog prihoda. Predloženi porez na imovinu treba da bude neutralan, tj. ne treba da ima bilo kakav alokativni efekat. Poreska osnovica treba da se odredi na osnovu CAMA modela, a na osnovu ocenjene poreske osnovice prilikom prenosa apsolutnih prava. Poreska stopa treba da bude jedinstvena i samostalno treba da je određuju lokalne samouprave, s tim što ta stopa ne treba da bude viša od 0,6%. Naknada za korišćenje građevinskog zemljišta treba u potpunosti da se integriše u porez na imovinu, a celokupan prihod od poreza na imovinu treba da bude izvorni javni prihod lokalnih samouprava.

Ključne reči: POREZI NA IMOVINU; PORESKA OSNOVICA; PROGRESIVNA PORESKA STOPA; FISKALNI PRIHOD.

Summary

The existing arrangements regarding property taxation in Serbia are not good: tax base is depressed, progressive tax rate is unnecessary complicated and these features contribute to low fiscal revenues. The suggested property tax should be neutral, i.e. it should generate no allocative effects. Tax base should be specified by using CAMA model using the estimates of the tax base in the case of tax on real property sales. Tax rate should be uniform, it should be specified by local authorities and should not be higher than 0.6%. Urban land use fee should be completely integrated in property tax and total revenues should be fiscal revenues should be received by local communities.

Key words: PROPERTY TAXATION; TAX BASE; PROGRESIV TAX RATE; FISCAL REVENUES

UVOD

Rad koji sledi ima dva cilja. Prvi je da analizira postojeća rešenja u oblasti poreza na imovinu u Srbiji i njihove posledice. Drugi cilj je da, na osnovu rezultata analize postojećeg stanja, kao i savremenih svet-skih tendencija, ponudi koncepciju i razrađene osnovne elemente reforme poreza na imovinu u Srbiji.

U ovom radu se pod porezom na imovinu podrazumeva isključivo periodični porez na imovinu kojim se opterećuju nekretnine i koji se u žargonu poreske administracije naziva porezom u statici. Analiza koja sledi u potpunosti zanemaruje porez na prenos apsolutnih prava (porez na promet nekretnina, odnosno porez u dinamici), kao i porez na nasleđe i poklon.

1. ANALIZA POSTOJEĆEG STANJA

Porez na imovinu naplaćuje se svim vlasnicima imovine, odnosno vlasnicima širokodefinisanih svojinskih prava na imovini. Beleži se gotovo 2,5 miliona obveznika ovog poreza, što znači da veliki deo stanovništva Srbije spada u poreske obveznike ove vrste. Ova činjenica, zajedno sa činjenicama vezanim za otkup stanova u društvenoj, odnosno državnoj svojini pod za kupce veoma povoljnim cenama, uslovlila je postojanje značajne političko-socijalne komponente pri donošenju odluka o ovom porezu, naročito pri definisanju poreske stope i načinu određivanja poreske osnovice.

Porez na imovinu naplaćuje se prema raščlanjenoj (tranširanoj) progresivnoj stopi i to: 0,40% na

poresku osnovicu do 6,000.000 dinara, 0,80% na poresku osnovicu preko 6,000.000 dinara, 1,50% na poresku osnovicu preko 15,000.000 dinara i 3% na poresku osnovicu preko 30,000.000 dinara.¹ Navedeno rešenje je loše: nepotrebno je komplikovano, netransparentno je i stvara dodatni podsticaj poreskim obveznicima da umanjuju iskazanu vrednost svoje poreske osnovice. Značajne razlike u stopi stvaraju podsticaj vlasnicima da poklanjaju nekretnine prvom naslednom redu, kako bi disperzovali svoje vlasništvo i umanjili poresko opterećenje, čime se gubi potencijalni fiskalni efekat progresivne poreske stope.

Osnovicu poreza na imovinu čini tržišna vrednost nekretnine na dan 31. decembra godine koja prethodi godini za koju se utvrđuje i plaća porez. U opštem slučaju, tržišna vrednost nekretnine utvrđuje se primenom osnovnih (korisna površina i prosečna tržišna cena kvadratnog metra odgovarajuće nekretnine na teritoriji opštine) i

¹ Zakon o porezima na imovinu (Sl. glasnik RS, br. 26/2001, Sl. list SRJ, br. 42/2002 – odluka SUS i Sl. glasnik RS, br. 80/2002 i 135/2004), član 11. Prema navedenom članu, stopa poreza na imovinu za poreske obveznike koji vode poslovne knjige je jedinstvena i iznosi 0,40%.

korektivnih elemenata (lokacija nekretnine, kvalitet nekretnine, kao i drugi elementi koji utiču na tržišnu vrednost nekretnine). U periodu od 2001. zaključno sa 2004. godinom primenjivao se Pravilnik² kojim opšti i korektivni kriterijumi definisani na način koji dopušta da procenjena poreska osnovica (procenjena tržišna vrednost nekretnine) značajno odstupa od stvarne tržišne vrednosti, tj. vrednosti koja bi se zabeležila u slobodnoj tržišnoj transakciji. Prvi faktor koji je dovođio do tog odstupanja je taj što se kao prosečna tržišna cena kvadratnog metra odgovarajućih nepokretnosti uzimao potpuno neprimeren (neadekvatan) statistički podatak o prijavljenoj prosečnoj tržišnoj ceni dobijenoj u prometu novogradnje na području opštine, koji ima malo zajedničkog sa tržišnom vrednošću konkretne nekretnine. Tako dobijena prosečna tržišna cena nekretnine sistematski je bila potcenjena. Uzrok tome je što se, u velikom broju slučajeva, pod tom cenom, umesto stvarne tržišne cene, podrazumevaju, odnosno prijavljuju troškovi i to isključivo troškovi gradnje (bez troškova primarnog i sekundarnog pripremanja i

² Pravilnik o načinu utvrđivanja osnovice poreza na imovinu na prava na nepokretnostima (Sl. glasnik RS, br. 26/2001).

opremanja građevinskog zemljišta). To dovodi do drastične potcenjenosti vrednosti nekretnine (i do 50%). Eventualna pristrasnost nagore, kao moguća posledica nereprezentativnog uzorka za prikupljanje podataka, nikako ne može da kompenzuje navedenu sistematsku pristrasnost nadole, tako da se već u startu operisalo potcenjenom vrednošću indikatora prosečne tržišne cene kvadratnog metra izgrađenog prostora, što je neminovno dovodilo do potcenjenosti poreske osnovice.

Iako je Pravilnik dopuštao mogućnost da se kao polazna osnovica za procenjivanje prosečne tržišne cene, odnosno vrednosti kvadratnog metra izgrađenog prostora, koristi i vrednost do koje se došlo u postupku utvrđivanja poreske osnovice pri prenosu apsolutnih prava, to je bilo dozvoljeno jedino ukoliko ne postoje podaci koje prikuplja statistička služba. Na ovaj način se jedna superiorna informacija, kakva je procena vrednosti dobijena u slučaju određivanja poreske osnovice pri prenosu apsolutnih prava, podređivala inherentno inferiornoj informaciji statističke službe.

Dobijena prosečna tržišna cena kvadratnog metra izgrađene površine, pa time i nekretnine, potom se korigovala na osnovu

lokacije nekretnine, tako što se množila koeficijentom koji je uvek bio manji od jedinice. Ovakva procedura metodološki nije korektna i neminovno je dovodila do dalje pristrasnosti nadole. Nadalje, korekcija se vršila i na osnovu kvaliteta nekretnine, opet koeficijentom koji je manji ili, u najboljem slučaju, jednak jedinici (jednak je jedinici samo u slučaju najkvalitetnijeg, praktično luksuznog objekta), što takođe nije metodološki korektno i dovodilo je do daljeg potcenjivanja vrednosti poreske osnovice. Konačno, tako dobijena vrednost se svake godine umanjivala za amortizaciju koja se obračunava po godišnjoj stopi od 1,5% (najviše do 70% početne vrednosti), čime se dalje neopravdano umanjuje poreska osnovica. Iako je obračunavanje amortizacije, načelno posmatrano, metodološki korektno, njena stopa je isuviše visoka (ona podrazumeva potpunu amortizaciju nekretnine u roku od 67 godina). Sve navedeno dovodilo je do velike potcenjenosti poreske osnovice u slučaju svih obveznika (sva fizička i deo pravnih lica) koji ne vode poslovne knjige.

Izmenama Pravilnika (Službeni glasnik RS 45/2004), vrednost poreske osnovice vezuje se za prosečnu jediničnu cenu ostvarenu u prometu uz naknadu za odgovara-

juću vrstu novih objekata na području opštine ili grada u celini. Potom se, u zavisnosti u kojoj se od zona koje se koriste za naplatu naknade za građevinsko zemljište nalazi nekretnina, dobijeni iznos množi koeficijentima koji su jednaki jedinici ili su manji od jedan, uz izuzetak ekstrasone u kojoj se koristi koeficijent dva.

I novi način vrednovanja neminovno dovodi do potcenjenosti vrednosti poreske osnovice, budući, da je, između ostalog, zanemarljiv broj slučajeva nekretnina (samo ekstrasone) u kojima je koeficijent veći od jedan. Na sve to se još uvek koristi amortizacija kao i do sada po isuviše visokoj stopi, što dovodi do dalje potcenjenosti vrednosti poreske osnovice. Još uvek nisu dostupni podaci o rezultatima vrednovanja novim postupkom, pa se ne može doći do empirijski zasnovanog zaključka da li je sadašnja potcenjenost poreske osnovice veća od one u prethodnim godinama, a naročito kakve su promene u pojedinačnim slučajevima, ali je izvesno da se i dalje radi o potcenjenosti te osnovice.

U slučaju poreskih obveznika koji vode poslovne knjige, za poresku osnovicu se uzima vrednost nekretnina utvrđena u poslovnim knjigama (bilans stanja). Iako je,

načelno posmatrano, ovakav postupak metodološki korektan, vrednosti koje se nalaze u poslovnim knjigama često su ispod tržišnih vrednosti tih nekretnina, čime se obara osnovica poreza na imovinu ovih obveznika.

Poreska oslobađanja (izuzeća od poreza na imovinu) predviđena su zakonom i uglavnom su dobro specifikovana. U oslobađanja je uključena i *de minimis* klauzula, kojom se oslobađaju od plaćanja poreza vlasnici čija poreska osnovica ne prelazi iznos od 400.000 dinara. Imajući u vidu pristrasnost nadole pri određivanju poreske osnovice, efektivna granica oslobađanja od plaćanja poreza je nešto viša. Iako ne postoji eksplicitna mogućnost oslobađanja od plaćanja poreza za siromašne, *de minimis* klauzula, zajedno sa poreskim kreditom, u određenoj meri predstavlja mehanizam te vrste.

Postoje poreska oslobađanja i na nekretnine prema nameni ili tipu vlasništva (državni organi, diplomatska predstavništva, putevi, istorijski spomenici, itd.). Neka od tih oslobađanja su sporna: 1) „objekte, odnosno delove objekata koji... služe za obavljanje komunalnih delatnosti“; 2) „ekonomske zgrade u poljoprivredi“; ovim oslo-

bađanjem od poreza na imovinu favorizuju se neke privredne delatnosti (poljoprivreda i komunalne delatnosti) u odnosu na druge, za šta ne postoji nikakvo ekonomsko opravdanje.

Poreski krediti, onako kako su specifikovani u zakonu (40% za obveznika koji stanuje u vlasitom stanu i po 10% za svakog člana domaćinstva, ali ne više od ukupno 70%), takođe su, veoma verovatno, uvedeni kao oblik socijalne zaštite siromašnih. Međutim, ovakvom merom se nepotrebno štite i bogata domaćinstva, budući da svako tročlano domaćinstvo, nezavisno od svojih prihoda, plaća svega 30% iznosa poreza na imovinu. Nasuprot tome, jednočlano domaćinstvo, na primer, siromašno penzionersko domaćinstvo te vrste, plaća čak 60% iznosa poreza na imovinu. Nadalje, budući da se poreski krediti odobravaju isključivo domaćinstvima, ovim se implicitno uvodi diferencirana efektivna poreska stopa, tako da pravna lica plaćaju porez na imovinu po efektivno višoj poreskoj stopi, nego što je to slučaj sa fizičkim licima, odnosno domaćinstvima.

Mogućnost evazije poreza na imovinu je znatna i to je posledica sistema dobrovoljnog prijavljivanja poreskih obveznika, a vezana je za dva fenomena. Jedan je neažurnost zemljišnih knjiga, odnosno katastra – procenjuje se da većina objekata nije upisana, odnosno uknjižena. Drugi je fenomen bespravne gradnje u Srbiji, tj. veliki broj nelegalnih objekata o kojima ne postoji solidna evidencija. Ti objekti, po samoj svojoj definiciji, nisu formalno registrovani, tako da njihovi vlasnici nisu obveznici poreza na imovinu.

Opšta ocena rešenja primenjenih u slučaju poreza na imovinu nije povoljna. Ovaj porez je, generalno posmatrano, loše normiran. Poreska osnovica se dobija na osnovu loše definisane procedure. To dovodi do depresirane poreske osnovice, verovatno usled namere vođenja “socijalne” politike, iako se to čini bez eksplicitne zaštite siromašnih. Progresivna poreska stopa je nepotrebno komplikovana i ne dovodi do značajnog rasta fiskalnih prihoda. Evazija poreza je relativno rasprostranjena. Sve to dovodi do relativno niskog fiskalnog prihoda ostvarenog naplatom poreza na

FINANSIJE

imovinu – učešće prihoda od poreza na imovinu u ukupnim fiskalnim prihodima u Srbiji je veoma malo i u nekoliko poslednjih godina opada (Tabela 1).

korisne (izgrađene) površine, a jedinični iznos naknade varira u zavisnosti od lokacije i namene površine. Način na koji su definisane varijacije jediničnog iznosa naknade po-

Godina	2000	2001	2002	2003	2004
Učešće poraza na imovinu u ukupnim fiskalnim prihodima	2,5%	1,6%	1,3%	1,0%	0,9%

Izvor: Ministarstvo finansija RS

Prema podacima za 2003. godinu, ukupni prihodi od naplate ovog poreza iznosili su svega oko 1,0% ukupnog iznosa fiskalnih prihoda (0,6% čine prihodi od pravnih, a 0,4% prihodi od fizičkih lica), što je niže od prihoda ostvarenog naplatom poreza na promet imovine (prenos apsolutnih prava). To je svakako anomalija, koja je posledica: (a) relativno niske poreske stope; (b) niske, odnosno potcenjene poreske osnovice (daleko od stvarne tržišne vrednosti imovine); (c) relativno raširene evazije ovog poreza.

Pored poreza na imovinu, u slučaju lokalnih samouprava kao instrument za prikupljanje fiskalnih (javnih) prihoda koristi se i naknada za korišćenje građevinskog zemljišta. Bliže kriterijume i merila za određivanje ove naknade samostalno formulišu lokalne samouprave. Načelno posmatrano, ova naknada se naplaćuje po kvadratnom metru

kazuje da je osnovna ideja bila da ukupan iznos naknade bude proporcionalan vrednosti nekretnine, što navodi na pomisao da je motiv njenog uvođenja sredinom 1970-ih godina bio stvaranje supstituta porezu na imovinu, koji tada, usled institucionalnih ograničenja, nije mogao da se uvede.

Celokupan iznos sredstava prikupljenih na osnovu poreza na imovinu transferiše se lokalnim vlastima. To pokazuje da se, bez obzira na postojeća zakonska rešenja, porezi na imovinu *de facto* smatraju lokalnim porezima. Ovakav odnos je u potpunosti opravdan, budući da su ovi porezi tipični dobri lokalni porezi. Svetsko iskustvo pokazuje da su u većini slučajeva ovi porezi izvorni prihodi lokalne samouprave.

Poreze na imovinu, prema važećim zakonskim rešenjima, definišu i sprovode centralne, tj. repub-

ličke vlasti. Svi parametri poreza, kao i parametri njegove primene definišu se republičkim zakonskim i podzakonskim aktima. Sprovođenje navedene regulative, odnosno utvrđivanje i naplaćivanje poreza, prepušteno je centralnoj (republičkoj) poreskoj upravi, koja se u sprovođenju poreza na imovinu, uglavnom, oslanja na svoje lokalne (opštinske) jedinice, odnosno ispostave.

2. KONCEPCIJA PORESKE REFORME

Koncepcija reforme poreza na imovinu treba da se zasniva se na sledećim elementima:

- Porez na imovinu treba da bude neutralan, tj. ne treba da ima bilo kakav alokativni efekat – on treba da ima isključivo fiskalni efekat.³
- Reforma načina određivanja osnovice poreza na imovinu treba da se zasniva na nalazu da je najbolja aproksimacija vrednosti imovine koja čini

³ U slučaju poreza na imovinu, pod alokativnim efektima se posmatraju isključivo specifični urbani alokativni efekti, tj. efekti na alokaciju gradskog zemljišta. Za alokativne efekte te vrste treba da bude zadužena reforma sistema upravljanja gradskim -građevinskim zemljištem (zasnovana na njegovoj privatizaciji), uspostavljanje tržišta tog resursa i reforma sistema urbanističkog planiranja.

poresku osnovicu procena vrednosti imovine pri definisanju poreske obaveze prilikom prenosa apsolutnih prava.

- Treba uvesti jedinstvene stope poreza na imovinu, nezavisno od vrste i vrednosti imovine, odnosno od visine poreske osnovice.
- Potrebno je uvođenje decentralizovanog odlučivanja o visini stope poreza na imovinu, tako što će lokalne samouprave samostalno odlučivati o visini poreske stope koja će se primenjivati na njihovoj teritoriji, dok zakonom treba definisati isključivo opseg u kome ta stopa može da se kreće.
- Lokalne samouprave treba samostalno da odlučuju i o efektivnoj poreskoj stopi, što znači da njima treba prepustiti da, unutar zakonom definisanih okvira, odobravaju poreske kredite.
- Poreska oslobađanja treba da se jedinstveno definišu na području cele Republike, što znači da ih treba definisati zakonom.
- Prihodi od utvrđenog, odnosno naplaćenog poreza na imovinu, treba da budu

izvorni prihodi lokalnih samouprava.

- Treba razmotriti mogućnosti za izmenu pravnog režima naknade za korišćenje građevinskog zemljišta i to u formi njenog ukidanja i njenog potpunog integrisanja u porez na imovinu.

3. VREDNOVANJE PORESKE OSNOVICE

Najznačajniji problem poreza na imovinu leže u ustanovljavanju poreske osnovice (Eckert, 1990 i Almy, 2004). Načelno posmatrano, osnovica poreza na imovinu treba da bude: a) *ad valorem*; b) zasnovana na celokupnoj vrednosti nekretnine, c) zasnovana na kapitalnoj vrednosti nekretnine. Načelo *ad valorem*, kojim se kao poreska osnovica određuje vrednost nekretnine predstavlja jedinu mogućnost da ovaj porez ne krši načela horizontalne i vertikalne pravde (Musgrave i Musgrave, 1984). Pored toga, savremena tendencija u svetu (naročito u zemljama u tranziciji i zemljama u razvoju; razvijene zemlje su odavno završile ovaj posao) jeste da se sve više prihvata ovo načelo pri definisanju osnovice poreza na imovinu.⁴

Osnovica poreza na imovinu treba da bude zasnovana na celokupnoj vrednosti nekretnine, tj. ne treba razdvajati građevinsko zemljište i objekte koji pripadaju tom zemljištu. U Srbiji u ovom trenutku, sve i da postoje opšti razlozi protiv primene ovog načela (a ne postoje), nije moguće primeniti odvojene poreze, budući da još uvek postoji monopol države nad gradsko-građevinskim zemljištem. Drugim rečima, zemljište bi bilo izuzeto iz oporezivanja, a mogao bi da se oporezuje isključivo građevinski objekat, čime bi se prekršilo načelo *ad valorem*. Sve dok se ne privatizuje gradsko-građevinsko zemljište u Srbiji (a za to je, ipak, potreban novi Ustav i odgovarajući novi zakon), ne postoji mogućnost za primenu odvojenih poreza na zemljište i građevinski objekat. A i kada se stvore pretpostavke za razdvajanje tih poreza, poreska osnovica i dalje treba da bude zasnovana na celokupnoj vrednosti nekretnine. Razlozi za to leže u lakšem određivanju vrednosti celokupne nekretnine, savremenim tendencijama u svetu, budući da sve veći broj zemalja prelazi na ovakv način

⁴ Bell (2003) navodi brojne studije slučajeva zemalja u razvoju, kao i zemalja u tranziciji koje su prihvatile načelo *ad valorem*.

određivanja poreske osnovice, kao i ranije prihvaćenom načelu da porez na imovinu ne treba da ima alokativne efekte. Naime, odvajanje građevinskog zemljišta kao zasebnog predmeta oporezivanja uglavnom se obrazlaže (Bahl i Linn, 1992) stvaranjem mogućnosti za alokativnu intervenciju na tržištu tog resursa putem određene (diferencirane) poreske politike. Prihvatanjem načela alokativne neutralnosti poreza na imovinu, ovaj argument se odbacuje.

Poreska osnovica treba da bude zasnovana na kapitalnoj vrednosti nekretnine, tj. onoj vrednosti nekretnine koja se beleži pri kapitalnoj transakciji (prenosu apsolutnih prava). Prihvatanjem ovog načela odbacuje se alternativno načelo rentalne vrednosti nekretnine, tj. iskazivanje vrednosti nekretnine putem godišnjeg iznosa rente (zakupnine) koja se dobija ili bi se dobila izdavanjem nekretnine pod zakup. Primena načela rentalne vrednosti dovodi do velikih teškoća vezanih za određivanje poreske osnovice, uglavnom vezanih za pribavljanje tačnih informacija o visini tržišne zakupnine (lakše je pribaviti tačne informacije o tržišnoj vrednosti kapitalne transakcije), kao i neminovnih proizvoljnosti u proceni poreske osnovice. Pored toga,

ovo se načelo sve više napušta u svetu, pa čak i bivšim britanskim kolonijama koje su ga dugo primenjivale.

Definisanjem osnovnih načela poželjne osnovice poreza na imovinu, otvara se pitanje načina vrednovanja nekretnina, odnosno odgovarajuće poreske osnovice, tj. pitanje procedure dobijanja konkretnog iznosa koji treba da predstavlja tržišnu kapitalnu vrednost nekretnine koja se oporezuje. Sa stanovišta sadržaja i procedure vrednovanja nekretnina, kao jedino prihvatljivo izdvaja se rešenje koje se zasniva na korišćenju već ustanovljenih procena vrednosti nekretnina koje su upotrebljene kao osnovica u slučaju poreza na prenos apsolutnih prava, postojećim vrednostima osnovice poreza na imovinu, kao i svim fizičkim osobinama nekretnine (lokacija, kvalitet i opremljenost objekta itd.). Na osnovu navedenih ulaznih podataka, model kompjuterski zasnovanog masovnog vrednovanja nekretnina, odnosno osnovice poreza na imovinu (*Computer Assisted Mass Appraisal – CAMA*), izračunava (ocenjuje) vrednost svake pojedinačne nekretnine, nezavisno da li je ta nekretnina bila u prometu ili ne (Eckert, 2002). Model koristi različite specifične

inpute na nivou svake pojedinačne nekretnine: cenu nekretnine u prometu (ukoliko je bila u prometu), odnosno poreska osnovicu koja je korišćena za određivanje poreza na prenos apsolutnih prava (poreska osnovica u dinamici), postojeću osnovicu poreza na imovinu (poreska osnovica u statici), kao i sve lokacione i fizičke karakteristike svake pojedinačne nekretnine, uključujući sve one karakteristike prema važećem spisku elemenata za utvrđivanje kvaliteta objekta. Na osnovu navedenih podataka ocenjuje se niz regresionih jednačina sa svim dostupnim faktorima koji utiču na varijaciju razlike između poreske osnovice u statici i osnovice u dinamici, čime se ocenjuje uticaj tih faktora na navedenu varijaciju. Na osnovu ocenjenih parametara regresionih jednačina, formuliše se prognoza, odnosno projekcija odstupanja osnovice u statici od osnovice u dinamici (koja se uzima kao reper tržišne vrednosti nekretnine, odnosno njenog kvadratnog metra). Na taj način se dolazi do nove vrednosti poreske osnovice u statici, odnosno izjednačavanja poreske osnovice u statici sa poreskom osnovicom u dinamici, odnosno tržišnom cenom.

CAMA model vrednovanja osnovice za porez na imovinu zasni-

va se na nalazu da je vrednost imovine, odnosno nekretnina, daleko bolje (bliže tržišnoj vrednosti) procenjena u slučaju definisanja poreza na promet apsolutnih prava (porez u dinamici), nego u slučaju poreza na imovinu (porez u statici). Štaviše, dosadašnja analiza (Bego-*vić et al.*, 2003) pokazala je da su procenjene vrednosti nekretnina pri porezu u dinamici veoma bliske stvarnim tržišnim vrednostima nekretnina, tako da poreska osnovica u dinamici treba da bude izabrana kao najbolja aproksimacija stvarne tržišne vrednosti nekretnina.

Još jedno od ključnih pitanje je pitanje revizija poreske osnovice u vremenu. Naime, vrednost nekretnine u vremenu se svakako menja, pa je potrebno obezbediti da poreska osnovica prati promenu te vrednosti. Pri tom su od najvećeg značaja sledeće promene: a) kretanja cene na malo; b) amortizacija objekta; c) dinamike (konjunktura) na tržištu nekretnina. Primena CAMA modela omogućava kontinuelno vrednovanje svih nekretnina na području Republike, uz relativno malo administrativno opterećenje. Neophodan uslov za kontinuelno vrednovanje predstavlja stalno i ažurno unošenje podataka o proceni vrednosti nekretnina za potrebe poreza

na prenos apsolutnih prava – tu i leži malo uvećavanje administrativnog napora. Imajući u vidu da CAMA model uvek obuhvata gotovo sve faktore koji deluju na vrednost nekretnina, nova procena vrednosti može da bude i niža i viša od stare (postojeće) procene.

Prva verzija CAMA modela koja je razvijena za Srbiju (Begović *et al.*, 2004) dobijena je na osnovu korišćenja NCSS statističkog softvera, kojim je specifikovan i ocenjen nelinearni regresioni model, a to na osnovu informacije o vrednosti (procenjene poreske osnovice u dinamici) od 809 nekretnina kojima se trgovalo (koje su bile u prometu) u 2003. godini.⁵

Parametri do kojih se došlo u modelu primenjeni su na uzorku od 40.394 nekretnine u statičkoj bazi podataka (bazi podataka za naplatu poreza na imovinu), odnosno na one nekretnine kojima se nije trgovalo, a na koje se plaća porez na imovinu. Na taj način je procenjena tržišna vrednost svake od tih nekretnina u uzorku. Postojeće poresko opterećenje za svaku nekretninu u uzorku podeljeno je ocenjenom tržišnom vrednošću te nekretnine,

kako bi se došlo do efektivne prihodno neutralne poreske stope, tj. one poreske stope čija bi primena na novu poresku osnovicu specifikovanu ovim modelom dala identične poreske prihode. Na taj način se može uporediti sadašnje poresko opterećenje sa onim do koga bi došlo posle eventualnog sprovođenja predložene reforme metoda procene vrednosti nekretnine, odnosno metoda određivanja poreske osnovice u statici. Nadalje, ovakav postupak omogućava i dalje proširenje analize, time što bi se analizirali i efekti eventualnog integrisanja naknade za korišćenje građevinskog zemljišta u porez na imovinu.

Statistički (stohastički) model koji je korišćen zasnovan na podacima o vrednosti 809 nekretnina kojima se trgovalo u 2003. godini u Beogradu, Nišu i Novom Sadu. Analiza je započela podacima za oko 1.700 nekretnina, ali je taj broj umanjen na 809, usled nedovoljno kvalitetnih podataka. Na taj način se uspelo sa uparivanjem 809 nekretnina iz dinamike sa oko 40.000 nekretnina u statici, čime je znatno uvećan uzorak koji je korišćen u analizi. Koristeći apsolutne geografske koordinate nekretnine (položaj u realnom prostoru), for-

⁵ Šire o modelu i njegovim rezultatima videti u: Begović *et al.* (2004).

FINANSIJE

mulisan je model koji povezuje vrednost (dobijenu na osnovu dinamike) po kvadratnom metru sa apsolutnom geografskom (prostornom) lokacijom nekretnine, odnosno model u kome je lokacija nekretnine osnovna varijabla kojom se objašnjava vrednost nekretnine po jedinici njene korisne površine. Ovako dobijeni parametri su potom primenjeni na svih 40.000 nekretnina u uzorku u statici i upoređeni sa vrednostima nekretnina koje te godine koristile za dobijanje poreske osnovice prema važećim podzakonskim aktima (Tabela 2).

može se objasniti činjenicom da se kao postojeća poreska osnovica u slučaju poslovnog prostora koristi knjigovodstvena vrednost nekretnine, koja je manje potcenjena u odnosu na postojeću procenjenju vrednost stambenih nekretnina u statici.

Budući da se u korišćenom uzorku nalaze podaci prikupljeni samo u tri najveća grada Srbije, može se postaviti pitanje da li je uzorak reprezentativan, odnosno da li su dobijene ocene parametara pristrasne. Sa stanovišta same veličine uzorka ne postoji problem

Tabela 2.

Namena	Procenjena tržišna vrednost (din/m ²) 2003. godina		Procenjena vrednost u statici (din/m ²) 2003. godina	
	Sredina	Medijana	Sredina	Medijana
Stanovanje	58,382	58,789	15,714	14,734
Poslovni prostor	69,227	65,342	37,674	40,156
Ukupno	57,907		17,021	

Izvor: Begović *et al.* (2004).

U proseku, procenjena tržišna vrednost za stanove je za oko 3,7 puta viša od vrednosti koja se 2003. godine koristila za osnovicu poreza na imovinu. U slučaju poslovnog prostora, ta razlika je najmanja, budući da je tržišna vrednost za ove nekretnine za oko 1,8 put viša od vrednosti koja se te godine koristila za osnovicu poreza na imovinu. Ovako drastična razlika između stambenog i poslovnog prostora

njegove reprezentativnosti, ali se taj problem može javiti sa stanovišta zastupljenosti samo tri najveća grada u samom uzorku. Otuda treba postaviti pitanje: da li se može pretpostaviti da se relacija između tržišne vrednosti nekretnine koja se beleži pri kupovini (poreske osnovice u dinamici) i poreske osnovice u statici menja sa veličinom grada? Postoji jedan

argument u prilog teze da sa promenom veličine grada dolazi do promene tog odnosa. Naime, tada važeća procedura određivanja vrednosti poreske osnovice u statici zasnivala se, između ostalog, i na statističkim podacima o troškovima gradnje (veoma često bez troškova primarnog i sekundarnog opremanja zemljišta), koji se uzimaju kao aproksimacija vrednosti nekretnine. Budući da je vrednost zemljišta veća u velikim gradovima, može se očekivati da u manjim gradovima postoji manja razlika između tržišne vrednosti nekretnine (koja obuhvata i vrednost zemljišta) i troškova izgradnje objekata (koji ne obuhvataju vrednost zemljišta), odnosno poreske osnovice u statici koja se definiše na osnovu podataka o troškovima gradnje. Shodno tome, postoji sumnja da je, iz navedenih razloga, prihodno neutralna poreska stopa potcenjana, odnosno da je stvarna vrednost prihodno neutralne poreske stope veća od one koja je dobijena ovim modelom. Najznačajnija posledica identifikacije ove moguće pristrasnosti ocene prihodno neutralne poreske stope jeste ona koja se tiče definisanja buduće poreske stope, odnosno njenog opsega.

Efektivne prihodno neutralne poreske stope (one koje uključuju i

efekte poreskih kredita) za sve nekretnine u uzorku dobijene su deljenjem ukupnog iznosa razrezanog poreza na imovinu procenjenom tržišnom vrednošću te imovine. Ukupna prosečna prihodno neutralna stopa poreza na imovinu za korišćeni uzorak je 0,12%, što znači da se primenom ove stope na poresku osnovicu formulisanu na osnovu predloženog metoda vrednovanja nekretnina definisane dobija poreski prihod identičan postojećem.

4. INTEGRACIJA NAKNADE ZA KORIŠĆENJE GRAĐEVINSKOG ZEMLJIŠTA

Kao što je već napomenuto, naknada za korišćenje građevinskog zemljišta uvedena je u lokalne javne finansije nekadašnje SFR Jugoslavije kao svojevrsni supstitut poreza na imovinu u uslovima nejasno definisanih svojinskih prava nad građevinskim zemljištem i pripadajućim objektima.

Naknada za korišćenje građevinskog zemljišta ima, pre svega, karakter poreza na imovinu, budući da je njen iznos uglavnom proporcionalan vrednosti nekretnine (do procene te vrednosti došlo se primenom komplikovanih i nepouzdanih aproksimacija, kao još jednog

od načina da se izbegne tržište nekretnina, odnosno njihova tržišna cena), kao i da se sredstva prikupljena na ovaj način koriste za finansiranje pružanja lokalnih javnih dobara, što je i slučaj sa sredstvima prikupljenim od (lokalnih) poreza na imovinu.⁶ Štaviše, povećanje obima ponude (pružanja) lokalnih javnih dobara dovodi do rasta cene, odnosno vrednosti nekretnina, čime se povećava poreska osnovica, odnosno ukupan iznos sredstava prikupljenih porezom na imovinu, kojima se finansira ponuda lokalnih javnih dobara.

⁶ Treba napomenuti da naknada za korišćenje građevinskog zemljišta može da ima i karakter zakupnine koja se naplaćuje, odnosno treba da se naplaćuje, korisnicima građevinskog zemljišta u državnoj (prethodno u društvenoj) svojini, pri čemu je efektivni titular te svojine lokalna samouprava. Već i sam naziv ove naknade upućuje na mogućnost da ona ima karakter zakupnine, mada u vreme kada je ova naknada bila uvedena (sredinom 1970-tih godina), veza između naziva i sadržaja nekog pojma nije bila baš veoma čvrsta. Važeći Zakon o planiranju i izgradnji eksplicitno (član 78.) uvodi obavezu plaćanja naknade u slučaju građevinskog zemljišta koje nije u državnoj svojini, ukoliko je komunalno opremljeno sredstvima opštine, odnosno drugim sredstvima u državnoj svojini. Ovim rešenjem je u potpunosti odbačeno tumačenje naknade kao zakupnine za građevinsko zemljište u državnoj svojini.

Shodno navedenom, poželjna je potpuna integracija naknade za korišćenje građevinskog zemljišta u porez na imovinu. Razlozi za ovu preporuku leže u tome što će se u slučaju poreza na imovinu uspostaviti vrednovanje nekretnine superiorno u odnosu na ono koje pruža naknada i što će se eliminisati dupliranje administrativnih kapaciteta i napora za prikupljanje dva raznorodna javna prihoda koji se slijavu u isti budžet.

U skladu sa predlogom o potpunom integrisanju naknade za korišćenje građevinskog zemljišta i porez na imovinu, potrebna je analiza prihodno neutralne poreske stope ukoliko bi se porezu na imovinu dodala i naknada. Deleći razrezanu naknadu za korišćeni uzorak sa ukupnom vrednošću imovine u uzorku, dolazimo do efektivne stope naknade za korišćenje građevinskog zemljišta od 0,0017. Kada se 0,17% doda na prihodno neutralnu stopu poreza od 0,12%, nova, integralna prihodno neutralna poreska stopa iznosi 0,29%. To znači da bi, ukoliko se ukine naknada, poreska stopa od 0,29% primenjena na novu poresku osnovicu dobijenu prikazanim modelom dala iste prihode koji se sada ostvaruju zajedno od poreza i naknade – poreska stopa od 0,29% predstavlja prihodno neutralnu poresku stopu u slučaju pune integracije naknade za korišćenje građevinskog zemljišta u porez na imovinu.

**NAČIN ODREĐIVANJA
PORESKE STOPE**

Lokalne samouprave treba da imaju pravo da samostalno određuju stope poreza na imovinu, odnosno na nekretnine koje se nalazi na njihovoj teritoriji. To pravo treba da se eksplicitno formuliše u Zakonu o porezima na imovinu. Zakonom, tj. na nivou Republike, treba definisati isključivo opseg unutar koga lokalne samouprave mogu samostalno da određuju (propisuju), odnosno primenjuju stope poreza na imovinu. Oni koji bi donosili odluke o stopama poreza na imovinu polagali bi račune poreskim obveznicima na lokalnim izborima.

Relevantno pitanje jeste da li opseg treba da, pored maksimalne, čini i minimalna stopa poreza na imovinu. Argument u prilog rešenja da se ne definiše minimalna stopa poreza jeste preporuka da celokupni poreski prihod treba da predstavlja izvorni javni prihod lokalnih samouprava, tako da one imaju snažan podsticaj da, uvećavajući te stope, uvećaju i sopstvene javne prihode. Shodno tome, nema potrebe da se definiše minimalna poreska stopa.⁷

⁷ Potrebno je voditi računa da ostali elementi reforme sistema lokalnih javnih finansija ne eliminišu ovaj podsticaj, naročito oni elementi koji su vezani za transfere lokalnim samoupravama iz državnog (republičkog) budžeta.

Pri definisanju opsega poreske stope treba voditi računa o sledećim činjenicama:

- Jedan od ciljeva poreske reforme jeste povećanje fiskalnih prihoda od poreza na imovinu.
- Prihodno neutralna poreska stopa bez integrisanja naknade za korišćenje građevinskog zemljišta iznosi 0,12%.
- Prihodno neutralna poreska stopa sa potpuno integrisanom naknadom za korišćenje građevinskog zemljišta iznosi 0,29%.
- Postoji mogućnost da su, usled nereprezentativnosti uzorka, vrednosti prihodno neutralnih poreskih stopa potcenjene.

Imajući sve to u vidu, može se predložiti da stopa poreza na imovinu ne treba da bude viša od 0,6% vrednosti imovine.

Poreska stopa treba da bude jedinstvena, tj. ista poreska stopa treba da se primenjuje u svim slučajevima. Drugim rečima, Zakon o porezu na imovinu treba da izričito zabrani organima lokalne samouprave da uvode različite visine poreskih stopa u zavisnosti od namene objekta, poreske osnovice, itd.

Nadalje, Zakon o porezu na imovinu, odnosno Zakon o lokalnoj samoupravi, treba da definiše obavezu organa lokalne samouprave da odluku o stopi poreza na imovinu koja će se primenjivati za sledeću godinu donese najkasnije do 30. septembra tekuće godine. Ukoliko lokalne vlasti ne donesu odgovarajuću odluku o poreskoj stopi za nastupajuću godinu, onda zakonom treba predvideti da važe isključivo one poreske stope koje su naplaćivane u tekućoj godini. Isto važi i za prvu godinu primene novog rešenja u pogledu poreza na imovinu – ukoliko se do 30. septembra tekuće godine ne donese odluka o poreskim stopama za nastupajuću godinu, treba primeniti sada važeće poreske stope – one jedinstveno određene za celo područje Republike. Ovakvo rešenje umanjuje neizvesnost sa kojom se suočavaju poreski obveznici. Pored toga, ono bi omogućilo organima lokalne samouprave da vremenom, metodom pokušaja i greške, dođu do, za njihovo područje, optimalne stope poreza na imovinu.

6. PORESKE KREDIT I OSLOBAĐANJA OD POREZA

Budući da poreski kredit deluje na efektivnu poresku stopu, uz

definisane načina određivanja poreske stope, potrebno je definisati i način određivanja poreskih kredita. Pri tome se javljaju dva moguća rešenja. Jedno je da se zadrži sadašnje rešenje, pri kojem se direktno, na nivou zakona, definišu poreski krediti i njihova primena. Drugo rešenje je da se definisanje poreskih kredita prepusti organima lokalne samouprave, budući da je njima već preneto pravo određivanja poreske stope. Preporučuje se primena drugog rešenja, naročito imajući u vidu da je već predloženo da lokalna samouprava samostalno određuje poreske stope – određivanje poreskog kredita nije ništa drugo nego određivanje efektivne poreske stope. Pri tome bi se podzakonskim aktima lokalnih samouprava definisali kriterijumi i postupak za određivanje poreskih kredita. Sadašnji kriterijumi za dodeljivanje poreskog kredita nisu efikasni sa stanovišta ciljeva poreskog kredita (zaštita domaćinstava manje kupovne moći), ali su bar jednostavni za primenu. Ostaje da se vidi da li će lokalne samouprave uspeti da uvedu efikasnije kriterijume za dodeljivanje poreskog kredita koji bi se uspešno primenjivali.

Na nivou Republike, Zakonom o porezima na imovinu treba samo predvideti maksimalni

dopušteni iznos poreskog kredita i njega treba umanjiti u odnosu na sadašnje rešenje. Poreski krediti preko tog iznosa (sada su dopušteni poreski krediti do 70%) nemaju nikakvog smisla i dovode do drastičnog umanjavanja poreskih prihoda zahvaćenih na osnovu poreza na imovinu. Redefinisanje praga vrednosti poreske osnovice pri kojoj se ne plaća porez na imovinu na gore može da podstakne neke lokalne samouprave da znatno umanje iznose poreskog kredita, kako bi, ipak, ostvarile zadovoljavajuće lokalne javne prihode.

Oslobađanja od poreza na imovinu treba isključivo da budu predmet zakona, odnosno pitanje oslobađanja od poreza pojedinih kategorija obveznika treba da bude regulisano isključivo Zakonom o porezima na imovinu, dakle, jedinstveno na nivou Republike u celini. Drugim rečima, organi lokalne samouprave ne treba da imaju pravo da na sopstvenoj teritoriji odlučuju o eventualnim oslobađanjima od poreza na imovinu.

Postojeća lista oslobađanja od plaćanja poreza na imovinu je preširoka. Ne postoje nikakvi razlozi da se od plaćanja poreza na imovinu oslobode ekonomske zgrade u poljoprivredi, kao i objekti, odnosno delovi objekata koji u skladu sa propisima neposredno služe za obavljanje komunalnih

delatnosti. Naime, ne postoji niti jedan valjan razlog zbog čega bi postojala pozitivna diskriminacija poljoprivrede i komunalnih delatnosti u odnosu na ostale privredne delatnosti.⁸

Važeći zakon poznaje oslobađanje od poreza usled isuviše male vrednosti imovine, pa predviđa da porez na imovinu ne plaća obveznik u slučaju kada ukupna osnovica za sve nepokretnosti tog obveznika ne prelaze 400.000 dinara. Načelno posmatrano, ovakvo rešenje treba zadržati i to iz dva razloga. Prvi je administrativna efikasnost, kako bi se izbegle sve one procedure utvrđivanja i naplate poreza koje usled niske osnovice generišu minimalne prihode. Drugi je element zaštite siromašnih, odnosno socijalna politika koja se na ovaj način vodi na osnovu zakonskih rešenja, jedinstveno za područje Srbije. Međutim, potrebno je uvećati iznos praga ispod koga neće da se plaća porez na imovinu. Taj prag verovatno treba da iznosi naj-

⁸ Uzgred, Zakon izričito nabraja (*numerus clausus*, zatvorena lista) crkve i verske zajednice koje su oslobođene plaćanja poreza na imovinu na njihove verske objekte. Ovakvo rešenje nije dobro (mogu se očekivati prigovori na diskriminaciju), pa stoga ovo zakonsko rešenje iz domena poreza treba povezati sa zakonskim rešenjima kojima su regulisani status i aktivnosti verskih zajednica u Srbiji.

manje 1,000.000 dinara, što je 2,5 puta više od sadašnje vrednosti. Ovaj predlog zasniva se na činjenici da će novi način određivanja tržišne cene nekretnina, odnosno novi model njihovog vrednovanja dovesti do rasta procenjene vrednosti imovine, odnosno do rasta poreske osnovice. Na osnovu korišćenog uzorka može se zaključiti da će vrednost poreske osnovice porasti za 3,33 puta. Ipak, postoji mogućnost da je, usled nereprezentativnosti uzorka, navedeni multiplikator precenjen. Zbog toga se i predlaže da multiplikator iznos praga ispod koga neće da se plaća porez na imovinu bude nešto niži i iznosi najmanje 2,5, odnosno da prag iznosi najmanje 1,000.000 dinara. Mehanizam zaštite siromašnih putem definisanja minimalne vrednosti imovine imaće i funkciju podsticaja domaćinstvima koja su siromašna sa stanovišta tokova, a bogata sa stanovišta fondova (imovine), da realokacijom svoje imovine deo fondova pretvore u tokove.

Celokupan iznos sredstava prikupljenih na osnovu poreza na imovinu treba da bude izvorni prihod lokalne samouprave, odnosno lokalnih vlasti (gradskih i opštinskih). U slučaju gradova, potrebno je definisati način raspodele sredstava opštinama koje čine taj grad.

Ovakvo rešenje sa stanovišta fiskalnih prihoda otvara put za prenošenje celokupne odgovornosti u domenu formulisanja poreske politike na lokalnu vlast, odnosno organe lokalne samouprave. Budući da će sredstva od poreza na imovinu biti izvorni prihodi lokalnih samouprava, njihovi organi će imati snažne podsticaje da definišu efikasnu poresku politiku u domenu lokalnih poreza, odnosno da uspešno doprinose rešavanju svih pitanja efikasnog utvrđivanja i naplate lokalnih poreza.

U navedenoj situaciji postoje protivrečni podsticaji lokalnim vlastima – jedni ka uvećavanju, a drugi ka umanjenju poreske stope, odnosno poreskog opterećenja. Ipak, izvesno je da bi svaka lokalna vlast najviše volela situaciju što manjeg lokalnog (sopstvenog) poreskog opterećenja i što većih doznaka od centralne vlasti radi finansiranja rashoda lokalnog budžeta. Shodno tome, potrebno je u buduću formulu za raspodelu davanja (*sharing formula*) uneti element koji će obezbediti da lokalna samouprava koja *ceteris paribus* ima višu (efektivnu) stopu poreza na imovinu, dobija veći iznos doznaka od centralne vlasti. To će biti podsticaj i za veće lokalno poresko opterećenje i za efikasnu naplatu poreza.

Sprovođenje poreske regulative u oblasti poreza na imovinu, odnosno utvrđivanje i naplaćivanja tih poreza, treba da bude u potpunosti prepušteno lokalnim ispostavama (jedinicama) republičke poreske uprave. Pri tome, izvesno je da postoji veoma različit nivo osposobljenosti postojećih lokalnih (opštinskih) jedinica republičke poreske uprave. Srećna okolnost je što se najosposobljenije ispostave poreske uprave nalaze u onim lokalnim samoupravama u kojima su najvrednije nekretnine, odnosno u kojima će biti prikupljen najveći deo poreza na imovinu.

ZAKLJUČAK

Opšta ocena postojećih rešenja primenjenih u slučaju poreza na imovinu nije povoljna. Ovaj porez je, generalno posmatrano, loše normiran. Poreska osnovica se dobija na osnovu loše definisane procedure. To dovodi do depresirane poreske osnovice, verovatno usled namere vođenja "socijalne" politike, iako se to čini bez eksplicitne zaštite siromašnih. Progresivna poreska stopa je nepotrebno komplikovana i ne dovodi do značajnog rasta fiskalnih prihoda. Evazija poreza je relativno rasprostranjena. Sve to dovodi do relativno niskog fiskalnog prihoda ostvarenog naplatom poreza na imovinu.

Koncepcija reforme poreza na imovinu treba da se zasniva na nekoliko elemenata. Porez na imovinu treba da bude neutralan, tj. ne treba da ima bilo kakav alokativni efekat – on treba da ima isključivo fiskalni efekat. Poreska osnovica treba da se odredi na osnovu CAMA metoda pri čemu se osnovica procena vrednosti imovine pri definisanju poreske obaveze prilikom prenosa apsolutnih prava koristi kao najbolja aproksimacija vrednosti imovine. Poreska stopa treba da bude jedinstvena i samostalno treba da je određuju lokalne samouprave, s tim što ta stopa ne treba da bude viša od 0,6%. Lokalne samouprave treba da definišu i politiku poreskih kredita, a oslobađanje treba da se definiše isključivo na republičkom nivou. Naknada za korišćenje građevinskog zemljišta treba u potpunosti da se integriše u porez na imovinu, a celokupan prihod od poreza na imovinu treba da bude izvorni javni prihod lokalnih samouprava.

LITERATURA

1. Almy, R. (2004): "Introducing Market-Value Based Property Tax System in Ex-Communist Countries", *Journal of Property Tax Assessment and Administration*, Vol. 7, p.p. 21-39
2. Bahl, R.W. i Linn, J. (1992): *Urban Public Finances in*

- Developing Countries*, Oxford and New York: Oxford University Press
3. Begović, B., Bisić, M., Ilić-Popov, G., Mijatović, B. i Popović, D. (2004): *Reforma poreskog sistema (2)*, Beograd: Centar za liberalno-demokratske studije
 4. Begović, B., Ilić-Popov, G., Mijatović, B. i Popović, D. (2003): *Reforma poreskog sistema*, Beograd: Centar za liberalno-demokratske studije
 5. Bell, M.E. (2003): *Designing and Implementing a Property Tax System: Policy and Administrative Issues*, Washington: World Bank, Economic Development Institute
 6. Eckert, J.K. (1990): *Property Appraisal and Assessment Administration*, Chicago: International Association of Assessing Officers
 7. Eckert, J.K. (2002): "Design Features for Property Tax Reform", *World Bank Land Conference*, Budapest, April 2002
 8. Musgrave, R.A. i Musgrave, P.B. (1984): *Public Finance in Theory and Practice*, New York: McGraw-Hill

Rad primljen: 4. 09. 2005.
UDC: 366.131: 364, 35(497, 11)
JEL: H55
Stručni članak

**PRETPOSTAVKE I PERSPEKTIVE
REFORME PENZIJSKOG SISTEMA
U SRBIJI**

***ASSUMPTIONS AND PERSPECTIVES
OF THE PENSION SYSTEM REFORM
IN SERBIA***

Vesna ARSIĆ

Ministarstvo finansija Republike Srbije, Beograd

Rezime

Reforma sistema socijalne sigurnosti predstavlja nezaobilazni deo uređivanja javnih finansija u zemljama u tranziciji. Srbija je takođe suočena sa potrebom duboke rekonstrukcije sistema socijalne sigurnosti, i na prihodnoj i na rashodnoj strani, kako bi se postigla njegova dugoročna održivost. Polazeći od analize obaveznog penzijskog osiguranja u Srbiji, rad opisuje tekući projekt reforme penzijskog sistema. Osnovni cilj reforme (svođenje deficita penzijskih fondova u fiskalno prihvatljive okvire uz poštovanje socijalne funkcije penzija) biće ostvaren unapređenjem regulative, postupnim pomeranjem starosne granice i promenom načina i dinamike usklađivanja penzija. Pored toga, predložena reforma donosi bolji sistem evidentiranja, kontrole i plaćanja doprinosa koje će dovesti do podizanja prihoda penzijskih fondova i stvoriti osnovu budućeg razvoja dodatnog dobrovoljnog penzijskog sistema.

Ključne reči: REFORMA PENZIJSKOG SISTEMA; JAVNE FINANSIJE; PENZIJSKI PRIHODI I RASHODI; PENZIJSKI FONDOVI; DOBROVOLJNI PENZIJSKI SISTEM.

Summary

Reform of social insurance systems proved to be an indispensable part of improved public financial management in transition economies. Serbia is faced with a need to reconstruct its social insurance system, both on the revenue and the expenditure side, in order to achieve its sustainability in the longer run. The article analyzes the existing PYAG mandatory pension system in Serbia and describes the proposed pension system reform. The main objective of the reform (reducing pension system deficits to fiscally sustainable levels while managing social expectations) will be achieved through improved legal and regulatory environment, gradual increase of the retirement age, and changes in the formula and frequency of pension adjustments. The reform will also introduce an improved unified registry, enable better audit, and simplify the collection of pension contributions, and, thus, improve pension fund revenues and create a basis to develop of an additional voluntary pension pillar.

Key words: PENSION SYSTEM REFORM; PUBLIC FINANCES; PENSION FUND AND SPENDING; PENSION FUNDS; VOLUNTARY PENSION SYSTEM.

UVOD

Nema sumnje da su do sada u Srbiji postignuti odgovarajući rezultati kada je reč o makroekonomskoj stabilizaciji, fiskalnom sistemu, strukturnim promenama i reformi finansijskog sektora. Time se stvaraju pretpostavke uspostavljanja tržišne ekonomije. Međutim, prevelika javna potrošnja, koja još uvek obuhvata oko 45% društvenog bruto proizvoda, visok deficit tekućeg računa platnog bilansa, kao i problem i dalje visoke inflacije, nameću potrebu dodatne konsolidacije sistema javnih finansija. U tom cilju preduzimaju se mere koje doprinose optimalnom upravljanju javnim finansijama i progresu u strukturnim reformama. Neophodan segment ovih procesa je reforma penzijskog sistema.

U svim zemljama centralne i istočne Evrope, koje su tokom devedesetih godina dvadesetog veka uspešno prebrodile prvu fazu tranzicionih procesa, evidentne su značajne reforme u oblasti ekonomsko-finansijskog sistema. Bez obzira što su načini institucionalnih i administrativnih promena za svaku zemlju specifični, vidljive su gotovo istovetne oblasti u kojima su izvršene neophodne strukturne reforme. Jedna od tih oblasti je reforma penzijskog sistema koja je zahtevala preduzimanje sledećih, manje-više neophodnih, mera: izmenu zakonodavne regulative, unapređenje sistema prikupljanja doprinosa (kontrola, inspekcija, sprovođenje i čuvanje podataka), unapređenje stalnih modela analize i predviđanja uticaja položaja penzionih fondova u odnosu na buduće

fiskalne implikacije itd.). Poseban značaj u sistemu reforme penzionog sistema ima uvođenje dodatnog vida penzijskog osiguranja: razvojem obaveznog dodatnog osiguranja (II stub) ili osnivanjem dobrovoljnih penzijskih fondova (III stub). U Srbiji je zbog toga potrebna urgentna konceptualizacija i sprovođenje reforme penzionog sistema, kao i odgovarajuća popularizacija novog modela penzionog osiguranja.

1. SISTEM OBAVEZNOG PENZIJSKOG OSIGURANJA: OSNOVNE KARAKTERISTIKE

1.1. Finansijska neodrživost sistema obaveznog penzijskog osiguranja na srednji rok

Dosadašnji sistem penzijskog i invalidskog osiguranja u Srbiji zasnovan se na tekućem finansiranju penzija, modelu prepoznatljivom kroz sentencu: "*Pay as you go*" (PAYG). On još uvek funkcioniše u većini zemalja. Po ovom sistemu, zaposleni (osiguranici) obavezno, kroz doprinose za penzijsko-invalidsko osiguranje, izdvajaju sredstva koja se koriste za isplatu penzija. Ovaj sistem je nastao u periodu od 1945. do 1970. godine, u periodu povećanog prirodnog priraštaja stanovništva, kada je, samim tim, bilo znatno više zaposlenih u odno-

su na korisnike prava penzionog osiguranja.

Međutim, krajem dvadesetog i početkom dvadeset prvog veka, u uslovima globalnih demografskih promena, posebno zbog problema smanjenja rađanja javili su se novi problemi. Evidentan je proces starenja stanovništva a time se pogoršava odnos potencijalnih obveznika i penzionera. Dodatni problem je i drastični pad društvenog bruto proizvoda tokom tranzicione krize (u našem slučaju i raspada tržišta, sankcija, građanskih ratova, hiperinflacije...) tokom devedesetih godina dvadesetog veka, zbog čega se drastično smanjuje ukupan broj zaposlenih. Konačno, preduzete tržišne reforme u prvoj fazi ekonomske tranzicije (2001-2005) dodatno su uticale na smanjenje broja zaposlenih. Direktna efekta svih ovih procesa je smanjenje prihoda u penzijsko-invalidskim fondovima.

Ove procese najbolje karakterišu uporedivi podaci iz kojih se vidi da je početkom 50-ih godina dvadesetog veka, odnos broja zaposlenih i penzionera bio 1:5, u 1987. godini 1:3,05, a u 2004. godini, 1:1,27. Godine 1952. u Srbiji je bilo 583 hiljada zaposlenih i oko 111 hiljada penzionera, a 2004. 1,5 milion zaposlenih i 1,2 milion penzionera. Ove tendencije i faktori koji su ih uslovlili dovode do stanja u

FINANSIJE

kome je udeo izdataka za penzije u društvenom proizvodu neprihvatljivo visok i iznosi skoro 14% i uslovljava deficit penzionih fondova od oko 6% društvenog bruto proizvoda. U zemljama u tranziciji, udeo izdataka za penzije se kreće do 10% društvenog bruto proizvoda, a taj procenat se u svetu kreće uglavnom oko 6-7% (Tabela 1).

Iz Tabele se vidi da su pri-

Sistem obaveznog penzionog osiguranja Srbije funkcioniše kroz tri odvojena fonda za penziono osiguranje:

- fond zaposlenih koji ima oko 1,5 milion uplatilaca doprinosa i 1,2 milion penzionera i uzrokuje deficit od 5,5% BDP-a;
- fond za samozaposlene sa 250 hiljada obveznika i samo 44

Tabela 1. Primanja i izdaci RF PIO zaposlenih

		(u mil. din.)				
1	UKUPNA PRIMANJA	2001	2002	2003	2004	2005
		<i>ostvarenje</i>				<i>plan</i>
		73.954,0	120.746,2	136.381,0	179.381,0	224.222,4
	od toga:					
	po osnovu doprinosa	50.454,0	66.265,0	78.621,0	107.677,0	132.670,1
	po osnovu transfera iz Republike i zajednice	23.039,4	50.805,0	55.119,0	67.351,0	86.100,0
2	Ukupni izdaci	75.045,1	119.845,2	145.811,0	180.004,0	226.176,3
3	Budžetski deficit/suficit	-1.091,1	90,1	-9.430,0	-810,5	-1.953,9
4	Učešće ukupnih primanja u BDP (%)	10,4	13,1	12,5	13,8	14,2
	Učešće ukupnih izdataka BDP (%)	10,6	13,0	13,3	13,8	14,3
	Učešće primanja po osnovu transfera BDP (%)	3,3	5,5	5,0	5,2	5,5

Napomena: Prema metodologiji iz Zakona o budžetskom sistemu

manja Republičkog fonda PIO zaposlenih po osnovu doprinosa u periodu od 2001. do 2005. godine, povećana 2,6 puta, ali su transferi iz budžeta veći 3,7, puta, pre svega, zbog uvećanih izdataka. U 2001. godini, doprinosi su pokrivali 67%, a u 2005. oni trenutno pokrivaju oko 58% izdataka, sa tendencijom daljeg pogoršanja ovog odnosa.

hiljade korisnika penzija, koji ostvaruje suficit od 0,2% BDP-a, i

- fond za poljoprivrednike, koji ima 217 hiljada korisnika ali pokriva samo 13% rashoda iz doprinosa, čime se ostvaruje deficit od 0,6% BDP-a.

Zakonom o penzionom i invalidskom osiguranju, usvojenom

FINANSIJE

2003. godine, i Zakonom o obaveznim doprinosima za socijalno osiguranje, usvojenom 2004. godine (kao i njegovim izmenama u 2005. godini) definisano je funkcionisanje sva tri pomenuta fonda.

1.2. Osnovni parametri sistema obaveznog penzijskog osiguranja

a) Stopa doprinosa

Zakon o doprinosima 2004. godine, povećao je stopu doprinosa za penzije sa prethodnih 20,6% na 22% od plata. Od toga 11% ide na teret poslodavca i 11% na teret

doprinosa iznosi 40% prosečne bruto zarade, a maksimalna iznosi 5 prosečnih zarada. U fond se takođe uplaćuje i 12,3 procenata doprinosa za zdravstveno osiguranje (koji ide na teret poslodavca i zaposlenog podjednako) i 1,5 odsto za osiguranje od nezaposlenosti, što ukupno čini 35,8 % svih doprinosa na bruto zaradu. U poređenju sa drugim zemljama, Srbija trenutno ima niže opterećenje dohotka, kako u pogledu učešća penzionih doprinosa, tako i ukupnih doprinosa u ukupnim zaradama (Tabela 2).

Tabela 2. Pregled stopa doprinosa, 2004. god.
(% od plata)

	Doprinosi za penzije			Ukupni doprinosi za socijalno osiguranje		
	poslodavac	zaposlen	ukupno	poslodavac	zaposlen	ukupno
1. Austrija	10,2	12,6	22,8	17,25	25,0	42,1
2. Bugarska	21,8	7,2	29,0	25,0	17,7	42,7
3. Hrvatska	20,0	0,0	20,0	20,0	17,2	37,2
4. Češka	6,5	21,5	28,0	12,5	37,0	49,5
5. Francuska	6,6	9,8	16,4	15,4	33,9	49,3
6. Nemačka	9,8	9,8	19,5	20,0	21,3	41,3
7. Grčka	6,7	13,3	20,0	11,6	24,1	35,6
8. Mađarska	8,5	18,0	26,5	13,5	32,0	45,5
9. Italija	8,9	23,8	32,7	8,9	30,9	39,8
10. Holandija	19,2	8,9	28,0	39,4	17,2	56,6
11. Poljska	16,3	16,3	32,5	27,0	19,8	46,6
12. Rumunija	11,7	23,3	35,0	19,7	35,3	55,0
13. Srbija	11,0	11,0	22,0	17,9	17,9	35,8
14. Slovenija	15,5	8,8	24,0	22,1	15,9	38,0
15. V. Britanija	11,0	12,8	23,8	11,0	12,8	23,8

Izvor: U.S. Social Security Administration (2004.)

zaposlenog. Glavna promena je nastala u 2001. godini, kada su doprinosi PIO smanjeni sa 32% na 19,6%, uz istovremeno proširenje definicije bruto zarade. Minimalna osnovica koja služi kao parametar

b) Starosna granica za penziju i godine uplate doprinosa

Starosna granica za odlazak u penziju je 63 godine za muškarce i 58 za žene, uz minimalni radni staž

FINANSIJE

od 20 godina, ili 65 i 60 godina uz 15 godina staža. Minimalna starosna granica za sticanje prava na penziju je 53 godine za muškarce sa 40 godina radnog staža, a za žene sa 35 godina radnog staža. Za određene profesije tzv. beneficirani radni staž računa se tako što se doprinosi, uplaćeni za 12 meseci rada, priznaju kao za 18 meseci staža. Zakonom su definisani posebni uslovi za invalidsku penziju i penzije koja se prenosi na drugo lice u slučaju smrti radnika ili penzionera.

c) Prosečna državna penzija u odnosu na prosečnu zaradu

Odnos prosečne državne penzije i prosečne zarade (*replacement rate*), se danas u Srbiji kreće oko 70% i znatno je viši u odnosu na međunarodnu praksu koja se kreće oko 40%. Tako, na primer, u Poljskoj taj odnos je 48%, Nemačkoj 45%, Rumuniji 39%, Velikoj Britaniji 38%...

Penzije se usklađuju kvartalno, po takozvanom švajcarskom

Tabela 3. Zakonske godine i godine za rano penzionisanje

	Zakonske godine		Rano penzionisanje (2004)	
	muškarci	žene	muškarci	žene
1. Austrija	65	60	62	56
2. Bugarska	62	58	-	-
3. Hrvatska	63	58	58	53
4. Češka	62	56	58	53
5. Francuska	60	60	-	-
6. Nemačka	65	65	60	60
7. Grčka	65	60	60	55
8. Mađarska	62	59	60	57
9. Italija	65	60	-	-
10. Holandija	65	65	-	-
11. Poljska	65	60	-	-
12. Rumunija	65	60	55	55
13. Srbija	63	58	53	53
14. Slovenija	63	60	-	-
15. V. Britanija	65	60	-	-

Izvor: U.S. Social Security Administration (2004.)

Iako su kriterijumi za utvrđivanje invaliditeta, kao i uslovi za rano penzionisanje pooštreni u 2003. godini, 65 odsto novih muških i ženskih starosnih penzija ustanovljeno je pre propisane starosne granice, a za nove invalidske penzije ustanovljene pre vremena, te vrednosti su 47 % za muškarce i 28% za žene.

modelu i to usklađivanje se vrši tako se penzije koriguju u visini od 50% rasta prosečnih zarada i 50% u odnosu na rast troškova života. Zbog dinamičnog rasta prosečnih zarada, karakterističnog za početak tržišnih reformi u zemljama u tranziciji, ovako usvojena indeksacija penzija u Srbiji, dodatno

podigne njihovu realnu vrednost i komplikuje problem održivosti penzionih fondova. U većini zemalja u svetu, današnja praksa je da se indeksacija penzija vrši jednom godišnje i to uglavnom prema rastu troškova života.

2. PROJEKAT REFORME PENZIJSKOG SISTEMA

Prethodna reforma u oblasti regulative penzijskog sistema i sistema doprinosa, podigla je nivo realnih penzija ali nije obezbedila finansijski balans PIO zaposlenih. S aspekta dugoročne sigurnosti građana, dalje funkcionisanje ovog izuzetno važnog segmenta socijalne sigurnosti, s jedne, i njegovih fiskalnih implikacija s druge strane, zavisiće od prihvatanja značaja i kompleksnosti reforme penzijskog i invalidskog osiguranja od strane javnosti u Srbiji. Upravo zbog toga, Vlada je formirala Savet za regulatornu reformu sistema penzijskog osiguranja (10. 2. 2005. godine), a Svetska banka je kreditom od 25 miliona američkih dolara (IDA kredit) obezbedila neophodne finansijske izvore za deo reforme.

Reforma se sastoji iz nekoliko segmenata, koje ćemo pojedinačno razmotriti:

2.1. Izmene postojeće regulative

Pored postepene, administrativne i finansijske konsolidacije sva tri penzionog fonda, kako bi se umanjio deficit penzionog fonda (posebno PIO zaposlenih) i omogućila njegova kratkoročna održivost, planirane su određene izmene u Zakonu o penzijskom i invalidskom osiguranju, od kojih su najznačajnije sledeće:

- postepeno podizanje uslova za starosnu penziju za 2 godine staža (sa 58 godina na 60 za žene, odnosno sa 63 na 65 godina za muškarce),
- postepeni prelazak sa sadašnje "švajcarske formule" usklađivanja penzija na usklađivanje isključivo u skladu sa troškovima života,
- izmena dinamike usklađivanja penzija sa kvartalne na polugodišnju, itd.

Procenjuje se da bi najveći efekat u smanjenju deficita penzionog fonda zaposlenih, merenog u procentu BDP, bio po osnovu postepenog prelaska sa "švajcarske formule" na usklađivanje prema troškovima života i to u 2007. god. 0,2 procenata, u 2008. god. 0,4 procenata, u 2009. god. 0,6 procenata, 2010. god. 0,9 procenata, a 2025. god. 3,5 procenta BDP. Pri tome bi se zaštitila

standarda ugroženih penzionera, obezbeđivala iz budžeta odgovarajućim vidovima socijalne zaštite.

2.2. Poboljšanje efikasnosti i delotvornosti penzijskog sistema

Na osnovu brojnih stručnih analiza moguće je uočiti da je postojeći sistem naplate doprinosa u Srbiji, kao i način izveštavanja o uplaćenim doprinosima veoma neefikasan. Postoje indikacije da se za svega 60% angažovane radne snage, na ovaj ili onaj način, trenutno plaćaju doprinosi. To se dešava zbog nepostojanja individualne baze podataka o uplatama na mesečnom nivou. S druge strane, postojeće procedure izveštavanja i dupliranja informisanja Poreske uprave i penzionih fondova izazivaju dodatne troškove poslodavcima, tj. obveznicima. Ukoliko bi samo polovina onog dela angažovane radne snage, za koji se sada ne plaćaju doprinosi, počela da ih plaća, procenjuje se da bi se deficit penzionog fonda u 2020. godini, smanjio za više od 1/3 (umesto sadašnjih 6%, na oko 4 % DBP).

U cilju poboljšanja efikasnosti i delotvornosti penzijskog sistema, u Srbiji funkcionišu institucije koje obrađuju podatke o uplaćenim doprinosima. To je Poreska uprava, koja kontroliše uplate doprinosa i

vrši prinudnu naplatu, ali ne dobija podatke o uplatama po zaposlenoma, za koje se doprinosi uplaćuju. Poslodavci dostavljaju podatke o pojedinačnim uplatama odgovarajućem penzionom fondu na obrascu M-4 jednom godišnje. Ovi podaci se, za sada, unakrsno ne proveravaju između fondova i Poreske uprave.

Penzijski fond za samozaposlene delatnosti obavlja administrativne poslove za fond poljoprivrednika. Fond za zdravstveno osiguranje i tržište vode evidencije o uplati njihovih doprinosa.

Projekat poboljšanja efikasnosti i delotvornosti penzijskog sistema kroz modernizaciju i jačanje kapaciteta penzijskog sistema, bolje upravljanje sistemom, razvoj kapaciteta za analizu i kontrolu, kao i razvoj aktuarskih modela i dugoročnih prognoza će se sprovoditi uz pomoć Svetske banke do 2011. godine. Projekat ima nekoliko važnih komponenti:

a) Konsolidacija naplate i izveštavanja

Konsolidacija naplate i izveštavanja podrazumeva identifikovanje institucije koja će voditi objedinjeni registar osiguranika i obveznika doprinosa i poreza na dohodak (Poreska uprava, Penzioni fond, Trezor Republike i sl.), kon-

solidovati tokove i procedure izveštavanja, ustanoviti nove modele, kontrolu i prinudnu naplatu, kao i načine praćenja poboljšanja i obuhvatnosti naplate.

b) Konsolidacija i institucionalno jačanje PAYGO penzijskih fondova

Konsolidacijom tri penzijska fonda, modernizacijom poslovnih procesa, unapređenjem IT tehnologije, planiranjem i reformom ljudskih resursa obezbediće se unapređenje javnih usluga i podići efikasnost postojećeg sistema.

c) Analiza i razvoj penzijske politike

Permanentno praćenje analize i razvoja penzijske politike je izuzetno bitno, s obzirom na veoma oskudne postojeće kapacitete u delu analize penzijske politike i poslova vezanih za stvaranje analitičkih instrumenata kao što je penzijski model, poboljšanje komunikacije sa javnošću, stvaranjem "front office" ili "call centre" i pokretanje "web site" posvećenog reformi penzijskog sistema, jačanje postojećeg kapaciteta ljudskih resursa Ministarstva za rad, zapošljavanje i socijalnu politiku i Ministarstva finansija u delu koji se tiče penzija, razvoj i implementacija širih kampanja javnog informisanja o reformi penzijskog sistema i dr.

d) Podrška razvoju dobrovoljnog penzijskog sistema

Pored usvajanja Zakona o dobrovoljnim penzijskim fondovima, ova komponenta podrazumeva razvoj kapaciteta nadzora dobrovoljnog penzijskog sistema, izradu podzakonskih akata i interne regulative, kampanju javnog informisanja kao i obezbeđenje opreme i specijalizovanog softvera za dobrovoljno penzijsko osiguranje.

3. DOBROVOLJNI PENZIJSKI FONDOVI I PENZIJSKI PLANOVI - RAZVOJ TREĆEG STUBA

U uslovima kada postoji visoki deficit tekućeg finansiranja – I stuba penzijskih fondova, podobnije je podsticati razvoj III stuba, dobrovoljnih, privatnih penzijskih fondova, nego razvijati II stub, jer on podrazumeva smanjeni priliv sredstava u I stub zbog prenosa obaveze uplate dela doprinosa u II stub. U Evropi, Slovenija i Češka su se opredelile za podsticaj razvoja ovog vida penzijskih fondova, a najpopularniji i najuspešniji je primer Čilea. Počev od 1981. god. Čile je tekuće finansiranje penzija zamenio privatnim penzijskim sistemom sa potpunim finansiranjem i privatnim upravljanjem. Penzijskim fondovi-

ma upravljaju kompanije za upravljanje privatnim penzijskim fondovima i predstavlja plan definisanih prinosa kod koga se 10% zarada štedi na individualnim računima kapitalizacije.

Analiza perioda od dvadeset godina postojanja ovih fondova u Čileu, pokazala je da su rezultati zadivljujući: preko 35 milijardi dolara je akumulirano u privatni penzijski sistem, što je oko 40% BDP-a, stopa rasta privrede je povećana sa 3,5% na 6,5% bolje funkcioniše tržište kapitala i radne snage, prosečan realan prinos od investicija je 13% što je tri puta više od predviđenog prinosa...

3.1. Nacrt zakona o dobrovoljnim penzijskom fondovima i penzijskim planovima

U Nacrtu zakona o dobrovoljnim penzijskim fondovima i penzijskim planovima, dobrovoljni penzijski fondovi su definisani kao „institucija kolektivnog investiranja u okviru koje se prikuplja i ulaže penzijski doprinos u različite vrste imovine radi ostvarenja prihoda i smanjenja rizika ulaganja”.

Javnost, dobrovoljnost, raspodela rizika ulaganja i ravnopravnost članova su osnovna načela na kojima se zasniva rad dobrovoljnih penzijskih fondova.

Njima upravlja društvo za upravljanje (zatvorena akcionarska društva) koje može upravljati sa više penzijskih fondova, a novčani deo akcijskog kapitala prilikom osnivanja iznosi najmanje jedan milion evra u dinarskoj protivvrednosti. Preduzeće mora da ima jednog portfolio menadžera i ovlašćenog internog revizora, a dozvolu za rad dobija od Narodne banke Srbije, koja vrši i kontrolu i nadzor pod poslovanjem društava. Dozvola za rad društva za upravljanje i dozvola za upravljanje fondom koje se posebno traži od NBS kao i za upravljanje za svaki fond zasebno, ukoliko se želi da upravlja sa više fondova.

Nacrtom zakona je utvrđena naknada za usluge društva za upravljanje:

- prilikom uplate penzijskog doprinosa, po stopi od najviše 3% od vrednosti izvršenih uplata,
- naknada za upravljanje fondom, po stopi od najviše 2% godišnje od vrednosti imovine dobrovoljnog penzijskog fonda.

Načela na kojima se zasnivaju investiciona ulaganja i investiciona politika su:

- načelo sigurnosti: u strukturi portfolija nalaze se hartije od

vrednosti izdavalaca sa visokim kreditnim rejtingom,

- načelo diversifikacije portfolija: u strukturi portfolija hartije se razlikuju po vrsti i izdavaocima, kao i drugim obeležjima,
- načelo održavanja odgovarajuće likvidnosti: u strukturi portfolija nalaze se hartije koje je moguće brzo i efikasno kupiti i prodati po relativno ujednačenoj i stabilnoj ceni.

Nacrtom zakona je jasno definisano u šta se može ulagati imovina dobrovoljnog fonda i ograničenja u pogledu procenta ulaganja u hartije od vrednosti jednog izdavaoca.

Imovina dobrovoljnog penzijskog fonda je izuzeta od stečaja ili prinudne naplate koja se odnosi na društva za upravljanje ili kastodi banku.

Jasno je definisan sadržaj prospekta dobrovoljnog penzijskog fonda, ugovor o članstvu i način vođenja individualnog računa člana fonda, kao i obaveza za upravljanje da svakodnevno obračunava neto vrednost imovine fonda koju kontroliše kastodi banka i dostavlja Narodnoj banci. Utvrđena je obaveza obaveštavanja članova fonda kao i definisana uloga kastodi banke.

Član dobrovoljnog penzijskog fonda ima pravo na povlačenje i raspolaganje akumuliranim sredstvima sa navršениh 53 godina života. Sredstva se mogu povući jednokratnom isplatom, programiranom isplatom, kupovinom anuiteta i kombinacijom ovih načina.

U slučaju vanrednih troškova lečenja ili trajne nesposobnosti za rad sredstava se mogu povući i ranije od utvrđenih rokova.

Predviđene su kaznene odredbe za društva za upravljanje i kastodi banku kao i prelazne odredbe koje su omogućile period od jedne godine društvima za osiguranje koja imaju dozvolu za obavljanje poslova dobrovoljnog penzijskog osiguranja da usklade svoje poslovanje sa ovim zakonom, ukoliko žele da se preregistruju u društva za upravljanje dobrovoljnim penzijskim fondom i formiraju penzijske fondove.

3.2. Stimulansi koje je Srbija uvela da bi podstakla razvoj dobrovoljnih penzijskih fondova

Problem finansiranja tranzicionih troškova je osnovni problem s kojim se susreću sve zemlje koje su krenule na put reformi penzijskog sistema. Ovaj problem je naročito izražen ukoliko su se opredelile za razvoj II stuba, pošto dolazi do porasta deficita u I stubu (jer uplatioci

doprinosa manje uplaćuju za tekuće doprinose) i pitanje smanjenih prihoda po osnovu poreza na dohodak ili doprinosa, ukoliko oslobađanjem od njihove uplate na iznose koji se uplaćuju u III stub žele da stimulišu razvoj trećeg stuba.

Vlada Srbije je prepoznala potrebu uvođenja određenih stimulacija koje će olakšati dobrovoljno penzijsko osiguranje i dobrovoljne penzijske fondove, tako da je:

- Zakonom o porezu na dohodak građana (*"Službeni glasnik RS"*, br. 24/01, 80/04 i 135/04), članom 14b, propisano oslobađanje plaćanja poreza na zarade na premiju dobrovoljnog dodatnog penzijskog i invalidskog osiguranja, koju poslodavac obustavlja i plaća iz zarade zaposlenog osiguranika, najviše do 3.000 dinara mesečno
- Zakonom o doprinosima za obavezno socijalno osiguranje (*"Službeni glasnik RS"*, br. 84/04 i 61/05) članom 13. propisano neplaćanje doprinosa na premije za dobrovoljno dodatno penzijsko osiguranje koju poslodavac plaća za zaposlene – osiguranike, uključene u dobrovoljno osiguranje, u skladu sa zakonom koji uređuje dobrovoljno penzijsko osiguranje do iznosa od 3.000 dinara.

3.3. Osnovne razlike dobrovoljnog penzijskog osiguranja i dobrovoljnih penzijskih fondova

U obrazloženju Nacrta zakona o dobrovoljnim penzijskim fondovima, navedene su razlike u odnosu na dobrovoljno penzijsko osiguranje:

"Sredstva članova fonda se vode na individualnim računima na kojima se akumuliraju uplaćeni doprinosi i investicioni prinosi, izraženi kao investicione jedinice, slično kao i kod računa u bankama. Kod penzijskog osiguranja sva uplaćena sredstva različitih osiguranika udružena su i nemoguće je odrediti tačan prinos od investiranja koji odgovara osiguraniku, tj. iznosu koji je uplaćivao premijama tokom određenog vremenskog perioda.

Penzijska isplata u dobrovoljnim penzijskim fondovima nije poznata na početku ulaganja jer zavisi od ranije uplaćivanih doprinosa i ostvarenog investicionog prinosa. Penzijsko osiguranje na bazi premije, matematičko–demografskim izračunavanjima uz pretpostavke o investicionim prinosima prilikom ugovaranja polise, garantuje penzijske isplate.

Prema Nacrtu zakona, imovina članova dobrovoljnog penzijskog fonda je odvojena od imovine

društva za upravljanje i vlasništvo je članova fonda srazmerno njihovim ulozima. Na ovaj način je imovina članova fonda zaštićena od eventualnih finansijskih i poslovnih problema društva za upravljanje. Kod društva za penzijsko osiguranje obaveza razdvajanja ne postoji već su uplaćene premije vlasništva društva, pa bi eventualni finansijsko-poslovni neuspesi društva direktno pogodili osiguranje“.

Podsticanje razvoja III stuba – dobrovoljnog penzijskog osiguranja na striktnim osnovama koje će obezbediti maksimalnu održivost vrednosti uplaćenih sredstava, tj. najmanje rizika, treba da dovede i do razvoja tržišta kapitala, pospešivanja razvoja i podizanja nivoa zaposlenosti.

ZAKLJUČAK

Prema regionalnim standardima, položaj sistema obaveznog penzijskog osiguranja u Srbiji, koji čini 1/3 konsolidovane javne potrošnje i izdaci za penzije kao deo DBP-a, su visoki.

Kašnjenje u isplati penzija, visoki budžetski transferi, kao i najaktuelnije demografske promene, odnosno pogoršanje odnosa broja zaposlenih i broja penzionera,

pokazuju da je reforma penzionog sistema neophodna, kako bi se unapredila finansijska pozicija i srednjoročna održivost penzijskih fondova.

Osnove penzijske reforme sastoje se u unapređenju regulative koja će, postupnim pomeranjem starosne granice i promenom načina i dinamike usklađivanja penzija, omogućiti smanjenje deficita penzijskih fondova u kratkom vremenskom periodu. Mere unapređenja evidentiranja (jedinstveni registar doprinosa na individualnoj osnovi), kontrole, pojednostavljenja plaćanja doprinosa će dovesti do podizanja prihoda penzijskih fondova. Podsticanje razvoja dodatnog dobrovoljnog penzijskog sistema treba da omogući dugoročnu održivost sistema. Jedna od najvažnijih pretpostavki za uspeh reforme penzijskog osiguranja u Srbiji je približavanje njenih cilljeva građanima kroz adekvatno objašnjavaње i popularizaciju koje bi dovele do široke društvene podrške daljim ekonomskim reformama.

LITERATURA

1. Robert Holzman, Richard Hinz: *Old Age Income Support in the 21-st Century: An International*

- Perspective on Pension Systems and Reform*, World Bank, 2005.
2. *Pension Reform in Europe: Process and Progress*, The International Bank for Reconstruction and Development, World Bank, 2003.
 3. „Facing the Future: The importance of Pension Reform to New Generations“, *Spectrum*, World Bank, Spring, 2000.
 4. „Pension Reforms: Security through diversity“, *Spectrum*, World Bank, Summer, 2004.
 5. *Memorandum o budžetu i ekonomskoj i fiskalnoj politici za 2006. godinu, sa projekcijama za 2007. i 2008. godinu*, Ministarstvo finansija Republike Srbije, Beograd, oktobar 2005. godine.
 6. *Penzijska reforma u Srbiji*, Projekt Američke agencije za međunarodni razvoj (USAID) za makroekonomske reforme i reformu Narodne banke, Beograd, oktobar 2004.
 7. *Projekat investicije u administraciju penzijskog sistema*, Svetska banka, 2005.
 8. „Zakon o penzijskom i invalidskom osiguranju“, *Službeni glasnik Republike Srbije*, br. 34/2003.
 9. „Zakon o izmenama i dopunama zakona o penzijskom i invalidskom osiguranju“, *Službeni glasnik Republike Srbije*, br. 34/2003, 64/2004, 84/2004, 85/2005.
 10. „Zakon o dobrovoljnim penzijskim fondovima i penzijskim planovima“, *Službeni glasnik Republike Srbije*, br. 85/2005.
 11. „Zakon o javnom dugu Republike Srbije po osnovu preuzimanja obaveza Republičkog fonda za penzijsko i invalidsko osiguranje zaposlenih, nastalih na osnovu neisplaćenih penzija i novčanih naknada“, *Službeni glasnik Republike Srbije*, br. 85/2005.
 12. „Zakon o javnom dugu Republike Srbije po osnovu preuzimanja obaveza Republičkog fonda za penzijsko i invalidsko osiguranje poljoprivrednika nastalih po osnovu neisplaćenih penzija i novčanih naknada“, *Službeni glasnik Republike Srbije*, br. 85/2005.

Rad primljen: 12.04. 2005.

UDC: 339.727.2

JEL: F33

Stručni član

MEĐUNARODNO ULAGANJE KAPITALA

INTERNATIONAL CAPITAL INVESTMENT

Miodrag ARSIĆ

Samostalni konsultant, Beograd

Rezime

U članku se generalno ukazuje na ciljeve koje strani investitori žele da ostvare od međunarodnog ulaganja kapitala kao i na značaj koji ovo ulaganje ima za zemlje u razvoju i zemlje u tranziciji. Posebno se prikazuju najvažniji faktori koji stimulatивно, odnosno destimulatивно deluju na međunarodno investiranje i zbog toga bitno utiču na donošenje odluke o plasiranju kapitala u određenu zemlju i u konkretan projekt. Takođe se ukazuje i na oblike stranog ulaganja: direktne i portfolio investicije i zajedničko ulaganje kapitala

Ključne reči: MEĐUNARODNO ULAGANJE KAPITALA; MEĐUNARODNO INVESTIRANJE; DIREKTNE INVESTICIJE; PORTFOLIO INVESTICIJE; ZAJEDNIČKO ULAGANJE KAPITALA.

Summary

The article broadly identifies the objectives which foreign investors want to accomplish through international capital investment. It also stresses the significance of these investments for developing countries and transition economies. Special attention is paid to the analysis of main incentives and disincentives to foreign investors as they decide to invest in a specific project in a particular country. Additionally, the article provides an overview of different types of foreign investments, such as foreign direct investment, portfolio investment and joint ventures.

Key words: FOREIGN INVESTMENT; INTERNATIONAL INVESTMENT; FOREIGN DIRECT INVESTMENT; PORTFOLIO INVESTMENT; JOINT VENTURES.

UVOD

U uslovima globalizacije i liberalizacije međunarodnih ekonomskih odnosa kapital je izuzetno mobilan u cilju najefikasnije alokacije i ostvarivanja najveće dobiti. Zbog toga je pravac kretanja kapitala određen razlikom između zemalja u stopi prinosa od uloženog kapitala, jer su međunarodni investitori zainteresovani da ostvare profitnu stopu koja je veća od stope u sopstvenoj zemlji i od kamate na kredite bar za visinu potencijalnog rizika.

Međunarodno kretanje kapitala ima značajnu ulogu u ekonomskom razvoju zemalja. Pri tome je teško izdvojiti zemlje koje imaju status samo izvoznice ili uvoznice kapitala, jer svaka zemlja, zavisno od specifičnosti svoje privrede i ekonomskog razvoja, ima odgovarajući status koji je podložan promenama. Međutim, opšta je karakteristika da se kapital iz razvijenih zemalja kreće u zemlje u razvoju i u tranziciji kojima nedostaju investiciona sredstva potrebna za ubrzani razvoj. Pored toga, u ovim zemljama je po pravilu, cena kapitala viša, a cena rada i drugih proizvodnih

faktora niža, što omogućuje profitabilno investiranje. Zbog toga se sve više povećava investiranje u zemlje u razvoju i u tranziciji u odnosu na ukupno međunarodno ulaganje kapitala.

Međunarodno investiranje se obavlja transakcijama putem kojih rezidenti zemlje izvoznice kapitala investiraju u rezidente (preduzeća) zemlje uvoznice kapitala. Ovo investiranje je posebno značajno iz sledećih razloga:

- omogućuje slobodno kretanje kapitala između zemalja i povezuje njihove privrede;
- doprinosi efikasnoj alokaciji kapitala i omogućuje globalan privredni rast i razvoj;
- omogućuje ujednačeniji regionalan razvoj i otklanjanje razlika u stepenu tog razvoja;
- pospešuje transfer kapitala i tehnologije, naročito u zemlje u razvoju i u tranziciji;
- doprinosi povećanju zaposlenosti;
- omogućuje brži ekonomski razvoj i porast bogatstva kako zemlje izvoznice, tako i zemlje uvoznice kapitala.

**1. ZNAČAJ I CILJEVI
INVESTIRANJA STRANOG
KAPITALA ZA
ZEMLJE U RAZVOJU
I U TRANZICIJI**

Zemlje u razvoju i u tranziciji imaju potrebu ubrzanog ekonomskog razvoja koji zahteva stabilizaciju i strukturne promene privrede, odnosno transformaciju privrede u skladu sa principima tržišne ekonomije. Realizacija ove potrebe postavlja pred ekonomsku politiku svake zemlje brojne zahteve koji se ne mogu uspešno ostvariti bez dodatnog finansiranja, odnosno bez ulaganja stranog kapitala.

Zbog toga je za zemlje u razvoju i u tranziciji od izuzetnog značaja investiranje stranog kapitala, jer im obezbeđuje realizaciju sledećih najvažnijih ciljeva:

- priliv stranog kapitala koji je bitan uslov i generator ekonomskog razvoja. Ovaj priliv omogućuje da se kompenzira razlika između domaće akumulacije i sredstava potrebnih za investiranje. Pored toga, izbegava se zaduživanje putem kredita i obaveza njihove otplate uz plaćanje kamate, jer obaveze

po osnovu investiranog kapitala zavise od ostvarene dobiti:

- ubrzanu privatizaciju, odnosno smanjivanje javnog (državnog) sektora i stimuliranje razvoja privatnog sektora. S obzirom na nedovoljna domaća sredstva, privatizacija se mora osloniti na značajno učešće stranih investitora;
- strukturne promene privrede koje stimuliraju privredni rast i razvoj;
- transfer moderne tehnologije i primenu efikasnijih metoda rukovođenja i organizacije poslovanja u oblasti proizvodnje i prodaje;
- prodor na strana tržišta i ekspanziju izvoza zbog povećane konkurentnosti privrede, kao i povećanje deviznih prihoda što doprinosi poboljšanju deviznog i platnog bilansa zemlje. Ovo je značajno jer se omogućuje servisiranje stranih zajmova i finansiranje razvojnih programa;
- racionalno i povećano korišćenje proizvodnih kapaciteta zbog povećanog obima

FINANSIJE

- | | |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none">– prodaje proizvoda i vršenje usluga na domaćem i stranom tržištu;– smanjenje troškova poslovanja i njihovu efikasnu kontrolu, jer je strani investitor zainteresovan za ostvarenje što veće dobiti;– veću efikasnost upotrebe domaćeg kapitala, jer strani investitor vrši selekciju privrednih delatnosti (osnivanje i razvoj malih i srednjih preduzeća) u koje će uložiti kapital;– korišćenje prednosti povećanog obima proizvodnje, jer proizvodnja multinacionalnih kompanija u zemlji investiranja ima tretman domaće proizvodnje što utiče na povećanje društvenog proizvoda te zemlje;– ubrzani razvoj određenih regiona što otklanja razlike i doprinosi opštem i ravnomernijem razvoju zemlje u koju se investira;– poboljšanje kvaliteta i dizajna proizvoda, kao i povećanje obima domaćeg tržišta i njegove snabdevenosti; | <ul style="list-style-type: none">– obimnije i efikasnije korišćenje domaćih energetskih i sirovinskih resursa;– povećano zapošljavanje radne snage i usavršavanje rukovodećih i drugih stručnih kadrova koji stiču znanja o savremenom i efikasnom poslovanju. <p>Međutim, pored navedenih prednosti, ulaganje stranog kapitala može da ima i štetne posledice za zemlju uvoznicu kapitala, jer se vrši u skladu sa potrebama i interesima stranih investitora, koji za primarni cilj imaju zaštitu investiranog kapitala i ostvarenje što veće dobiti. Ovakav pristup stranih investitora može za zemlju uvoznicu kapitala da ima sledeće štetne posledice:</p> <ul style="list-style-type: none">– neefikasnu alokaciju kapitala, odnosno investiranje stranog kapitala u privredne oblasti koje nisu od prioritarnog značaja za razvoj zemlje uvoznice kapitala. Ovo dovodi do neadekvatnog razvoja privrede i do distorzije privredne strukture;– iscrpljivanje domaćih privrednih resursa;– kupovinu preduzeća u cilju osvajanja tržišta, a ne radi razvijanja domaće proizvodnje; |
|--|---|

- odlivanje nacionalnog dohodka usled transfera dobiti u inostranstvo (dividendi i kamata);
- tehnološku zavisnost od inostranstva;
- koncentraciju proizvodnje, iskorišćavanja prirodnih resursa i kontrole u rukama stranih investitora koja im omogućuje da vrše pritisak i zahtevaju nerealne i neopravdane pogodnosti. Ovo ugrožava vitalne interese zemlje uvoznice kapitala i njen ekonomski i politički suverenitet;
- prikrivene kreditne odnose u kojima strani investitori prebacuju rizik investiranja na domaće partnere;
- primenu tehnologije koja je ekološki štetna (posebno u energetici i rudarstvu), jer strani investitor nastoji da ovu tehnologiju preseli iz sopstvene zemlje u zemlju investiranja.

S obzirom na izloženo, potrebno je da se obezbedi selekcija stranih investitora putem provere njihovog boniteta. Posebno je važno da se

onemogući i spekulativno investiranje koje karakteriše sumnjivo poreklo (pranje novca) i značajno ulaganje i izvlačenje kapitala u kratkom periodu vremena. Ovakvo investiranje zemlji uvoznici kapitala stvara značajne probleme u vođenju stabilne ekonomske politike.

2. CILJEVI STRANIH INVESTITORA

Strani investitori žele da ulaganjem kapitala u inostranstvu realizuju sledeće najvažnije ciljeve:

Profitabilno (efikasno) investiranje

Kada ne postoji mogućnost za profitabilno investiranje u sopstvenoj zemlji (povećana proizvodnja usled ulaganja kapitala dovela bi do pada cena proizvoda i dobiti), tada se kapital investira u inostranstvu, posebno u zemlje u razvoju i u tranziciji, u kojima je moguće takvo investiranje i ostvarivanje veće dobiti. Pri tome se, po pravilu, investira u zemlje sa visokom stopom ekonomskog razvoja, značajnim tržišnim potencijalom, jeftinom i kvalifikovanom radnom snagom i visokom cenom

kapitala usled nedovoljne domaće akumulacije.

Prodaja tehnologije i opreme

Investiranje stranog kapitala povezano je sa plasmanom kapitalne opreme i savremene tehnologije i tehnoloških znanja (patenti, licence) kao i rezervnih delova, poluproizvoda i specifičnih sirovina.

Osvajanje novih tržišta

Proširenje proizvodnje stranog investitora, kako po obimu tako i po vrstama novih proizvoda, stalno zahteva da se, pored očuvanja već stečenih pozicija na stranim tržištima, vrši i osvajanje novih tržišta. Pored toga, investiranje kapitala omogućuje ulazak na tržišta zemalja koja su zaštićena carinskim i spoljnotrgovinskim mehanizmima, tako što se neposredno organizuje proizvodnja u ovim zemljama. Strani investitori na ovaj način dobijaju status domaćih preduzeća koja imaju neposredan pristup lokalnom tržištu i korišćenje drugih pogodnosti koje imaju ova preduzeća. Uz to se proizvodi iz proizvodnje u ovim zemljama mogu izvoziti u druge zemlje.

Jeftinija proizvodnja

Strani investitor je zainteresovan da kapital ulaže u proizvodnju u stranoj zemlji ako su proizvodni troškovi po jedinici proizvoda u toj zemlji niži od troškova proizvodnje u zemlji rezidentnosti investitora. Na ovaj način, strani investitor koristi prednosti jeftine radne snage, nižih troškova transporta, sirovina i energije, kao i povoljne infrastrukture. Pored toga, ovaj investitor ima komparativnu prednost u odnosu na domaća preduzeća, jer primenjuje modernu tehnologiju i efikasniju organizaciju proizvodnje i prodaje. Ova prednost mu omogućuje da ostvari veću dobit od domaćih preduzeća, koja mu kompenzira troškove investiranja i rizik poslovanja u stranoj zemlji. Osim toga, strani investitor vrši međunarodnu diversifikaciju proizvodnje i time smanjuje rizik od investiranja.

Premeštanje proizvodnje koja koristi opasnu tehnologiju van granica zemlje

Proizvodnja uz korišćenje opasne ili prljave tehnologije, koja zagađuje životnu sredinu, izaziva otpor i povećava troškove i zbog toga investitori takvu proizvodnju

premeštaju u zemlje u razvoju i u tranziciji.

*Korišćenje prednosti
poreskih i drugih podsticaja*

Zemlje u razvoju i u tranziciji, u cilju privlačenja kapitala, obezbeđuju stranim investitorima mnogobrojne mere poreskih i drugih podsticaja. Strani investitori imaju za cilj da maksimalno iskoriste ove podsticaje u kombinaciji sa slobodnim transferom ostvarene dobiti.

Pored korišćenja navedenih podsticaja, strani investitori mogu, u određenim slučajevima, da imaju za cilj i ostvarivanje ili jačanje političkog uticaja na zemlju u koju investiraju.

Navedeni ciljevi stranih investitora su, po pravilu, u skladu sa interesima zemlje rezidentnosti ovih investitora. Međutim, ovi ciljevi mogu za zemlju uvoznicu kapitala biti korisni, ali i štetni što zavisi od okolnosti svake konkretne strane investicije kao i od prioriternih interesa i ciljeva ove zemlje.

3. FAKTORI MEĐUNARODNOG INVESTIRANJA

Brojni su faktori koji deluju stimulatивно, odnosno destimulatивно na međunarodno investiranje i zbog toga bitno utiču na donošenje odluke o ulaganju kapitala u određenu zemlju i u konkretan investicioni projekat. Svi ovi faktori čine investicionu klimu određene zemlje, koja može biti povoljna ili nepovoljna za ulaganja stranog kapitala. Povoljna investiciona klima ima za cilj da, pored profitabilnosti, obezbedi i sve druge faktore koji stimulatивно deluju na međunarodne investitore. Stvaranje takve klime je značajno za sve zemlje uvoznice kapitala i ima posebnu važnost za zemlje u razvoju i u tranziciji, koje bi trebalo da imaju ambijent koji je izuzetno atraktivan za potencijalne strane investitore. Pri tome je potrebno imati u vidu da faktori koji utiču na privlačenje stranih investitora istovremeno utiču i na

zadržavanje kapitala domaćih rezidenata u okviru zemlje, odnosno na destimuliranje investiranja ili bekstvo kapitala u inostranstvo. Ovo se događa zbog toga što domaći rezidenti, kao investitori, reaguju na isti način kao i strani investitori.

Strani investitori pri odlučivanju o ulaganju kapitala, uzimaju u obzir, pored poreskog i ostale faktore koji bi trebalo da budu komplementarni sa ovim faktorom i da deluju stimulatивно na visinu ostvarene dobiti. Među ovim faktorima se, po svom značaju, posebno ističu:

- politička situacija i stabilnost zemlje uvoznice kapitala, odnosno zemlje u razvoju i u tranziciji;
- ekonomski sistem i politika;
- pravni sistem i institucionalni okviri za ulaganje i zaštitu stranog kapitala;
- poreski sistem i politika.

Zemlja uvoznica kapitala, pri kreiranju povoljne investicione

klime, mora da vodi računa i o stavu koji zemlja izvoznica kapitala ima prema njenim rezidentima koji kapital ulažu u inostranstvu.

Politička situacija i stabilnost zemlje uvoznice kapitala

Izuzetno je važno da zemlja uvoznica kapitala ima stabilan društveni i politički sistem koji umanjuje ili isključuje rizik, jer je on odlučujući faktor kod donošenja odluke o investiranju i kod procene očekivane dobiti od uloženog kapitala. Veći rizik podrazumeva veću dobit kao adekvatne kompenzacije za prihvatanje opasnosti ulaganja kapitala, posebno u inostranstvu. Dobit od investiranja u zemlje u razvoju i u tranziciji bi trebalo, zbog većeg rizika, da bude veća od dobiti od ulaganja kapitala u sopstvenoj zemlji ili u razvijene zemlje.

Rizik obuhvata politički i svaki drugi rizik i teškoće u vezi sa investiranjem i poslovanjem kako u zemlji, tako i u inostranstvu.

FINANSIJE

Strani investitori su zbog političkog rizika destimulirani za ulaganje kapitala, jer politička situacija zemlje u koju ulažu kapital ima za posledicu nesigurnost i gubitak.

Intenzitet političkog rizika posebno određuju sledeći činioci:

- stepen nacionalnog, političkog i društvenog jedinstva;
- opasnost od rata, embarga (sankcija), državnog udara, revolucije, političkih i socijalnih nemira (štrajkova);
- mogućnosti i sposobnost vlade i njene administracije;
- opasnost od naglih i radikalnih promena opšte i posebno ekonomske politike zemlje koje mogu dovesti do velikih privrednih poremećaja. Za strane investitore je izuzetno značajno da zemlja konzistentno primenjuje politiku u vezi sa tretmanom ulaganja kapitala i da striktno poštuje preuzete obaveze;

- obim sistemske korupcije i kriminala;
- status i stepen samostalnosti pravosudnog sistema.

S obzirom na izloženo, potrebno je da zemlje uvoznice kapitala, posebno zemlje u razvoju i u tranziciji, vode računa o tome da zemlje visokog rizika nisu privlačne za međunarodne investitore.

Ekonomski sistem i politika

Ekonomski sistem i politika su značajni za strane investitore, jer im omogućuju da realno sagledaju sadašnje i buduće izgleda za razvoj ili stagnaciju privrede određene zemlje, kao i mogućnosti i uslove za ulaganje kapitala. Tako, na primer, ako je devizni kurs precenjen strani investitori mogu očekivati devaluaciju i ograničenja u uvozu i izvozu robe. Isto tako, visok deficit u sektoru javne potrošnje dovodi do inflacije, povećanja poreza i makroekonomske nestabilnosti. Restriktivna finansijska politika ima za posledicu negativne realne kamatne stope, koja destimulativno utiču na domaću štednju i na strane

investicije. U navedenim slučajevima, strani investitori neće ulagati kapital ili će nastojati da već uloženi kapital povuku kako bi zaštitili svoje interese.

Suprotno tome, stabilna i konzistentna ekonomska politika razvoja zemlje i njena dosledna realizacija, kao i realan program finansiranja javne potrošnje stvaraju povoljnu investicionu klimu, odnosno smanjuju rizik investiranja.

Zbog toga, zemlje uvoznice kapitala generalno, a posebno zemlje u razvoju i u tranziciji, moraju svoj ekonomski razvoj da zasnivaju na transformaciji, privatizaciji i strukturnom prilagođavanju privrede kako bi poslovala u skladu sa principima tržišne ekonomije. Ove zemlje bi trebalo da imaju program dugoročnog i stabilnog ekonomskog i tehnološkog razvoja kao i sve potrebne ekonomske, pravne i institucionalne instrumente i okvire za njegovu efikasnu i doslednu realizaciju. Zemlje koje ispunjavaju navedene uslove imaju investicionu klimu koja je stimulatívna za ula-

ganje stranog kapitala, jer obezbeđuju:

- adekvatnu (visoku) dobit od investiranog kapitala i proizvodne i poslovne mogućnosti koje domaća preduzeća nude stranom investitoru;
- stabilnu monetarnu politiku, odsustvo inflacije ili nisku inflaciju i likvidnost privrede;
- stabilan devizni kurs koji demotiviše konvertovanje domaće monete i beg kapitala u inostranstvo;
- stepen zaduženosti i kreditnu sposobnost koji ispunjavaju uslove da zemlja dobija kredite od međunarodnih finansijskih institucija;
- povoljan spoljnotrgovinski sistem i carinski režim (ukidanje ili sniženje carina, ukidanje uvoznih i izvoznih dozvola, kvota i drugih ograničenja);

FINANSIJE

- efikasan bankarski sistem (solidne poslovne banke), razvijena finansijska tržišta (berze, lokalno tržište kapitala), kao i poštovanje finansijske discipline (neizvršavanje obaveza sankcionirane se brzo i efikasno u skladu sa zakonom);
 - tržište sa perspektivom razvoja zbog porasta standarda i kupovne mogućnosti stanovništva;
 - razvijenu infrastrukturu i visok nivo javnih usluga (saobraćaj, telekomunikacije, obezbeđenje informacija i konsaltinga);
 - povoljan geografski položaj i dobre međunarodne saobraćajne veze;
 - redovno snabdevanje energijom i sirovinama;
 - potreban nivo razvoja preduzeća koji omogućuje efikasan i brz transfer moderne tehnologije i tehnoloških postupaka;
 - prihvatanje međunarodnih standarda u proizvodnji i kontroli kvaliteta proizvoda i usluga;
 - odgovarajući poslovni prostor uz umerenu visinu zakupnina;
 - kvalifikovanu i jeftinu radnu snagu;
 - jednostavan i brz postupak odobravanja i registrovanja ulaganja stranog kapitala, kao i mogućnost kontakta sa nadležnim organima bez komplikacija i formalizma;
 - ekonomske podsticaje osnivanjem slobodnih (bescarinskih) zona i industrijskih zona.
- Povoljnu investicionu klimu zemlje posebno čine adekvatan pravni i poreski sistem.

Pravni sistem i institucionalni okviri za ulaganje i zaštitu stranog kapitala

Strani investitori su zainteresovani da zemlja uvoznica kapitala ima adekvatan i stabilan pravni sistem kojim se propisuju povoljni institucionalni okviri za ulaganje stranog kapitala. Zemlje u razvoju i u tranziciji, po pravilu, ove okvire obezbeđuju donošenjem posebnog zakona o stranim ulaganjima koji

određuje uslove povoljne za strane investitore u odnosu na domaće. Navedene zemlje tim zakonom, pored ostalog, regulišu:

- oblike ulaganja i privredne oblasti u kojima su moguća ulaganja;
- sigurnost i zaštitu investiranog kapitala;
- repatrijaciju uloženog kapitala i transfer ostvarene dobiti u konvertabilnim valutama;
- zaštitu imovine i imovinskih prava;
- učešće u odlučivanju i upravljanju;
- minimalno i maksimalno učešće stranog kapitala;
- vreme trajanja ulaganja;
- podsticaje koji se odobravaju stranim investitorima.

Posebno je značajno da se pravnim sistemom obezbedi zaštita stranog investitora od političkog rizika, odnosno od nacionalizacije ili eksproprijacije stranog kapitala i imovine. U vezi s tim, neke zemlje donose propise o nacionalizaciji i eksproprijaciji uz naknadu, dok druge zemlje svojim propisima daju garan-

cije protiv primene takvih mera.

Mnoge zemlje uvoznice kapitala stvaranju povoljne investicione klime doprinose i pristupanjem multilateralnim ugovorima o garancijama za privatne međunarodne investicije (Konvencija o rešavanju investicionih sporova, Konvencija o osnivanju Agencije za garantovanje multilateralnih investiranja) ili zaključenjem bilateralnih ugovora sa istim ciljem.

Propisi koji regulišu ulaganje stranog kapitala trebalo bi:

- da nisu brojni i da su lako dostupni stranim investitorima;
- da su razumljivi i da uspostavljaju jasna pravila ponašanja;
- da su kompatibilni sa propisima drugih zemalja i da uvažavaju međunarodne standarde i pravila;
- da izbegavaju, što je više moguće, primenu pravnih instituta koji su specifični samo za pravni sistem određene zemlje i da maksimalno omogućuju autonomiju volje stranaka;
- da nisu podložni čestim i

značajnim promenama, jer strani investitor očekuje da se uslovi pod kojima je investirao neće kasnije promeniti, jer to dovodi do neizvesnosti i nesigurnosti;

- da se konzistentno tumače i primenjuju;
- da obezbede poštovanje ugovora i efikasan mehanizam za rešavanje sporova;
- da omoguće blagovremeno informisanje o promenama u režimu stranog ulaganja.

S obzirom na izloženo, očigledno je da je pravni sistem faktor koji bitno utiče na stimuliranje stranog investiranja. Međutim, ovaj faktor može i destimulativno da deluje na ulaganje stranog kapitala kada:

- propisuje zabranu investiranja u određene sektore privrede;
- određuje dugotrajne i komplikovane postupke odobravanja, registrovanja i kontrole stranih investitora;
- ograničava i otežava raspolaganje deviznim sredstvima i

transfer ostvarene dobiti u konvertibilnim valutama;

- zabranjuje većinsko učešće stranog kapitala u investicionim projektima.

Zbog navedenih i drugih zakonskih ograničenja, koja destimulativno deluju na strane investitore, trebalo bi da zemlje u razvoju i u tranziciji izvrše liberalizaciju svojih zakona. U vezi s tim, posebno se ukazuje da ove zemlje ne bi trebalo da donose poseban zakon o ulaganju stranog kapitala kojim se za strane investitore predviđaju posebne pogodnosti (carinske, poreske). Oni bi trebalo da investiraju pod istim uslovima kao i domaći investitori, s tim što im se mora garantovati transfer ostvarene dobiti. Pri tome bi trebalo imati u vidu da za strane investitore nije bitno donošenje posebnog zakona, već da postoje stabilni uslovi investiranja i poslovanja, uz poštovanje prava i obaveza u skladu sa međunarodnim standardima.

Poreski sistem i politika

Poreski sistem je faktor koji, sa ostalim faktorima, bitno utiče na međunarodno investiranje i zbog

toga se obavezno uzima u obzir pri donošenju odluke o ulaganju kapitala u određenu zemlju. Zbog ovakvog dejstva, poreski sistem utiče na ostale faktore (potencira ili poništava njihovo dejstvo) i ima značajno stimulatívno ili destimulatívno dejstvo na ulaganje stranog kapitala. Pri tome, posebno važnu ulogu imaju poreski podsticaji koje zemlje uvoznice kapitala, posebno zemlje u razvoju i u tranziciji, odobravaju stranim investitorima u cilju njihovog privlačenja. Ovo je od izuzetnog značaja kada ostali faktori investicione klime nisu povoljni, jer primena ovih podsticaja obezbeđuje stranim investitorima kompenzaciju za rizik investiranja.

S obzirom na izloženo, potrebno je da zemlje uvoznice kapitala imaju stabilan i jednostavan poreski sistem sa umerenim poreskim stopama i podsticajima koji su usmereni na realizaciju ciljeva određenih makroekonomskim politikom. Potrebno je, takođe, da ove zemlje usvajaju međunarodne računovodstvene standarde, koji omogućavaju stranim investitorima da realno procene rezultat investi-

ranja, odnosno efekat oporezivanja na ostvarenu dobit.

Primenu poreskog sistema trebalo bi da vrši poreska administracija, koja ima savremenu opremu i kvalifikovane kadrove. Ova administracija bi trebalo da primenjuje poresko zakonodavstvo, bez diskrecionih ovlašćenja i uz poštovanje prava poreskih obveznika, odnosno stranih investitora.

Posebno se ukazuje na značaj koji za stimulisavanje stranog investiranja imaju bilateralni ugovori o izbegavanju dvostrukog oporezivanja, koji se zaključuju između zemalja uvoznica i zemalja izvoznica kapitala.

4. OBLICI MEĐUNARODNOG KRETANJA KAPITALA

Osnovni vidovi međunarodnog kretanja kapitala su:

- strane investicije;
- zajmovi međunarodnih finansijskih institucija (MMF, Svetska banka itd.);
- zajmovi međunarodnih komercijalnih banaka.

Strane investicije imaju sledeće oblike:

- direktne investicije;
- portfolio investicije;
- zajednička ulaganja kapitala.

Strane direktne investicije

Međunarodni monetarni fond i OECD usvajaju definiciju, prema kojoj strane direktne investicije označavaju ulaganja kapitala od strane investitora, rezidenta jedne zemlje u rezidenta (preduzeće) druge zemlje, kojim se uspostavlja dugoročna saradnja radi ostvarivanja zajedničke koristi. Pri tome, strani investitor ima kontrolu, odnosno odlučujući uticaj na upravljanje preduzećem u koje je uložio kapital.

Kontrola označava samostalno odlučivanje ili učešće u odlučivanju o proizvodnom procesu, prodaji proizvoda, raspodeli dohotka, kao i donošenje značajnih poslovnih odluka (biranje menadžmenta, i personala, istraživanje i razvoj novih proizvoda itd.).

Investiranje kapitala u iznosu koji obezbeđuje 51 odsto učešća u vlasništvu preduzeća omogućuje stranom investitoru potpunu kontrolu nad preduzećem. Međutim, u

slučaju akcionarskog društva sa velikim brojem malih akcionara dovoljan je i manji procenat učešća u kapitalu (po pravilu 10 odsto) da bi se ostvarila takva kontrola. Ostvarivanje kontrole je značajno zbog mogućnosti odlučujućeg uticaja na poslovanje preduzeća i na smanjenje rizika, jer su strane direktne investicije najrizičniji oblik investiranja kapitala.

Strane direktne investicije, u odnosu na druge vidove međunarodnog kretanja kapitala, imaju za investitora osnovnu prednost koja se sastoji u ostvarivanju odgovarajuće dobiti koja odgovara većem riziku i kompenzira troškove investiranja i poslovanja u inostranstvu. Pored toga, ove investicije obezbeđuju stranom investitoru: plasman proizvoda, ekspanziju na tržište zemlje uvoznice kapitala, izvoz tehnologije, menadžerskih znanja i iskustva, povoljno korišćenje stranih resursa (sirovine, energija, radna snaga), kao i uštede na proizvodnim i transportnim troškovima.

Navedene prednosti omogućuju da se strane direktne investicije profitabilno realizuju, odnosno da se obezbedi reprodukcija uloženog kapitala i odgovarajuća dobit, koja je veća od dobiti koja bi se ostvarila

od ulaganja kapitala u sopstvenu privredu ili u privredu neke druge zemlje. Investitor se, dakle, odlučuje da investira u strano preduzeće ako su troškovi proizvodnje u tom preduzeću niži od troškova proizvodnje u preduzeću zemlje rezidentnosti i od troškova transporta i prodaje proizvoda na tržištu zemlje u kojoj se strano preduzeće nalazi. Pri tome mu savremena oprema i tehnologija, menadžerska i marketinška znanja omogućuju da kompenzira prednosti domaćih preduzeća u poznavanju lokalnih uslova poslovanja i povećane troškove organizovanja i upravljanja poslovanjem iz inostranstva.

Strane direktne investicije i njihova ekspanzija su karakteristika savremenih međunarodnih ekonomskih odnosa, jer su privrede razvijenih zemalja postale neadekvatan i nedovoljan okvir za profitabilno investiranje kapitala. One doprinose svetskom ekonomskom razvoju, jer se koncentrišu u dinamične i tehnološki najrazvijenije sektore proizvodnje.

Strane direktne investicije se posebno usmeravaju u zemlje u razvoju i u tranziciji sa tržišno orijentisanim privredama, jer su u njima završeni ili su u pri kraju procesi privatizacije i transformacije.

Ove zemlje su, pored toga, privlačne za strane investitore, jer imaju tržište sa relativno visokom kupovnom snagom, povoljnu infrastrukturu, jeftinu i kvalifikovanu radnu snagu i izdašne prirodne resurse.

Zemlje u razvoju i u tranziciji bi trebalo da svoj razvoj zasnivaju na stranim direktnim investicijama, a ne na zaduživanju na međunarodnom tržištu kapitala, jer ih one ne opterećuju vraćanjem pozajmljenog kapitala i plaćanjem fiksnih kamata. U vezi s tim, ukazuje se da ove zemlje preduzimaju mere liberalizacije režima ulaganja stranog kapitala, ukidanjem restriktivnih mera, kako bi postale atraktivne za međunarodne investitore. Zbog toga je direktno investiranje kapitala u određenu zemlju izraz poverenja stranih investitora u ekonomski razvoj te zemlje i u prednosti njenog makroekonomskog ambijenta.

Strane portfolio investicije

Strane portfolio investicije su ulaganja kapitala u kupovinu stranih hartija od vrednosti (akcija, obveznica i investicionih sertifikata) na osnovu kojih se dobija prihod u vidu dividende, kamate ili učešća u

dobiti. Portfolio investitori teže da ostvare maksimalnu dobit i zbog toga kapital ulažu u zemlje čije hartije od vrednosti takvu dobit obezbeđuju.

Portfolio investiranje, za razliku od direktnog investiranja, investitoru ne daje pravo odlučivanja i upravljanja preduzećem čije hartije od vrednosti poseduje, jer kupovinom stiče vlasništvo do nivoa koji mu to pravo ne omogućuje (manje od 10 odsto). Zbog toga se aktivnost portfolio investitora ograničava na plasman kapitala u hartije od vrednosti i na ubiranje prihoda.

Investiranjem kapitala u više profitabilnih preduzeća, portfolio investitori obezbeđuju diversifikaciju, odnosno smanjenje rizika. Zbog toga se, po rizičnosti, portfolio investicije nalaze između zajmova (niži rizik i niži prinos od pozajmljenog kapitala) i direktnih investicija (veći rizik i veća dobit koja adekvatno kompenzira taj rizik).

Portfolio investitori su, po pravilu, institucionalni investitori, odnosno fondovi penzijskog, zdravstvenog i drugih vidova osiguranja, kao i investicioni fondovi. Ovi investitori vrše dugoročna ulaganja kapitala u hartije od vrednosti domaćih i stranih preduzeća, uz

diversifikaciju plasmana radi obezbeđenja portfolio strukture koja omogućuje optimalan odnos rizika i dobiti.

Strane portfolio investicije mogu da budu:

- **neposredne** kada investitor kupuje hartije od vrednosti direktno na finansijskom tržištu zemlje u koju ulaže;
- **posredne** kada investitor kupuje akcije domaćih institucionalnih investitora koji investiraju u inostranstvu ili kada investitor kupuje domaće hartije od vrednosti emitovane na bazi hartija od vrednosti stranih preduzeća.

Portfolio investicije realizuju se na finansijskim tržištima, preko berzanskih posrednika, i zbog toga postoji direktna komunikacija između investitora i preduzeća u koje se kapital ulaže. Za međunarodne investitore je značajno što, u uslovima savremenih efikasnih telekomunikacija, mogu brzo da povuku svoje portfolio investicije iz određene zemlje, odnosno da prodaju svoja vlasnička prava. Naglo povlačenje stranih portfolio investicija, međutim, ima za zemlju uvoznicu kapitala nepovoljnu

posledicu koja se manifestuju u odlivu kapitala i deviza, kao i u padu cena akcija na finansijskom tržištu. Zbog toga zemlje u razvoju i u tranziciji moraju da vode računa da strani portfolio investitori nemaju odlučujući uticaj na razvoj i strukturu njihovih privreda i da vrše kontrolu nad prilivom stranog kapitala.

Globalizacija svetskog tržišta kapitala dovela je do porasta značaja stranih portfolio investicija. Zbog toga je za zemlje u razvoju i u tranziciji bitno da, u cilju privlačenja ovih investicija, formiraju i razvijaju svoja finansijska tržišta kao integralnih delova svetskog tržišta kapitala. Značajno je, takođe, da ove zemlje imaju i profitabilna i izvozno orijentisana preduzeća koja su atraktivna za portfolio investitore.

Zajedničko ulaganje kapitala

Zajedničko ulaganje je poseban vid stranih direktnih investicija u kome, na osnovu ugovora, učestvuju partneri iz različitih zemalja, koji kapital ulažu sa ciljem zajedničkog rada (proizvodnje roba ili vršenje usluga) i snošenja rizika i podele ostvarene dobiti. Pri tome, partneri imaju za cilj da ostvare što veću dobit, uz što manji rizik i manje troškove poslovanja.

Zajedničko ulaganje kapitala se može formirati radi realizacije vremenski ograničenog projekta, nakon čije finalizacije dolazi do povlačenja investiranog kapitala. Međutim, zajedničko ulaganje se, po pravilu, formira za realizaciju vremenski neograničene proizvodnje i prodaje proizvoda i usluga.

Strani partner želi da, koristeći prednosti koje ima (raspoloživi kapital, tehnologiju, menadžerska i marketinška znanja i iskustvo, obimnu i efikasnu proizvodnju), kroz zajedničko ulaganje kapitala sa domaćim partnerom, ostvari sledeće najznačajnije ciljeve:

- profitabilno investiranje slobodnog kapitala koje ne može da realizuje u svojoj zemlji;
- prodaju tehnologije (patenti, licence), opreme i rezervnih delova;
- proširenje proizvodnje i ulazak na nova tržišta (ovo se posebno odnosi na ulazak na tržišta na koja se ne može ući, ili je to otežano, zbog trgovinskih ograničenja. Ova ograničenja se prevazilaze neposrednom proizvodnjom robe u zemlji koja je ograničenja zavela);
- korišćenje privredne infrastrukture i domaćih prirodnih

FINANSIJE

resursa (sirovine, repromaterial, energija) uz povoljne cene što snižava proizvodne troškove;

- upotrebu domaće jeftine i kvalifikovane radne snage;
- ostvarivanje prava na poreske i druge pogodnosti, kao i na mere zaštite proizvodnje i tržišta koje propisuje zemlja u koju se ulaže kapital;
- korišćenje znanja i iskustva lokalnog partnera u vezi sa lokalnim privrednim, pravnim i poreskim sistemom kao i sa lokalnim uslovima poslovanja.

Odluku o ulaganju kapitala u određeno preduzeće strani partner donosi na osnovu procene poslovnog rizika koji, pored ostalog, zavisi od:

- boniteta preduzeća i njegove tržišne pozicije;
- obima i diversifikacije proizvodnje i prodaje;
- finansijske strukture preduzeća (odnos sopstvenih i tuđih sredstava);
- veličine i poslovne strategije preduzeća;
- organizacionih performansi

preduzeća (sastav i stručnost rukovodećeg tima preduzeća, kao i zaposlenih radnika).

Domaći partneri u zajedničkom ulaganju kapitala žele da realizuju sledeće najznačajnije ciljeve:

- pribavljanje dopunskih izvora finansiranja koji nisu opterećeni otplatom kredita i plaćanjem fiksnih kamata;
- povećanje rentabilnosti sopstvenog kapitala;
- obezbeđenje savremene tehnologije (patenti, licence) i opreme radi veće produktivnosti;
- povećano i racionalno korišćenje kapaciteta, povećanje obima proizvodnje, kao i proširenje proizvodnog asortimana;
- pristup međunarodnom tržištu roba i usluga (izvoz) i uključivanje u međunarodnu podelu rada;
- ostvarivanje deviza za plaćanje uvoza i izvršenje deviznih obaveza;
- obuku rukovodećih kadrova i racionalno korišćenje zaposlene radne snage;

FINANSIJE

- racionalnu i efikasnu organizaciju poslovanja i upravljanja;
- saradnju stranog partnera u oblasti istraživanja novih proizvoda i razvoja;
- poboljšanje kvaliteta proizvoda i usluga i njegove kontrole u skladu sa međunarodnim standardima.

Domaći partner u zajedničkom ulaganju kapitala mora da vodi računa da strani partner ne precenjuje vrednost svog uloga u kapitalu, tehnologiji ili opremi.

Zemlje uvoznice kapitala, posebno zemlje u razvoju i u tranziciji, zainteresovane su za zajedničko ulaganje kapitala, jer obezbeđuju:

- investiranje stranog kapitala koje je za finansiranje razvoja privrede povoljnije od zaduživanja putem međunarodnih kredita;
- transfer savremene tehnologije, opreme i tehnoloških znanja (patenti, licence);

- sredstva potrebna za prestrukturiranje, modernizaciju i privatizaciju privrede;
- poboljšanje konkurentske pozicije domaćih preduzeća i njihovu orijentaciju na izvoz, uz pozitivan neto devizni efekat;
- supstituciju uvoza;
- uspostavljanje i razvijanje dugoročne saradnje domaćih preduzeća sa stranim partnerima, uz korišćenje njihovih prednosti i podelu rizika;
- profitabilno investiranje domaćeg kapitala, jer strani partner vrši selekciju zajedničkih ulaganja koja obezbeđuju takvo investiranje njegovog kapitala;
- povećano i racionalno (produktivno) zapošljavanje, kao i obuku rukovodećeg kadra i radne snage.

Posebno se ističe da se pozitivan uticaj, koji strani partneri vrše na preduzeća sa kojima imaju zajed-

ničko ulaganje, širi i na ostala preduzeća preko konkurencije i demonstracionog efekta.

Zajedničko ulaganje kapitala značajno je i zbog toga što, pored navedenih prednosti, omogućuje zemljama uvoznicama kapitala da, preko domaćeg partnera, imaju uvid u stepen korišćenja njihovih privrednih i prirodnih resursa, kao i kontrolu obima učešća stranog kapitala u realizaciji planova ekonomskog razvoja. Ovo je značajno zbog toga da bi se sprečilo da privrede navedenih zemalja ne dođu u položaj zavisnosti od stranog kapitala. Pri tome ove zemlje posebno moraju da imaju u vidu da međunarodni investitori kapital prvenstveno ulažu u sektore privrede i u preduzeća koji im omogućuju ostvarivanje visoke dobiti u kratkom roku i uz najmanji mogući rizik. Pored toga, strani investitori često uslovljavaju ulaganje kapitala prihvatanjem od domaćih partnera raznih oblika ograničenja i to najčešće zabrane izvoza proizvoda koji su rezultat proizvodnje iz zajedničkog

ulaganja. Ovi investitori, takođe, primenjuju transferne cene, koje bitno utiču na rentabilnost poslovanja zajedničkog ulaganja i mogu da dovedu domaće preduzeće do gubitka. U vezi s tim, zemlje u razvoju i u tranziciji trebalo bi da preduzmu adekvatne mere zaštite svojih interesa kao i interesa domaćih preduzeća, koja su partneri u zajedničkom ulaganju kapitala sa stranim investitorima.

LITERATURA

1. Bergsman, Xiaofang Shen: „Foreign direct intervment in developing countries – progress and problems“, *Finance and development*, December 1995.
2. Aerni Peter-George Junge: „Financing emerging markets – the role of cros-border bank loans“, *Economic and financial prospects*, Jun, 2000.
3. Claessens Stijn. „Alternative forms of external finance: A survey“, *The world bank reserch opserver*, 2002.

FINANSIJE

- | | |
|--|--|
| 4. Claessens Stijn-Sudarshan Goptu: „Can developing countries keep foreign capital flowing in?“, <i>Finance and development</i> , September 2002 | 6. OECD: „International investment and multinational Enterprises“ |
| 5. UNCTAD: „Portfolio Equity investment and new financing mechanism“ | 7. Agarwal: „Determinants of foreign direct investment“, <i>A Survey</i> |
| | 8. Bujanja –Vidas M.: <i>Metode i determinante stranih direktnih investicija</i> , Institut ekonomskih nauka, Beograd, 2003. |

Rad primljen: 9. 01. 2005.

UDC: 005.216:347.725.04

JEL: E42

Pregledni članak

EFEKTI I MODELIRANJE AKVIZICIONE STRATEGIJE SA *TOEHOLD*OM

ACQUISITION STRATEGY WITH TOEHOLD: EFFECTS AND MODELING

Prof. dr Ksenija DENČIĆ-MIHAJLOV
Ekonomski fakultet, Niš

Rezime

Cilj akvizicione strategije je zadobijanje kontrole nad ciljnim preduzećem i zadovoljenje kriterijuma pripajanja datih u akvizicionom programu. Kreiranje optimalnog prilaza ciljnom preduzeću zasnovano je na dostignućima teorije igara i teorije aukcija. Opšti stav finansijske teorije je da preduzeća-sticatelji više profitiraju od akvizicije, ukoliko imaju udeo u vlasničkom kapitalu ciljnog preduzeća i pre obelodanjivanja namere o pripajanju. U radu su najpre analizirani mogući efekti *toehold* akvizicione strategije za akcionare preduzeća-sticatelja a zatim je obrađen problem kreiranja optimalne akvizicione strategije sa *toehold*om.

Ključne reči: AKVIZICIJA, JAVNA PONUDA, OPTIMALNA STRATEGIJA, *TOEHOLD*, CENA AKCIJA, AUKCIJA.

Summary

Having identified a target enterprise, a bid strategy is realized through a range of activities aimed to achieve corporate control over target and to satisfy the acquisition criteria given in the acquisition programme. Creation of an optimal bid tactics is based in the framework of game and auction theory. Generally, according to financial theory, bidders profit if they hold a partial stake in the target before the acquisition announcement. This paper analyses the effects that acquisition strategy with toehold may have on the bidder's shareholders' wealth, and discuss a problem of creation of an optimal acquisition strategy with toehold.

Key words: ACQUISITION, TENDER OFFER, OPTIMAL STRATEGY, *TOEHOLD*, STOCK PRICE, AUCTION.

UVOD

Transfer vlasništva nad preduzećima u Republici Srbiji, tokom prethodne tri godine, je prvenstveno realizovan putem berze i na primarnom tržištu (dokapitalizacijom). Preuzimanje 25% i većeg učešća u akcijskom kapitalu javnom ponudom za otkup akcija je jedan od vidova sticanja kontrole nad preduzećem čiji intenzitet i atraktivnost naročito dolaze do izražaja tokom protekle godine.

U teorijskim i empirijskim istraživanjima akvizicionih strategija, velika pažnja data je analizi motiva i finansijskih efekata ovih strategija, a posebno taktikama "napada" na ciljno preduzeće. Mnogi autori se bave problemima optimalne strategije i taktike prilaza ciljnom preduzeću nakon obelodanjivanja javne ponude. Međutim, mali broj autora razmatra, teorijski ili empirijski, primenu strategija koje potencijalno preduzeće-kupac može da realizuje pre same objave javne ponude. Jedna od tih strategija odnosi se na kupovinu dela vlasničkog paketa akcija targeta na otvorenom tržištu (tzv. *toehold*) pre zvaničnog obelodanjivanja namere o pripajanju. Opšti stav finansijske teorije je da preduzeća-sticatelji profitiraju ukoliko poseduju određeno parcijalno učešće u vlasničkom kapitalu

ciljnog preduzeća i pre obelodanjivanja akvizicione namere. Kupac sa *toeholdom* bira agresivnu taktiku "napada" na ciljnu firmu - on se bori za vlasništvo nad paketom akcija koji mu nedostaje za osvajanje kontrole, ali će povećavanjem premije za akcije ciljne firme povećavati i vrednost inicijalnog paketa akcija targeta koje poseduje (tj. profitirati i u ulozi prodavca).

Analiza strategije pripajanja sa *toeholdom* može biti primenjena i pri donošenju akvizicionih odluka u srpskom privrednom okruženju, tj. u uslovima preuzimanja kontrolnog paketa akcija od strane drugih preduzeća sa manjinskim učešćem u vlasničkom kapitalu ciljnog preduzeća (ili od strane konzorcijuma radnika koji poseduju manjinski paket akcija u preduzeću u kome rade). U tom smislu, opravdanost posedovanja *toeholda* i optimalna strategija pripajanja sa *toeholdom*, zavisi upravo od verovatnoće pojavljivanja potencijalnog kupca-rivala u aukcijskom nadmetanju. S druge strane, samo postojanje konkurencije u toku akvizicionog nadmetanja povećava opasnost javljanja *winer's curse* problema, tj. plaćanja suviše visoke cene za preuzimanje vlasništva nad preduzećem od strane zainteresovanih preduzeća (zaposlenih) sa *toe-*

holdom. Rešavanje ovih, vrlo interesantnih problema sa stanovišta prakse, rezultiralo bi optimalnim kanalisanjem aukcijskih nadmetanja koja će u bliskoj budućnosti biti sve izloženija kontrolnom mehanizmu tržišta.

Nakon analize potencijalnih efekata koje akviziciona strategija sa *toeholdom* donosi akcionarima preduzeća-sticatelja, u radu je obrađen problem kreiranja optimalne strategije kupovine dela vlasničkog paketa akcija targeta na otvorenom tržištu pre zvaničnog obelodanjivanja akvizicione namere.

1. EFEKTI PARCIJALNOG UČEŠĆA AKCIONARA FIRME-KUPCA U VLASNIČKOM KAPITALU CILJNE KOMPANIJE NA ODVIJANJE AKVIZICIONE STRATEGIJE

Strategija kupovine dela vlasničkog paketa akcija targeta na otvorenom tržištu pre zvanične objave namere o preuzimanju višestruko je interesantna za finansijsku analizu. Hipoteze razvijene u finansijskoj teoriji koje se odnose na očekivanu ponudu ciljnom preduzeću za pripajanje, transfer kontrole i potcenjenost akcija targeta, konzistentne su empirijskim rezultatima o pozitivnim efektima koje inicijalno manjinsko učešće sticatelja u

vlasništvu nad targetom ima na uspeh akvizicije¹.

Prema hipotezi o očekivanoj ponudi ciljnom preduzeću (*Anticipated Takeover Bid Hypothesis*), cena akcija targeta raste naglo kao odgovor tržišta na objavu merdžera, akvizicije, javne ponude ili *buyouta*. Iz tog razloga, ukoliko preduzećesticateelj kao prvi korak u procesu preuzimanja koristi *toehold*, rast cena akcija targeta mogao bi da reflektuje korigovanje procene investitora o verovatnoći uspeha fuzije, kao i procene akcionara targeta o visini premije koju mogu očekivati prodajom svojih akcija. Mikkelson i Ruback [1991] su pokušali da empirijski potvrde ovu hipotezu. Ovi autori su ispitivali efekte kupovine inicijalnog manjinskog učešća u vlasništvu targeta od strane kupca i došli do podatka o pozitivnim ukupnim prinosima akcionara uključenih preduzeća. Njihovi rezultati ukazuju da se povećanje vrednosti za akcionare, kao posledica transakcije sa *toeholdom*, javlja kao rezultat reevaluacije očekivanih premija od strane akcionara ciljne firme i percepcija investitora o povećanoj verovatnoći uspeha transakcije osvajanja kontrole nad targetom.

¹ Opširnije o hipotezama *toeholda* razvijenim u finansijskoj teoriji videti kod: Choi D. [1991].

Jedan od najvažnijih motiva preuzimanja preduzeća povezan je sa povećanjem efikasnosti poslovanja targeta u postakvizicionom periodu. Pобољшanje menadžmenta firmi koje beleže slabe performanse može biti ostvareno na dva načina: putem internog transfera kontrole ili putem osvajanja kontrole od strane drugog preduzeća koje će efikasnije koristiti resurse preduzeća. Merdžeri i akvizicije, kao mehanizmi eksternog transfera kontrole, imaju za cilj realokaciju prava upravljanja i rukovođenja na efikasniji menadžment tim. Ukoliko se *toehold* koristi od strane preduzeća-sticatelja kao prvi korak u procesu preuzimanja, tada po osnovu određenog učešća u vlasničkom kapitalu prodavca, kupac može uticati na odluke koje donosi menadžment ciljnog preduzeća. Drugim rečima, *toehold* pozicija može uticati na menadžment i upravni odbor targeta da vodi više računa o maksimiziranju vrednosti akcionara. Investitor u *toehold* može tako uticati na upravni odbor da pokrene zamenu top menadžmenta ili može povesti borbu putem zastupnika (*proxy contest*) za smenu članova samog upravnog odbora². Kako Shiefler i Vishny [1986] zapažaju, implicitna pretnja pripajanjem koja se zasniva na *toehold* poziciji, može uticati na

neefikasni menadžment da otpočne da radi u interesu akcionara.

Prema hipotezi transfera kontrole (*Control Transfer Hypothesis*), akvizicione strategije čija realizacija počinje kupovinom akcija targeta na otvorenom tržištu, povezane su sa većom verovatnoćom uspeha transfera kontrole. Kupovina akcija targeta na otvorenom tržištu od strane potencijanog kupca ovde se javlja kao nagoveštaj nastupajućeg transfera kontrole, a efekti koje *toehold* ima na cenu akcija ciljnog preduzeća reflektuju povećanu verovatnoću i obim koristi koje će se ostvariti smenom postojećeg neefikasnog menadžmenta, tj. transferom kontrole. Potvrdu ove hipoteze dao je u svom empirijskom istraživanju Choi [1991]. Po Choi-u, transfer kontrole koji rezultira povećanjem vrednosti za akcionare najvažnija je posledica ove vrste akvizicija.

Stav finansijske teorije i berzanskih posrednika je da potcenjenost akcija potencijalnog targeta često rezultira kupovinom *toeholda*. Na kupovinu akcija targeta na otvorenom tržištu pre obelodanjivanja akvizicije gleda se kao na pokušaj investitora koji poseduje privatne informacije o poslovanju targeta, da ostvari određene koristi kupovinom akcija koje su privremeno potcenjene. Kupovinom *toe-*

² Opširnije kod: Dodd P., Wagner J.[1983].

holda potencijalni kupac "otkriva" svoju nameru, tj. čini javnom informaciju o potcenjenosti akcija targeta. Kao odgovor na tu informaciju tržište vrši reevaluaciju cena akcija targeta, pa kao posledica kupovine *toehold* dolazi do porasta njihovih cena. Test hipoteze o potcenjenosti akcija (*Undervaluation Hypothesis*) moguće je izvesti samo uporednim praćenjem ponašanja kretanja cene akcija u *posttoehold* periodu. Za razliku od prethodne dve hipoteze, do povratka cena akcija na nivo na kome su bile pre kupovine *toehold* neće doći, čak i ako se transfer kontrole ne kompletira. Ovu hipotezu testirali su Bradley, Desai i Kim [1988]. Rezultati su pokazali da, u slučaju neuspeha akvizicije, cene akcija potencijalnih targeta pokazuju tendenciju pada u odnosu na nivo na kojem su bile neposredno nakon objave namere o preuzimanju. Stoga je stav ovih autora da je kreiranje vrednosti prvenstveno u relaciji sa sinergijom koja se očekuje kao rezultat akvizicione strategije.

2. MODELIRANJE OPTIMALNE AKVIZICIONE STRATEGIJE SA TOEHOLDOM

Napred navedene hipoteze upućuju na zaključak da je kupovina akcija targeta na otvorenom tržištu

pre obelodanjivanja akvizicije, profitabilna strategija. Istraživanja koja se bave analizom efekata *toehold* na prinos akcionara³ pokazuju da veliki procenat potencijalnih preduzeća-sticatelja poseduje *toehold* u preduzećima za čije preuzimanje (pripajanje) su zainteresovana. Ukoliko kao opšteprihvaćeno uzmemo stanovište o pozitivnim efektima manjinskog vlasničkog učešća nad targetom pre objave namere o pripajanju, postavlja se pitanje koliko treba da iznosi to učešće da bi efekti realizovanja akvizicione strategije bili najveći, tj. kako postaviti optimalnu strategiju pripajanja sa *toeholdom*.

Model optimalne akvizicione strategije koji podrazumeva posedovanje *toehold*-a u ciljnom preduzeću, mora da uvaži pravna ograničenja koja se odnose na proces kupovine akcija potencijalnog targeta pre same objave namere o pripajanju⁴. Osnovno ograničenje

³ Istraživanja ove problematike realizovana su od strane Bradley, Desai i Kim [1988], Franksa i Harrisa [1989], Stulza, Walkinga i Songa [1990], i Jenningsa i Mazzeoa [1993].

⁴ Opširnije o institucionalnim ograničenjima ovog tipa na najrazvijenimim tržištima korporativne kontrole videti kod: Ravid S.A., Spiegl M., [1999].

odnosi se na maksimalni procenat akcija koje potencijalni sticatelj može da kupi na otvorenom tržištu pre obelodanjivanja namere o pripajanju. Naime, većina zakonodavstva zahteva da sticatelj nakon kupovine maksimalno 5% akcija drugog preduzeća na sekundarnom tržištu, mora popuniti određene formule i, u roku od 10 dana, obelodaniti svoje namere prema ciljnom preduzeću. Međutim, u tom desetodnevnom periodu, kupac može nastaviti sa kupovinom na otvorenom tržištu, pa *toehold* u konačnom, može biti i veći od 5%.

Pretpostavimo da potencijalno preduzeće-sticatelj, u cilju realizacije sinergije, ekonomije obima, ili pak koristi od kupovine potcenjenog preduzeća, kupi određeni procenat akcija targeta na otvorenom tržištu (α)⁵. Kupac smatra da vrednost koju ono pripisuje targetu (V_1) opravdava planiranu strategiju. Radi pojednostavljenja modela, moguće je normalizovati ukupan broj emitovanih akcija na 1 (tako da je broj preostalih akcija targeta koje nisu u vlasništvu preduzeća-kupca jednak $1-\alpha$). Posledica kupovine *toeholda*

biće, kao što je već objašnjeno, rast cena akcija potencijalnog targeta. Obeležimo sa P cenu akcija nakon kupovine *toeholda*. Tada bi, pojednostavljena funkcija cene izgledala kao u (1)

$$P = P_0 + l \alpha. \quad (1)$$

Ukoliko je konstanta l jednaka 0, kupovina akcija targeta na otvorenom tržištu pre obelodanjivanja namere o pripajanju neće imati uticaja na cenu akcije, dok pri $l > 0$, postojanje α vodi rastu cena akcija potencijalnog targeta. Nakon kupovine α , potencijalni kupac mora da obelodani svoje namere i učini formalnu javnu ponudu akcionarima ciljnog preduzeća. Pretpostavimo da za početak procesa nadmetanja za osvajanje kontrole nad targetom, kupac mora da utroši iznos od c dolara (provizije, takse, angažovanje konsultanata i sl.). Jednom objavljena javna ponuda čini poznatom vrednost koju inicijalni kupac pripisuje targetu (V_1). Ukoliko se inicijalni kupac odluči za dvostepenu javnu ponudu, obležimo sa ρ_1 broj akcija targeta na koji glasi tender u prvom krugu ponude, a sa b_1 nižu cenu po akciji koja se plaća nakon sticanja kontrole, tj. u drugom krugu javne ponude. Nakon javne objave namere

⁵ Model autora predstavlja modifikovanu verziju modela Ravida i Spiegela [1999] i Brisa [2002].

o preuzimanju kontrolnog stoka akcija targeta i dobijanja informacije o vrednosti V_1 , drugi zainteresovani kupac (sa sopstvenom procenom vrednosti targeta V_2) ulazi u konkurentsko nadmetanje za osvajanje kontrole nad ciljnom firmom. On takođe plaća određeni inicijalni iznos troškova (c_2). Nakon takve odluke konkurentskog preduzeća, počinje proces aukcije engleskog tipa za vlasništvo nad targetom. Obeležimo sa B_1 i B_2 finalnu ponudu inicijalnog kupca i konkurentskog kupca, respektivno. Generalno posmatrano, visina ponude svakog kupca zavisice od njegove sposobnosti da pribavi finansijska sredstva za kupovinu ciljnog preduzeća. Pored toga, razumno je očekivati da kupac neće pristati na plaćanje većeg iznosa akcionarima targeta od onog koliko vrednuje target (V_1 , odnosno V_2).

Visina minimalne cene za akcije koje kupac ne kupi u prvom krugu javne ponude utvrđuje se na osnovu karakteristika targeta, visine ponude u prvom krugu i tržišne cene akcija targeta pre kupovine inicijalnog učešća (*toehold*). Uz poštovanje zakonskih propisa i napred navedenih determinanti, funkcija cene plaćene akcionarima targeta nakon sticanja kontrole u prvom krugu morala bi da zadovolji sledeće uslove:

$\frac{\partial b}{\partial P} \geq 0$, tj. pri jediničnom povećanju predakvizicione cene dolazi do većeg ili istog povećanja cena akcija targeta u drugom krugu prodaje;

$\frac{\partial b}{\partial B_w} \geq 0$, tj. promena cene akcija u prvom krugu prodaje (B_w) utiče na istu ili veću promenu cena akcija targeta u drugom krugu prodaje.

Pretpostavimo radi pojednostavljenja modela, da je cena u drugom krugu jednaka većoj od dve vrednosti - ponderisanom proseku cene pre akvizicije i cene akcija u prvom krugu prodaje ili predakvizicionoj ceni:

$$b = \max \{ [1 - n]P + nB_w, P \}, \quad (2)$$

gde je n konstanta veća od nule.

Iako u principu svaka strategija akvizicije sa *toehold* ima tri cenovne komponente - cenu po kojoj se kupuje *toehold* na otvorenom tržištu (predakviziciona cena) i cene po kojoj se kupuju akcije targeta u prvom i drugom krugu tendera, najveći značaj za uspeh strategije ima postavljanje cene po akciji u prvom krugu prodaje. Pri postavljanju strategije "napada" sa *toehold* treba imati na umu dve stvari. Prvo, kako cena plaćena za akcije targeta u drugom krugu (nakon osvajanja kontrole) nikad neće biti veća od cene plaćene za

akcije u prvom krugu tendera, optimalna strategija mora minimizirati broj akcija kupljenih u prvom krugu tendera. Ako pretpostavimo da je kupcu potrebno najmanje k akcija targeta za osvajanje kontrole, u ekvilibrijumu svaki od kupaca postaviće ρ_i na najniži mogući nivo (koji će biti jednak broju k za potpuno novog kupca, odnosno $k-\alpha$ za kupca koji već poseduje određeno učešće u vlasničkom kapitalu targeta). I drugo, treba naglasiti da iznos b_i kupac plaća po svakoj akciji targeta nakon osvajanja kontrole, tako da je postavljanje ovog iznosa iznad nekog zakonski predviđenog minimuma neopravdano.

Suočeni sa ponudom dva potencijalna kupca, akcionari ciljnog preduzeća treba da odluče kome će ponuditi svoje vlasništvo nad targetom. Ako pretpostavimo da je $B_i > B_j$ (preduzeće i nudi veću inicijalnu ponudu od firme j), tada će kupac i kupiti najmanje ρ_1 akcija targeta. Generalno posmatrano, igra između tri učesnika (ciljno preduzeće, inicijalni kupac i kupac koji kao drugi ulazi u nadmetanje za vlasništvo nad targetom) može biti strukturirana na sledeći način:

- **Period 0:** Na osnovu mišljenja menadžera ili finansijskih konsultanata, donosi se odluka o

opravdanosti pokušaja za preuzimanje konkretnog ciljnog preduzeća. Na osnovu privatnih informacija, kupac 1 pripisuje targetu vrednost V_1 i može se odlučiti za kupovinu određenog broja akcija targeta na otvorenom tržištu i pre objave akvizicione namere.

- **Period 1:** Potencijalni kupac 1 plaća iznos od c dolara na ime administrativnih i drugih troškova javne ponude i objavljuje tender za kupovinu određenog broja akcija targeta po unapred utvrđenoj ceni. Vrednost V_1 postaje javno poznata.

- **Period 2:** Nakon obelodanjivanja uslova javne ponude od strane prvog kupca, konkurentsko preduzeće-kupac strukturira sopstvenu vrednost koju pripisuje targetu (V_2), na osnovu koje igra u periodu 3 može teći u dva pravca.

- **Period 3A:** U slučaju da je V_2 vrednost postavljena dovoljno nisko u odnosu na V_1 , drugi potencijalni kupac se neće boriti za osvajanje kontrole nad targetom. Kupac 1 okončava akviziciju uz cenu po akciji koja je jednaka inicijalnoj ponudi. Igra se završava.

- **Period 3B:** Vrednost V_2 je postavljena dovoljno visoko i borba za osvajanje kontrole nad ciljnim preduzećem počinje. Kupac 2 plaća iznos c_2 za ulazak u nadmetanje.

Svaka od firmi objavljuje simultano sve veći i veći iznos cene po akciji targeta (kao odgovor na ponudu konkurenta), što rezultira determinisanjem finalnih ponuda B_1 i B_2 .

- **Period 4B:** Akcionari ciljnog preduzeća prihvataju najvišu kredibilnu ponudu. Ukoliko ponuda nije kredibilna, target nastavlja da posluje kao nezavisno preduzeće.

- **Period 5B:** Kupac koji je ponudio veću finalnu ponudu okončava kupovinu, a target prestaje da posluje kao nezavisno preduzeće. Igra se završava.

Za postavljanje optimalne strategije akvizicije sa *toeholdom* od krucijalnog značaja su događanja u periodu 2. Tokom ovog perioda može se desiti da se konkurentsko preduzeće – kupac pojavi ili ne. Intuicija govori da od (ne)uključivanja kupca-rivala zavisi i optimalni iznos *toeholda*. U slučaju da inicijalni kupac ostaje jedino zainteresovano preduzeće za kupovinu targeta, profit koji ono ostvaruje sticanjem kontrole jednak je

$$\pi_{iv}^1 = V_1 - [k - \alpha]B_1 - [1 - k]b - \alpha P - c, \quad (3)$$

Da bi dobio vrednost V_1 , kupac mora da plati ukupno $(k - \alpha)B_1$ za akcije kupljene u prvom krugu *two-tier* ponude i $(1 - k)b$ za preostale akcije koje kupuje nakon sticanja kontrole nad targetom. U slučaju da

inicijalno preduzeće-kupac nema rivala na tržištu, ono će postaviti cenu b na nivo koji odgovara minimalnom zakonskom ograničenju (b_0). Stoga se na osnovu izraza (3), zamenom B_1 i b sa b_0 , može lako zaključiti da je u odsustvu konkurencije optimalno za kupca da ne koristi *toehold* kao korak koji prethodi objavi tendera, i da ravnotežna strategija ne zavisi od broja akcija potrebnih da se akvizicija okonča (k). Dakle, u uslovima kada je kupac siguran da će biti jedino preduzeće zainteresovano za kupovinu targeta, on neće ići na strategiju kupovine određenog učešća u targetu pre objave javne ponude, jer *toehold* pozicija tada ne donosi nikakve koristi. Postojanje *toeholda* može samo da uslovi porast cena akcija targeta, i poveća vrednost targeta u očima zakonodavnih organa⁶.

U slučaju kada je očekivanje pojave rivala opravdano, inicijalni kupac mora uporedo da posmatra profit u slučaju osvajanja kontrole, ali i profit ostvaren pod uslovom da konkurentsko preduzeće osvoji kontrolu nad targetom. Izrazom (3)

⁶ Stoga *toehold* može da utiče na povećanje minimalno utvrđene cene koju kupac treba da plati na akcije u drugom krugu tendera, tj. na smanjenje profita kupca.

već je prikazan iznos profita koji potencijalni kupac 1 ostvaruje svojom ponudom od B_1 dolara. U slučaju pak, da inicijalni kupac izgubi u aukcionoj borbi za ciljno preduzeće, ostvariće profit jednak razlici između prodajne cene *toehold*-a i iznosa koji je on platio za *toehold* i troškova ulaska u nadmetanje za vlasništvo nad targetom, tj.

$$\pi_L^1 = [(1-k)b + kB_2]x - \alpha P - c \quad (4)$$

Iznos π_L^1 predstavlja, dakle, profit koji će kupac 1 ostvariti ukoliko izgubi u aukcijskom nadmetanju. Optimalna strategija za kupca 1 bi bila, da prestane da povećava iznos svoje ponude na onom nivou gde se profit koji ostvaruje ukoliko izgubi izjednačava sa profitom u slučaju pobeđe u aukcijskom nadmetanju. Ispod tog nivoa, ikrementalnim povećanjem B_1 , inicijalni kupac ostvaruje relativno veći profit. Jednostavnim izjednačavanjem sa π_L^1 , i B_1 sa B_2 , i rešavanjem po B_2 , dolazimo do rezultata da će kupac 2 pobediti u aukcijskoj borbi ukoliko njegova ponuda iznosi najmanje

$$B_2^* = \frac{V_1 - (1-k)(1-n)(1+\alpha)P}{1 - (1-k)(1-n)(1+\alpha)} \quad (5)$$

Nakon utvrđivanja iznosa ravnotežnih ponuda za oba preduzeća, interesantno je i ispitati na

kom je nivou vrednosti V_2 koju kupac-rival pripisuje targetu, opravdano za tog kupca da uđe u nadmetanje za vlasništvo nad targetom. Za bilo koju vrednost, potencijalni kupci mogu odrediti ko će osvojiti kontrolu nad targetom ukoliko do aukcije dodje. Kako je aukciono nadmetanje povezano sa određenim troškovima, drugi potencijalni kupac neće ući u nadmetanje ukoliko unapred zna da će izgubiti. Dakle, postoji vrednost V_2^* takva da ukoliko je V_2 veće od te vrednosti, drugi kupac ulazi u aukciono nadmetanje i pobeđuje. Ponuda drugog kupca će biti opravdana ukoliko najniže moguće B_2^* omogućava tom kupcu da stekne kontrolu nad targetom uz pozitivan profit, tj. ukoliko važi izraz (6)

$$V_2 - kB_2^* - (1-k)b - c_2 \geq 0. \quad (6)$$

Pomoću izraza (2) možemo da eliminišemo b , a zatim rešavanjem po V_2 dolazimo do rezultata da je ulazak drugog kupca u nadmetanje za kontrolu nad ciljnim preduzećem profitabilan ukoliko važi.

$$V_2 \geq \frac{[1 - (1-k)(1-n)Y_1 - \alpha(1-k)(1-n)P]}{1 - (1-k)(1-n)(1+\alpha)} + c_2 \quad (7)$$

Ako sa V_2^* obeležimo izraz na desnoj strani nejednakosti (7), onda za svako V_2 veće od vrednosti V_2^* preduzeće-rival ulazi u aukciono

nadmetanje i stiče kontrolu nad targetom.

Analizirajući izraz (7) dolazimo do zaključka da veće manjinsko učešće inicijalnog kupca ne bi trebalo da obeshrabri rivala da uđe u aukciono nadmetanje, jer povećanje *toeholda* utiče na smanjenje kako imenioca, tako i broioca izraza (7). Povećanje *toeholda* dozvoljava inicijalnom kupcu da u aukciji koncentriše svoja finansijska sredstva na manji broj akcija. S druge strane, promene u broiocu ukazuju da prvi kupac profitira čak i kada gubi aukcijsko nadmetanje (prodajom *toeholda* koji poseduje u targetu).

Nakon determinisanja uslova za ulazak drugog kupca u aukciono nadmetanje i ravnotežnih ponuda u uslovima postojanja i nepostojanja rivala, moguće je postaviti optimalnu strategiju *toeholda* inicijalnog kupca. I ovde treba razmotriti dva slučaja: prvi koji se tiče situacije u kojoj postojanje *toeholda* ne utiče na odluku preduzeća-rivala da udje u nadmetanje za kupovinu targeta, i drugi, kada određeno učešće inicijalnog kupca u vlasništvu nad targetom utiče na odluku rivala o ulasku u aukciono nadmetanje.

Razmotrimo prvo slučaj gde verovatnoća ulaska rivala (F) ne zavisi od postojanja *toeholda* (izraz

(8)). Tada će očekivani profit kupca 1 biti jednak zbiru profita koji se ostvaruje u slučaju nepojavljivanja i profita koji će inicijalni kupac ostvariti ako rival uđe u aukciono nadmetanje (pri čemu se ovim situacijama pripisuje odgovarajuća verovatnoća ostvarenja),

$$\pi = [V_1 - c - P]F + \left[\frac{[1 - (1-k)(1-n)(V_1 - P)]}{1 - (1-k)(1-n)(1+\alpha)} \right] (\alpha - c) (1-F) \quad (8)$$

Diferenciranjem izraza (8) po α , dobijamo uslov prvog reda koji treba da bude zadovoljen optimalnom strategijom *toehold*-a kojom se maksimizira ukupan prihod, tj.

$$\frac{\partial \pi}{\partial \alpha} = -F + \left[\frac{(V_1 - P)[1 - (1-k)(1-n)]}{[1 - (1-k)(1-n)(1+\alpha)]} - \frac{c[1 - (1-k)(1-n)]}{1 - (1-k)(1-n)(1+\alpha)} \right] (1-F) \quad (9)$$

Da bi proverili rešenje optimalnog *toehold*-a iz (9), proverićemo da li je drugi izvod funkcije profita u toj tački negativan, tj. da li je desna strana izraza (10) negativnog znaka

$$\frac{\partial^2 \pi}{\partial \alpha^2} = \frac{2[1 - (1-k)(1-n)](V_1 - P_0)(1-k)(1-n) - [1 - (1-k)(1-n)]}{[(1-k)(1-n)(1+\alpha) - 1]^2} (1-F) \quad (10)$$

Kako α ne može biti veće od k , a n uzima vrednosti od 0 do 1, imenilac u izrazu (10) mora biti negativan. To bi značilo, da znak drugog izvoda funkcije profita zavisi od drugog člana u brojiocu, a kako taj član ne zavisi od α , drugi izvod će za svako α biti uvek negativan.

Analizom izraza (9) i (10) konačno dolazimo do karakteristika optimalne strategije sa *toehold*-om u slučaju da verovatnoća ulaska drugog kupca ne zavisi od postojanja *toeholda*:

- Povećanje l utiče na smanjenje optimalnog *toeholda*. Pri $k=0$, optimalna strategija za prvog kupca je da pre objave namere o pripajanju kupi akcije targeta u iznosu $\alpha=k$;

- Što je veća vrednost koju inicijalni kupac pripisuje targetu (V_1), veći je i *toehold*.

- Smanjenje verovatnoće ulaska rivala u nadmetanje (F) povećava optimalni iznos inicijalnog vlasničkog učešća kupca u targetu (α).

Ako uzmemo u obzir činjenicu da *toehold* utiče na nivo vrednosti V_2^* (pa stoga i na verovatnoću ulaska rivala u nadmetanje), tada bi optimalnu strategiju sa *toeholdom* morali da posmatramo u kontekstu uticaja visine *toeholda* na odluku drugog preduzeća o ulasku u aukciono nadmetanje. Obeležimo sa π^1 prvi izvod funkcije profita pri konstantnoj verovatnoći ulaska konkurentskog preduzeća-kupca u aukciono nadmetanje ($1-F$). Tada bi

uslov koji se odnosi na prvi izvod kada F zavisi od V_2^* mogao da se prikaže izrazom (11)

$$\frac{\partial \pi}{\partial \alpha} = \pi_F + \frac{[k - \alpha + n(1-k)](V_1 - P)f}{1 - (1-k)(1-n)(1+\alpha)} \frac{\partial V_2^*}{\partial \alpha} \quad (11)$$

gde je

$$\frac{\partial V_2^*}{\partial \alpha} = \frac{(1-k)(1-n)[(V_1 - P) - (1-k)(1-n)] - \alpha[(1-k)(1-n)(1+\alpha)]}{[(1-k)(1-n)(1+\alpha)]^2} \quad (12)$$

Analizom izraza (11) i (12) dolazimo do sledeća tri zaključka koji se tiču optimalne strategije akvizicije sa *toehold*-om, u uslovi- ma kada postojanje *toehold*-a utiče na verovatnoću ulaska drugog kupca u nadmetanje za vlasništvo nad targetom:

- Što je ulazak rivala "osteljiviji" na promene V_2^* , to je optimalna veličina *toehold*-a na višem nivou⁷. Ovakva medjuzavisnost verovatnoće javljanja rivala i veličine *toeholda* trebala bi da utiče na ponašanje prvog kupca. Naime, ukoliko inicijalni kupac zna da će malo povećanje *toeholda* uzrokovati

⁷ Ova tvrdnja se lako potvrđuje, dokazivanjem da su termin u izrazu (11) koji množi f i termin $[(V_1 - P) - (1-k)(1-n)] - \alpha[(1-k)(1-n)(1+\alpha)]$ u brojiocu izraza (12) pozitivne veličine.

srazmerno veći pad verovatnoće ulaska potencijalnog konkurenta, optimalno za njega je da kupi dovoljno veliki vlasnički udeo u targetu pre obelodanjivanja akvizicione namere kako bi “držao potencijalnog rivala na odstojanju”.

- Povećanje verovatnoće ulaska kupca-konkurenta u nadmetanje za osvajanje kontrole nad ciljnim preduzećem smanjuje očekivani profit inicijalnog kupca (matematički izraženo relacijom $\frac{\partial \pi}{\partial F} > 0$). Ova tvrdnja se dokazuje diferenciranjem izraza (8) po F ,

$$\frac{\partial \pi}{\partial F} = \left[1 - \frac{[1 - (1-k)(1-n)]k}{1 - (1-k)(1-n)(1+\alpha)} \right] (V_1 - P) \quad (13)$$

Kako je ranije ukazano, inicijalni kupac se nikad neće odlučiti za pripajanje targeta ukoliko je $V_1 < P$. Ispitivanje znaka umanjenika u uglastoj zagradi izraza (13) pokazuje da je to uvek negativna veličina, pa je uslov $\frac{\partial \pi}{\partial F} > 0$ time zadovoljen. Dakle, najprofitabilnije za inicijalnog kupca je nadmetanje za osvajanje vlasništva nad targetom u kome prvi kupac ostaje i jedini zain-

teresovani za target. Ova činjenica je i više puta dokazivana u empirijskim istraživanjima⁸.

- Ukoliko postoji opravdana verovatnoća da će se kupac-rival pojaviti, tada svako povećanje k smanjuje očekivani profit inicijalnog kupca, a samim tim povećava minimalnu vrednost V_1 koja je potrebna za početak procesa akvizicije. Ovo se potvrđuje dokazivanjem da je $\frac{\partial \pi}{\partial k} < 0$

Osnovna implikacija ove tvrdnje je da su određena zakonska ograničenja koja se tiču procesa pripajanja preduzeća, usmerena ka sprečavanju profitabilnih akvizicija kada inicijalni kupac smatra da je optimalno kupiti *toehold*⁹.

Tokom analize modela optimalnog *toeholda* korišćen je pristup koji bazira na teoriji aukcija. Adekvatno razmatranje *toehold* strategije zahteva i poznavanje problema sa kojim se suočavaju

⁸ O rezultatima empirijskih istraživanja ove problematike videti kod: Bready [1988], Schwert [1996].

⁹ Ovde se prvenstveno misli na ograničenje koje se tiče supervećine, tj. većeg broja akcija potrebnih da se akvizicija okonča od onog koji podrazumeva prosta većina.

kupci tokom aukcijskog nadmetanja, popularno nazvanog "problem ukletog pobednika" (*winner's curse problem*). Smatra se da je pobednik u jednoj aukciji često osoba koja pravi najveću grešku u vrednovanju objekta aukcijskog nadmetanja. Ovaj problem je interesantno analizirati i u uslovima kada se za vlasništvo nad ciljnim preduzećem nadmeće više kupaca od kojih jedan (ili više njih) ima određeno inicijalno učešće u vlasničkom kapitalu targeta. Potencijalni kupac koji poseduje *toehold* u ciljnom preduzeću ostvaruje koristi u aukcijskom nadmetanju po, kako je već ranije navedeno, dva osnova: prvo, kao kupac, koji posedovanjem *toeholda* treba da plati manji iznos premije, i drugo, u slučaju gubljenja aukcijske bitke, kao strana koja prodaje svoje inicijalno učešće u targetu uz određeni iznos premije. Stoga je kupac koji ulazi u aukciju sa *toeholdom* motivisan da se nadmeće agresivno, jer svaka viša cena od cene koju nudi rival donosi inicijalnom kupcu profit.

Aukcijska nadmetanja za vlasništvo nad preduzećima spadaju u tzv. "aukcije za opšte vrednosti" (*common value auctions*)¹⁰. Razlike

¹⁰ Opširnije o tipovima aukcija videti u Klemperer P. [1999].

u percepcijama kupaca o vrednosti preduzeća koje je predmet aukcijske prodaje ovog tipa potiču prvenstveno od razlika o očekivanom budućem poslovanju preduzeća. Implikacije ovakve prirode aukcijskog nadmetanja za vlasništvo nad targetom su u slučaju postojanja *toeholda* sledeće: 1) kada se kupac koji ulazi u aukciju sa *toeholdom* nadmeće agresivno, povećava *winner's curse* konkurenta i menja strategiju njegovog nadmetanja; 2) u ascedentnim aukcijama za opšte vrednosti¹¹, to će uticati na konkurenta da se nadmeće konzervativnije; 3) konzervativniji rival povećava *winner's curse problem* kupca sa *toeholdom*, tako da se on nadmeće još agresivnije, i tako dalje. Zbog te međuzavisnosti strategija, gde se kupac sa *toeholdom* nadmeće agresivno, što utiče na rivala da se nadmeće konzervativnije, čak i malo inicijalno učešće kupca u vlasničkom kapitalu targeta može imati značajne posledice na tok nadmetanja i očekivani profit pobednika u aukciji. *Winner's curse* ponašanjem se može objasniti zašto ponekad kupci plaćaju neopravdano visoke premije za akcije ciljnog pre-

¹¹ U aukcijama ovog tipa kupci se nadmeću nuđenjem sve veće i veće cene, a predmet aukcije dobija onaj kupac koji poslednji ispadne iz nadmetanja, ali po ceni kupca koji je ponudio drugu najvišu cenu.

dužeća. Naime, agresivnim nadmetanjem se maksimizira *ex-ante* očekivan profit od strane kupca sa *toeholdom*. Međutim, dešava se da je, *ex-post*, ovakva strategija neprofitabilna.

Druga važna karakteristika akvizicione strategije sa *toeholdom* je njen uticaj na promenu ponašanja i strategije konkurenta. Ova tvrdnja važi u uslovima kada samo jedan potencijalni kupac poseduje određeno inicijalno učešće u vlasničkom kapitalu targeta. Situacija se komplikuje u uslovima postojanja više potencijalnih kupaca sa *toeholdom* u istom ciljnom preduzeću, gde se svaki od učesnika u nadmetanju nalazi u ulozi kupca (akcija targeta), ali i prodavca (akcija iz *toeholda*). Ovde svako povećanje *toeholda* utiče na povećanje verovatnoće pobeđe u aukcijskom nadmetanju, ali i povećanja prosečne cene po kojoj se akcije ciljnog preduzeća kupuju. Ovakva situacija može uticati na ponašanje upravnog odbora ciljnog preduzeća (koji je zainteresovan za maksimiziranje cene po kojoj će target biti prodat). Naime, upravni odbor targeta može u slučaju postojanja samo jednog

kupca sa *toeholdom*, "izbalansirati učesnike u aukciji", time što će još nekom potencijalnom kupcu prodati mali deo vlasničkog kapitala¹². Povećanje broja potencijalnih kupaca sa *toeholdom* povećava očekivani profit koji ostvaruju akcionari ciljnog preduzeća¹³.

LITERATURA

1. Bradley M., Desai A., Kim E.H. [1988], "Synergetic gains from corporate acquisitions and their division between the shareholders of target and acquiring firms", *Journal of Financial Economics* 21, pp. 3-40
2. Bris A. [2002] "Toeholds, takeover premium, and the probability of being acquired", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 8, pp. 227-253

¹² Opširnije kod: Bulow J., Huang M., Klemperer P. [1999].

¹³ Druga strategija kojom se ujednačavaju pozicije potencijalnih kupaca, a koju može koristiti target je menjanje pravila aukcijskog nadmetanja, tj. zamena glasnog ascendnetnog nadmetanja sa nuđenjem ponuda svakog pojedinačnog kupca u zatvorenoj koverti (tzv. *sealed-bid auction*).

3. Bulow J., Huang M., Klemperer P. [1999], "Toeholds and Takeovers", *The Journal of Political Economy*, Vol. 107, Issue 3, pp. 427-454
4. Choi D. [1991], "Toehold Acquisitions, Shareholder Wealth, and the Market for Corporate Control", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 26, Issue 3, pp. 391-407
5. Dodd P., Wagner J. [1983], "The market for corporate control: Scientific evidence", *Journal of Financial Economics*, March
6. Franks J., Harris R. [1989], "Shareholder wealth effects of corporate takeovers: the UK experience 1955-85", *Journal of Financial Economics*, August, pp. 225-250
7. Jennings R., Mazzeo M. [1993], "Competing Bids, Target Management Resistance, and the Structure of Takeover Bids", *The review of Financial Studies*, Vol. 6, Issue 4, pp. 883-909
8. Klemperer P. (1999), "Auction theory: a guide to the literature", *Journal of Economic Surveys*, No. 13
9. Mikkelson W., Ruback R. [1991], "Targeted Repurchases and Common Stock Returns", *The RAND Journal of Economics*, Vol. 22, Issue 4, pp. 544-561
10. Ravid S.A., Spiegel M., [1999], "Toehold strategies, takeovers laws and rival bidders", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 23, No. 8, pp. 1219-1242
11. Schwert W. [1996], "Markup pricing in mergers and acquisitions", *Journal of Financial Economics*, Vol. 41, pp. 153-192
12. Shleifer A., Vishny R. [1986], "Greenmail, White Knights, and Shareholder's Interest", *The RAND Journal of Economics*, Vol. 17, Issue 3, pp. 293-309
13. Sudarsanam S. [2003], *Creating Value from Mergers and Acquisitions*, Prentice Hall

Rad primljen: 10.01.2005.

UDC: 336.761

JEL: G18

Stručni članak

HARTIJE OD VREDNOSTI: DISTRIBUCIJA I UVOĐENJE NA ORGANIZOVANO TRŽIŠTE

SECURITIES: DISTRIBUTION AND ENTERING INTO THE ORGANISED MARKET

Aleksandar MALIŠIĆ
Raiffeisenbank a.d., Beograd

Rezime

Odredbama novog Zakona o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, uvodi se pojam distribucije hartija od vrednosti u domaći pravni sistem i isti se definiše kao prodaja hartija od vrednosti koju vrši izdavalac tih hartija ili pokrovitelj emisije na osnovu ugovora o distribuciji tih hartija sa izdavaocem. Shodno odredbama navedenog zakona, distribucija hartija od vrednosti po pravilu se vrši putem javne ponude, dok distribucija bez javne ponude predstavlja izuzetak od pravila i vrši se u okviru prodaje društvenog ili državnog kapitala, u okviru privatnih plasmana ili prilikom povećanja osnovnog kapitala iz dobiti ili rezervi akcionarskog društva, zamene pojedinih finansijskih instrumenata u akcije, zamene akcija sa određenim svojstvima u akcije sa drugačijim svojstvima i pretvaranja duga u osnovni kapital. Distribucija hartija od vrednosti koja se vrši putem javne ponude podrazumeva postojanje prospekta za distribuciju hartija od vrednosti koji je odobrilo nacionalno regulatorno telo.

Ključne reči: HARTIJE OD VREDNOSTI; FINANSIJSKI INSTRUMENTI; POKROVITELJ EMISIJE; JAVNA PONUDA; AKCIJE; NACIONALNO REGULATORNO TELO.

Summary

The notion of securities distribution is implemented into domestic legal system for the first time by the provisions of the Securities and Other Financial Instruments' Market Act and this notion is defined as the selling of securities by an issuer or an underwriter, based on an underwriting agreement. Pursuant to provisions mentioned, the distribution of securities usually takes place by a public offering, while non/public distribution presents an exception to the rule and takes place within the process of selling socially owned or state-owned capital, within the private placements and recapitalisation, within an exchange process – when certain financial instruments are exchanged in return for shares, or when particular shares are replaced by newly issued shares with different characteristics. The securities distribution by public offering logically involves the existence of a prospectus that is authorized by a national regulatory body.

Key words: SECURITIES; FINANCIAL INSTRUMENTS; UNDERWRITER; PUBLIC OFFERING; SHARES; NATIONAL REGULATORY BODY.

**I. ORGANIZOVANJE
DISTRIBUCIJE HARTIJA
OD VREDNOSTI**

Razvoj "industrije" hartija od vrednosti uslovio je nastanak i razvoj čitave jedne pravne oblasti izvedene iz korporativnog prava – prava hartija od vrednosti, sa brojnim pravnim institutima i pojmovima krajnje specifičnim za ovu oblast. Pojam distribucije hartija od vrednosti nastao je istovremeno sa prvim normativnim definisanjem hartija od vrednosti i potrebom da se bliže uredi kako izdavanje, tako i dalji promet ovih finansijskih instrumenata.

Istorijski posmatrano, koncept distribucije vezivan je gotovo isključivo za javnu ponudu hartija od vrednosti većeg obima ("Sudovi, kao i SEC, naglašavaju razliku između "transakcija" i "distribucije"). Smatra se da je pojam transakcija, uglavnom, vezan za brokere-dilere, ali da se i te transakcije smatraju distribucijom ako su većeg obima od uobičajenih brokerskih transakcija. Termin distribucija koristi se da opiše celokupan proces javne ponude hartija od vrednosti u kome se čitav blok tih hartija deli na veći broj novih vlasnika i napokon dolazi u ruke velikog broja investitora." (*The Law of Securities Regulation*, fourth edition, Thomas

Lee Hazen). Međutim, ovaj pojam je znatno širi i obuhvata, takođe, ponudu koja se vrši unapred poznatim kupcima – privatne plasmane hartija od vrednosti. Zapravo, distribucija koja se vrši u okviru privatnih plasmana uzrokovala je nastanak čitave lepeze propisa kojima se uređuje promet hartija od vrednosti kad je u taj promet uključeno lice koje se profesionalno bavi organizovanjem distribucije i preuzimanjem rizika pri distribuciji – *underwriter*, odnosno kad je uključen diler ili običan investitor. Cilj zakonodavca, bilo da se radi o javnim ili privatnim plasmanima, u krajnjoj instanci svodi se na zaštitu interesa investitora kroz osiguravanje javnosti podataka i obezbeđenje jasnih pravila ponašanja za sve učesnike u postupku izdavanja i prometu hartija od vrednosti.

1. Novi regulatorni okvir za distribuciju hartija od vrednosti

Odredbama novog zakona o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata ("Sl. List SRJ", broj 65/2002. i "Sl. glasnik RS", broj 57/2003.) uvodi se pojam distribucije hartija od vrednosti u domaći pravni sistem i isti se definiše kao prodaja hartija od vrednosti koju vrši izdavalac tih hartija ili pokrovitelj emisije (*underwriter*) na

osnovu ugovora o distribuciji tih hartija sa izdavaocem ("Član 2(a) (11) *Securities Act 1933*, daje definiciju *underwriter*-a kao: 1) lica koje stiče hartije od vrednosti od izdavaoca sa namerom dalje distribucije, 2) lica koje direktno ili indirektno učestvuje u ponudi, prodaji ili procesu organizovanja distribucije hartija od vrednosti, kao i 3) lica koje prodaje hartije od vrednosti vlasnika većinskih paketa hartija od vrednosti istog izdavaoca", *The Law of Securities Regulation*, fourth edition, Thomas Lee Hazen, 2002). Takođe, opravdano je uvođenje i posebnog vida distribucije koju vrši imalac hartija od vrednosti kad prodaje 10% ili više hartija od vrednosti određene klase ili serije istog izdavaoca u okviru javnog plasmana (tzv. sekundarna javna ponuda). Zapravo, imajući u vidu hroničnu nelikvidnost domaćih vlasničkih hartija i teškoće oko utvrđivanja tržišne cene tih instrumenata, jasno je da tzv. inicijalna javna ponuda u bližoj budućnosti neće imati veći značaj i da će upravo sekundarna javna ponuda omogućiti formiranje prvih tržišnih cena pojedinih instrumenata.

Shodno odredbama novog zakona, distribucija hartija od vrednosti po pravilu se vrši putem javne ponude, dok distribucija bez javne

ponude (tj. bez odobrenja prospekta za distribuciju hartija od vrednosti) predstavlja izuzetak od pravila i vrši se u okviru prodaje društvenog ili državnog kapitala (u skladu sa odredbama zakona kojim se uređuje privatizacija), u okviru privatnih plasmana ili prilikom povećanja osnovnog kapitala iz dobiti ili rezervi akcionarskog društva, zamene pojedinih finansijskih instrumenata u akcije, zamene akcija sa određenim svojstvima u akcije sa drugačijim svojstvima i pretvaranja duga u osnovni kapital.

Distribucija hartija od vrednosti koja se vrši putem javne ponude podrazumeva postojanje prospekta za distribuciju hartija od vrednosti koji je odobrila Komisija za hartije od vrednosti (u vreme nastanka ovog teksta razmatra se i promena naziva ovog regulatornog tela u "Agencija za hartije od vrednosti", kako bi se postojeći zakonski tekst usaglasio sa odredbama republičkih propisa).

Upućivanje poziva za upis i uplatu hartija od vrednosti, kao radnja kojom otpočinje proces distribucije, ne može se vršiti ukoliko prethodno nije odobren prospekt za distribuciju tih hartija (tzv. finalni prospekt). Objavljivanje pojedinih podataka o kompaniji koja namera da izdaje hartije ili o proizvodima

ili uslugama te kompanije mogu se smatrati privrednim prestupom po odredbama novog zakona, ukoliko se utvrdi da su te radnje bile usmerene na stimulisanje tražnje za hartijama te kompanije. U praksi zemalja sa razvijenim tržištem hartija od vrednosti takođe je prisutno slično rešenje, a uobičajeni naziv za ovu vrstu zabranjenih aktivnosti je *gun jumping*. (o aktivnostima koje su dozvoljene za vreme tzv. prefil-ing perioda, tj. perioda pre obraćanja SEC-u kao nadležnom regulatornom telu rešavao se u slučajevima *Chris-Craft Indus v. Bangor Punta Corp.*, 426 F.2d 569, 1970; *SEC v. Arvida Corp.*, 169 F. Supp. 211, 1958; *In Re Carl M. Loeb, Rhoades & Co.*, 38 SEC 843, 1959. Takođe, videti *SEC Securities Act Release No. 4697*, 28. 05. 1964).

Treba imati u vidu da druge dve vrste prospekta koje uvodi nova regulativa – preliminarni i odložni prospekt – ne mogu biti osnov za upućivanje javnog poziva za upis i uplatu hartija, do dostavljanja dopune prospekta i odobrenja finalnog teksta prospekta za distribuciju hartija od vrednosti.

Međutim, na osnovu preliminarnog prospekta mogu se vršiti određene radnje koje prethode upisu i uplati, a imaju za cilj stimulisanje tražnje i efikasiju prodaju hartija

na primarnom tržištu. Period u kome se mogu vršiti te radnje poznat je u uporednom pravu kao tzv. *waiting period*, a preliminarni prospekt se u SAD naziva još i *red herring prospectus* (naziv potiče iz vremena nastanka norme koja je obavezivala izdavaoca hartija da na prvoj strani prospekta crvenim slovima naznači da se radi o prospektu na osnovu kog se ne može još vršiti upis i uplata). Preliminarni prospekt se može distribuirati licima koja su potencijalno zainteresovana (i, naravno, ispunjavaju druge zakonske uslove) da budu organizatori distribucije hartija koje kompanija namerava da izdaje i to kao glavni organizatori (tzv. *Managing underwriter* ili *Lead managers*), koorganizatori (*co-managers*) ili dileri.

Nakon odobrenja preliminarnog prospekta, izdavalac može da organizuje javne promocije čiji je cilj upoznavanje jednog dela investicione javnosti sa namerom izdavanja hartija od vrednosti (tzv. *Road Show* ili *Dog and Pony Show*). Na ovakvim promocijama uobičajeno je da se ugovaraju sastanci sa potencijalnim koorganizatorima distribucije koji će ući u tzv. sindikat organizatora distribucije (tzv. *underwriting syndicate*), kao i sa potencijalnim finansijskim analitičarima i institu-

cionalnim investitorima. Glavni organizator distribucije najčešće prati izdavaoca na ovakvim turnejama, a vrlo često uzima učešće u pripremi materijala za te promocije, pa i u samom organizovanju promocije. U uporednom pravu (SAD), u ovoj fazi dozvoljava se i objavljivanje ponude u formi poznatoj kao *tombstone advertisements* (tako nazvanoj zbog toga što se veoma ograničen broj podataka o ponudi objavljuje u formi koja podseća na nadgrobni zapis, *Securities Act of 1933, 2(10)(b), SEC Securities Act Rule 134, 17 CFR*), mada je daleko rasprostranjenije objavljivanje ponude nakon odobrenja finalnog prospekta. Najčešće, lice koje je vršilo distribuciju preliminarnog prospekta (kao glavni organizator, koorganizator ili diler) dužno je da nastavi sa distribucijom finalnog prospekta i nakon njegovog odobrenja i to sve dok ne proda deo emisije koji mu je alociran ugovorom. Ova prodaja na razvijenijim tržištima po pravilu traje nekoliko dana nakon odobrenja finalnog prospekta i otpočinjanja upisa i uplate, mada, u doba finansijskih kriza ili potresa u samoj kompaniji izdavaocu, taj period može trajati i duže. Uobičajeno je, međutim, da se prodaja alociranih hartija vrši brzo, a hartije neprodane u roku od neko-

liko dana smatraju se "lepljivim" (*sticky issue*).

Cena hartija od vrednosti u javnoj ponudi, visina naknade organizatora distribucije i struktura sindikata organizatora distribucije nisu poznati u vreme kad se preliminarni prospekt dostavlja Komisiji za hartije od vrednosti. Iz tog razloga, ovi podaci se izostavljaju iz preliminarnog prospekta, uz uobičajeno ostavljanje praznina koje nagoveštavaju da ti podaci nedostaju i da će naknadno biti uneti u tekst finalnog prospekta. Po domaćim propisima, nije ostavljen rok za dostavljanje ovih podataka nakon dana kad je odobren prospekt za distribuciju hartija od vrednosti, mada nije neuobičajeno da se taj rok zakonom propisuje u drugim sistemima (u SAD taj naknadni rok iznosi pet dana od dana kad je prospekt postao "efektivan", odnosno od dana kad se hartije mogu prodavati, *SEC Securities Act Rule 430A, 17 CFR*).

Uobičajeno je da kompanija koja namerava da izda hartije od vrednosti potpiše tzv. »pismo o namerama« (*letter of intent*) sa glavnim organizatorom distribucije, a pošto je izbor organizatora učinjen. Ovim pismom izražavaju se namere jedne i druge strane u pogledu pojedinih elemenata same

ponude hartija od vrednosti, kao i u pogledu naknade za usluge organizovanja distribucije. Međutim, u tom pismu se izričito naglašava da ono ne obavezuje strane potpisnice, osim u pojedinim segmentima koji se izričito navode. Tipičan primer predstavlja obavezivanje jedne strane na plaćanje naknade i snošenje troškova drugoj strani potpisnici, ako njenom krivicom ili voljom dođe do obustave daljeg postupka pripreme za distribuciju hartija od vrednosti, a pre zaključenja formalnog ugovora o organizovanju distribucije (*underwriting agreement*).

2. Vrste ugovora o organizovanju distribucije hartija od vrednosti

Kod ugovora o organizaciji distribucije hartija sa obavezom njihovog prethodnog otkupa radi dalje distribucije (tzv. *firm commitment underwriting*) organizatori distribucije su dužni da kupe te hartije i da ih zadrže za sopstveni račun ukoliko ne uspeju da obezbede kupce. Organizator distribucije koji ne uspe da proda hartije koje su predmet ugovora u roku za upis i uplatu predviđenom prospektom, postaje vlasnik tih hartija i može iste dalje prodavati samo po pravilima koja važe za sekundarni promet hartija od vrednosti, pri čemu treba voditi

računa o tome da li se te hartije distribuiraju putem javne ponude ili putem privatnih plasmana. Ovu vrstu ugovora najčešće zaključuju samo velike investicione banke, sa poznatim i visoko rangiranim klijentima – izdavaocima hartija ili vlasnicima većih paketa hartija od vrednosti. U ovoj formi, kao i u drugim formama ove vrste ugovora, najčešće se, posebnim ugovorom zaključenim između lica ovlašćenih da vrše poslove organizovanja distribucije, formira sindikat organizatora distribucije u kom se svaki organizator obavezuje da preuzme rizik za određeni procenat hartija koje se nameravaju distribuirati, a profit ili gubitak organizatora se bazira na tom procentu. Glavni organizator, po pravilu, dobija i jedan fiksni iznos za učinjene usluge, koji se isplaćuje iz prihoda od prodaje hartija i on je ovlašćen da se stara o organizaciji distribucije i da nadzire rad sindikata i drugih učesnika u ovom procesu. Glavni organizator vrši alokaciju i realokaciju hartija koje će se distribuirati, utvrđuje količinu hartija koja će se prodavati dilerima, kao i količinu koja je rezervisana za institucionalne investitore. Takođe, glavni organizator ima određena ovlašćenja i u pogledu izbora tzv. prodajne grupe dilera (*selling group*), koja nije ovlašćena da

obavlja poslove iz domena organizovanja distribucije i ne preuzima rizik prodaje hartija, već samo vrši kupovinu hartija od organizatora za sopstveni račun i prodaje iste u okviru te distribucije.

U pogledu samog ugovora o organizovanju distribucije hartija, istim se precizira odgovornost ugovornih strana u vezi pripreme prospekta za distribuciju hartija od vrednosti (*representations, warranties, covenants* – uobičajeni su elementi ovog ugovora) i utvrđuje se cena, odnosno kamatna stopa po kojoj će hartije biti ponuđene za upis i uplatu. Većina odredbi ugovora odnosi se na odgovornost izdavaoca za podatke koji se objavljuju u finalnom prospektu i, u suštini, te odredbe imaju mali značaj za sam proces distribucije. Ovaj ugovor potpisuje, u ime sindikata, glavni organizator distribucije, a obaveze pojedinih članova sindikata određene su ugovorom o obrazovanju tog sindikata.

Takođe, ovim ugovorom: može se utvrditi obaveza organizatora distribucije da kupi određeni procenat ili količinu hartija od vrednosti ili da kupi sve hartije koje se distribuiraju na ovaj način; može se utvrditi obaveza izdavaoca da u određenom periodu nakon otpočinjanja distribucije, a koji je

propisima limitiran, ne vrši izdavanje ili prodaju hartija od vrednosti iste klase, odnosno serije ("*stand off provisions*"); može se dati pravo organizatoru da od izdavaoca zahteva da mu proda dodatni paket hartija od vrednosti iste vrste ili klase, odnosno serije, u slučaju da sve hartije koje su predmet tog ugovora budu upisane i uplaćene u okviru roka utvrđenog finalnim prospektom, kao i utvrditi obaveze izdavaoca da u tom slučaju, na zahtev organizatora, podnese zahtev Komisiji za hartije od vrednosti za produženje roka za upis i uplatu hartija od vrednosti, za najviše 45 dana, računajući od dana kad je po prospektu upis, odnosno uplata trebala da bude okončana (tzv. *green shoe option* ili *over-allotment option*). Ako organizator iskoristi ovu opciju, on će svakako ući u tzv. kratku poziciju, što može dovesti do uspostavljanja bolje posttržišne cene hartija koje se budu distribuirale po produženju roka za upis i uplatu. Ugovor o organizovanju distribucije, zapravo, često sadrži opciju koja omogućava organizatoru distribucije da od izdavaoca ili drugih lica kupi dodatne hartije od vrednosti radi njihove distribucije ukoliko prethodno proda onu količinu hartija koja je bila utvrđena ugovorom. Uobičajeno je da se ovom opcijom omogućava organizatoru da kupi

hartije od vrednosti u iznosu koji prelazi 15% vrednosti emisije za koju on vrši distribuciju.

Pored ugovora o organizaciji distribucije hartija sa obavezom njihovog prethodnog otkupa radi dalje distribucije, novi propisi omogućavaju i zaključenje ugovora o organizaciji distribucije bez obaveze otkupa hartija (tzv. *best efforts underwriting*). Kod ove vrste ugovora, organizator distribucije (ili sindikat organizatora distribucije) obavezuje se da nastoji da proda određenu količinu ili sve hartije od vrednosti koje su predmet ugovora ili se ta količina ne određuje. Takođe, ovaj ugovor može biti zaključen sa klauzulom sve-ili-ništa, ili sa procentom koji označava minimalnu količinu hartija za koju se organizator obavezuje. Pojedini ugovori ove vrste utvrđuju da će se obustaviti dalja distribucija hartija ukoliko se ne nađe kupac za najmanje 50% hartija koje se distribuiraju (*Going Public – Practice, Procedure and Consequences, Carl W. Schneider, 1990*). Očigledno je da je rizik koji preuzima organizator distribucije u ovom slučaju znatno manji nego kad je u pitanju tzv. *firm commitment underwriting*.

Takođe, postoje i ugovori o organizaciji distribucije hartija sa obavezom otkupa hartija koje tokom

upisa i uplate ne uspe da proda izdavalac, odnosno vlasnik paketa hartija od vrednosti. Ova forma ugovora se najčešće koristi kod tzv. ponude prava (*rights offerings*). Kod takve ponude, kompanija direktno nudi vlasnicima hartija od vrednosti koje je ranije izdala pravo da kupe dodatnu količinu hartija po određenoj ceni, a organizator distribucije se obavezuje da kupi od te kompanije onu količinu hartija od vrednosti koje su ponuđene tim vlasnicima, a ostanu neprodane.

Kod bilo koje forme ugovora o organizovanju distribucije, međutim, obaveze organizatora distribucije su predmet brojnih modifikacija tog pravnog posla, u pogledu raznih uslova i rokova. Organizatori distribucije često uslovljavaju preciziranje ili čak izvršenje već utvrđenih obaveza dobijanjem saveta od svojih pravnih savetnika ili od oditora (tzv. *cold comfort letter*).

3. Opšta pravila distribucije

Ugovor o organizovanju distribucije često se ne potpisuje pre samog dana odobrenja finalnog prospekta, kad je dozvoljeno otpočeti postupak distribucije, odnosno objaviti javni poziv za upis uplatu hartija od vrednosti. Tokom

čitavog postupka koji prethodi odobrenju finalnog prospekta, kompanija koja izdaje hartije od vrednosti izložena je velikom broju raznih troškova, bez garancije da će ponuda hartija biti uspešna, kao ni da će takva ponuda uopšte otpočeti. Po pravilu, organizatori distribucije koji su izgradili određenu reputaciju na tržištu odustaju od daljeg procesa ukoliko dođe do naglog i značajnog pada cena hartija koje se nameravaju distribuirati tokom perioda u kom je započeo postupak pred regulatornim organom (računajući od dana odobrenja preliminarnog prospekta do dana odobrenja finalnog prospekta). S druge strane, organizator distribucije je u obavezi da odredi cenu hartija koje se nameravaju distribuirati prema uslovima na tržištu u momentu otpočinjanja ponude. Tako, ukoliko se tržišna cena znatno pogorša nakon faze u kojoj su odnosi uređeni na osnovu pisma o namerama, distribucija mora započeti ili po ceni znatno nižom od prethodno predviđene ili proces mora biti odložen dok se tržišni uslovi ne poprave. Nadalje, nije neuobičajeno da organizator distribucije predloži smanjenje zamišljenog obima emisije, ukoliko su uslovi na tržištu nepovoljni. S druge strane, značajno bolji tržišni uslovi u odnosu na pretpostavljene

FINANSIJE

mogu rezultirati u višoj (povoljnijoj) ceni hartija na tržištu u odnosu na ranije razmatranu cenu ponude (*Understanding the Securities Laws*, third edition, Larry D. Soderquist, 1998).

Konačno saldiranje obaveza sa organizatorom distribucije kompanija izdavalac (odnosno vlasnik paketa hartija od vrednosti) vrši od sedmog do desetog dana nakon odobrenja finalnog prospekta i otpočinjanja ponude, tako da se na ovaj način omogućava organizatoru distribucije da dobije sredstva od prodaje hartija. Tada i kompanija (odnosno vlasnik hartija) ostvaruje prihod od prodaje hartija od vrednosti, u neto iznosu.

S obzirom da su zainteresovani da što brže prodaju hartije od vrednosti, organizatori distribucije često prodaju jedan deo tih hartija, po diskontovanoj ceni u odnosu na stvarnu tržišnu cenu tih hartija, drugim investicionim kompanijama, koje zatim nastoje da iste hartije prodaju na tržištu. Te druge kompanije funkcionišu kao dileri, s obzirom da hartije kupuju za sopstveni račun. Odredbe ugovora o organizovanju distribucije kojima se uređuje finansijski deo aranžmana mogle bi izgledati ovako:

Tržišna cena po kojoj se nude hartije.....\$10.00

Cena prema organizatoru distribucije.....\$ 9.00

Ukupan prihod organizatora distribucije.....\$ 1.00

Naknada za usluge glavnog organizatora distribucije\$.20

Prihod organizatora distribucije ako vrši javnu prodaju\$ 80

Diskont koji ostvaruje diler\$.50

Prihod organizatora distribucije ako prodaje hartije dileru\$.30

4. Faze distribucije hartija od vrednosti

Postupak distribucije hartija od vrednosti sastoji se od određenih faza. U zavisnosti od broja različitih učesnika koji se može pojaviti u ovom procesu zavisi i kompleksnost ovog procesa. Takođe, pojedine faze neće biti nužno primenjene u situacijama koje zahtevaju manju kompleksnost i sofisticiranost učesnika u tom procesu. Ovde se navodi potencijalni postupak distribucije hartija od vrednosti koji obuhvata najveći broj mogućih faza distribucije:

1. Kompanija koja namerava da prodaje hartije od vrednosti

započinje pregovore sa licem ovlašćenim da se bavi poslovima organizacije distribucije hartija od vrednosti (investicioni banakar). Inicijativa za kontakt može poteći sa bilo koje strane, ali je uobičajeno da pregovore započinje organizator distribucije. U ovoj fazi, navedene strane ne ulaze u bilo kakve obavezujuće odnose, niti zaključuju ugovore, ali mogu potpisati pismo o namerama;

2. Pravni savetnici kompanije započinju izradu nacрта dokumentacije za nadležni regulatorni organ (Komisija za hartije od vrednosti). Glavni organizator distribucije angažuje advokatsku kancelariju da ga zastupa i formira sindikat organizatora distribucije. Pravni savetnik kompanije započinje izradu nacрта ugovora o organizovanju distribucije hartija od vrednosti. Uobičajeno, tri različita ugovora se zaključuju u okviru jedne distribucije. Prvo, postoji ugovor između organizatora distribucije u kom se ti organizatori distribucije sporazumevaju da nastupaju zajednički u cilju distribucije određenih hartija od vrednosti i određuju jedno lice da bude glavni organizator distribucije.

Zatim, postoji ugovor koji zaključuje kompanija koja namerava da prodaje hartije i organizatori distribucije u kom se kompanija obavezuje da proda, a organizator distribucije da kupi određenu količinu hartija od vrednosti po ceni određenoj tim ugovorom. Treće, postoji serija ugovora koja se zaključuje između organizatora distribucije i diler, a kojima se uređuje prodaja hartija tim dilerima po diskontovanoj ceni u odnosu na tržišnu cenu hartija.

3. Savetnik kompanije obavlja sve pripremne radnje koje su neophodne da bi se osigurala uspešnost celog projekta. Na primer, savetnik može otkriti da upravni odbor nije prethodno odobrio određene radnje pojedinih članova uprave te kompanije, a za preduzimanje tih radnji je neophodna saglasnost upravnog odbora. U tom slučaju, potrebno je da članovi odbora ratifikuju te radnje, za šta će se postarati savetnik kompanije. Takođe, kod inicijalne javne ponude, struktura kapitala uzdavaoca mora biti izmenjena. Na primer, manja privatna kompanija koja želi da ponudi 500.000 akcija, koje predstavljaju 25% učešća u kompaniji,

- mora imati autorizovano najmanje 2,000.000 akcija, od kojih 1,500.000 akcija mora već da se nalazi u vlasništvu postojećih akcionara. Malo je verovatno da bi takva situacija mogla biti zatečena. Savetnik može izvršiti potrebne izmene u strukturi kapitala izmenom odredbi u odgovarajućem opštem aktu kompanije čime omogućava povećanje osnovnog kapitala kompanije i podelu akcija (*"Understanding Corporation Law"*, Larry D. Soderquist & A.A. Sommer, poglavlja 5 i 8, 1990);
4. Glavni organizator distribucije započinje okupljanjem članova sindikata organizatora distribucije. Ova faza, uglavnom, podrazumeva telefonsku i sličnu komunikaciju i seriju sastanaka sa investicionim bankarima u drugim kompanijama. U ovoj fazi ne dolazi do zaključenja bilo kakvih ugovora, niti preuzimanja obaveza;
 5. Kad se kompanija i njen savetnik, kao i glavni organizator distribucije i njegov savetnik, usaglase oko teksta nacrtu dokumentacije koja se dostavlja nadležnom regulatornom telu, kompanija podnosi odgovarajući zahtev i dostavlja dokumentaciju tom regulatornom telu. Iako osoblje tog tela može da izvrši pregled dokumentacije u kratkom roku, uobičajeno je da se razmatranje te dokumentacije odlaže za određeno vreme;
 6. Glavni organizator distribucije nastavlja da radi na obrazovanju sindikata organizatora distribucije i počinje da formira grupu dilera;
 7. Glavni organizator distribucije i dileri započinju sa slanjem primeraka preliminarnog prospekta i telefonskim obraćanjem klijentima u nastojanju da kreiraju interesovanje za ponudu hartija od vrednosti;
 8. Kompanija podnosi nadležnom regulatornom telu dopune prospekta, radi odobrenja finalnog prospekta. Kompanija može dostaviti ove dopune zbog promene materijalnog stanja u odnosu na ono koje je postojalo u vreme izrade i dostavljanja dokumentacije tom telu. Takođe, kompanija dostavlja dopune radi popunjavanja praznina koje su ostavljene u preliminarnom prospektu;
 9. Neposredno pred odobrenje finalnog prospekta, kompanija i glavni organizator distribucije donose konačnu odluku o tome

da li će nastaviti sa ponudom hartija od vrednosti i pod kojim uslovima. Uobičajeno, oni kompletiraju poslednje pregovore po zatvaranju tržišta na dan koji prethodi danu odobrenja finalnog prospekta. Taj dan je ugovoren između svih učesnika distribucije i tim povodom ne može biti iznenađenje. Na dan odobrenja finalnog prospekta, organizatori distribucije zaključuju ugovor o organizovanju distribucije sa kompanijom;

10. Istovremeno, kompanija dostavlja regulatornom telu dopunu prospekta koja se odnosi na cenu hartija od vrednosti (kao i druge podatke, ukoliko je došlo do promene određenih okolnosti vezanih za tu kompaniju): cena hartije prema organizatoru distribucije, cena u ponudi prema drugima, visina diskonta prema dilerima i imena organizatora distribucije.
11. Finalni prospekt se odobrava;
12. Organizatori distribucije i dileri, po zaključenju ugovora, započinju prodaju hartija;
13. Zatvaranje, u kom hartije i novac menjaju vlasnike, dešava se, najčešće, tri ili četiri radna dana nakon odobrenja finalnog prospekta;

14. Glavni organizator distribucije zatvara tzv. knjige o ponudi i potom ili distribuira profit ostalim organizatorima distribucije ili poziva iste da snesu svoj deo gubitka.

II. UVOĐENJE HARTIJA OD VREDNOSTI NA OTVORENO TRŽIŠTE

U skladu sa odredbama novog zakona, sva pravna lica koja će izdavati hartije od vrednosti posle dana otpočinjanja primene tog zakona, kao i ona lica koja su već izdala hartije od vrednosti po ranijim propisima, a te hartije nisu povučene ili im nije istekao rok dospeća do dana primene novog zakona, u obavezi su da prođu određene procedure pred Komisijom za hartije od vrednosti, Centralnim registrom hartija od vrednosti i pred berzom.

1. Pravna lica koja će izdavati hartije od vrednosti po novom zakonu

Procedura pred Centralnim registrom hartija od vrednosti

Pravna lica koja će izdavati hartije od vrednosti (izdavaoci) prema odredbama novog zakona mogu da vrše to izdavanje po više različitih osnova predviđenih novim zakonom: radi osnivanja akcio-

narskog društva, radi povećanja osnovnog kapitala novim ulozima, iz rezervi ili ostvarene dobiti akcionarskog društva, radi privatizacije društvenog ili državnog kapitala, radi zamene obveznica ili duga u akcije, zamene akcija kod spajanja i pripajanja akcionarskih društava i sl. Bez obzira na razlog izdavanja, svako lice koje izdaje hartije od vrednosti dužno je da Komisiji za hartije od vrednosti prethodno dostavi dokaz o broju tih hartija, sa imenima, odnosno nazivom lica koja su kupila te hartije u postupku izdavanja i da dobije rešenje od te komisije kojim se odobrava izdavanje tih hartija od vrednosti. Zatim, izdavalac to rešenje dostavlja Centralnom registru hartija od vrednosti, a Centralni registar, na osnovu tog rešenja, vrši unos podataka o vlasništvu nad tim hartijama i novim vlasnicima izdaje potvrde o vlasništvu. Te potvrde, međutim, ne predstavljaju hartije od vrednosti i ne mogu se prenositi, već se prenos vrši isključivo putem davanja naloga za prenos hartija od vrednosti Centralnom registru, i to preko brokera.

Procedura pred berzom

Izdavalac hartija od vrednosti je dužan da u roku od samo tri dana od dana unošenja podataka o vlasništvu u Centralni registar (novi

zakon koristi izraz »upis hartija u Centralni registar«) podnese zahtev berzi za prijem na listing ili zahtev za prijem na slobodno berzansko tržište. Naime, svaka berza, po odredbama novog zakona, ima dva osnovna segmenta: 1) berzansko tržište, na kome se vrši listing kompanija koje ispunjavaju stroge zahteve berze u pogledu boniteta i 2) slobodno berzansko tržište, na kome se vrši kotacija hartija od vrednosti onih kompanija koje ne ispunjavaju uslove za listing ili onih kompanija koje ne žele da se listiraju na berzi, premda ispunjavaju uslove za listing. Drugim rečima, ne postoji mogućnost da jedno pravno lice izdaje bilo koju vrstu hartija od vrednosti (osim onih, naravno, koje po definiciji novog zakona nisu tzv. tržišne hartije od vrednosti), a da ne bude obezbeđeno da se tim hartijama može trgovati na berzi.

2. Pravna lica koja su izdala hartije od vrednosti pre dana primene novog zakona

Procedura pred Centralnim registrom

Sva pravna lica koja su već izdala hartije od vrednosti po ranijim propisima, a te hartije nisu povučene ili im nije istekao rok dospeća do dana primene novog zakona, u obavezi su da izvrše upis

tih hartija, u odgovarajućem roku, u Centralni registar, pri čemu će biti identifikovani zakoniti vlasnici tih hartija i one biti prenete na njihove vlasničke račune hartija od vrednosti koji se vode u tom registru.

Za preduzeća koja su transformisana u postupku privatizacije podatke o izdatim akcijama i vlasnicima tih akcija dostavlja Privremeni registar, ali i sama ta preduzeća, što će omogućiti proveru, upoređivanje i eventualno sravnjivanje podataka koji se nalaze u Privremenom registru i podataka u knjigama akcionara koje se vode u tim preduzećima. Način dostavljanja podataka i preciznu proceduru propisuje Centralni registar svojim opštim aktom. Tim aktom će se utvrditi koji se podaci dostavljaju elektronskim putem, a koji u pismenoj formi.

Druga pravna lica dostavljaju navedene podatke sama i neposredno Centralnom registru, i to elektronskim putem i u pismenoj formi.

Posebnu proceduru utvrđuje Centralni registar za hartije koje glase na donosioca.

Od svih izdavalaca hartija od vrednosti zahtevaće se da, prethodno ili istovremeno sa dostavljanjem podataka Centralnom registru,

izvrše tzv. homogenizaciju hartija od vrednosti koje su ranije izdali, odnosno da izvrše usklađivanje i selekciju tih hartija po klasama i serijama, u zavisnosti od vrste prava i obaveza koje iz tih hartija proizilaze.

Procedura pred berzom

Sva pravna lica (akcionarska društva nastala privatizacijom, banke, osiguravajuća društva i drugi izdavaoci hartija od vrednosti) koja su hartije od vrednosti, tj. akcije ili obveznice koje još nisu dospele, izdala pre dana primene novog zakona, nakon upisa tih hartija u Centralni registar dužna su da prijave te hartije na berzi tako što će podneti zahtev berzi za prijem na listing ili zahtev za prijem na slobodno berzansko tržište. Očigledna je namera zakonodavca da ostane dosledan u pogledu davanja mogućnosti za trgovinu svim (dakle i ranije emitovanim) hartijama od vrednosti na organizovanom tržištu.

LITERATURA

1. Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation*, fourth edition, 2002.
2. *Securities Act of 1933, 2(10)(b), SEC Securities Act Rule 134, 17 CFR*

FINANSIJE

3. *SEC Securities Act Rule 430A, 17 CFR*
4. *CARL W. SCHNEIDER, Going Public - Practice, Procedure and Consequences, 1990.*
5. *LARRY D. SODERQUIST, Understanding the Securities Laws, third edition, 1998.*
6. *LARRY D. SODERQUIST & A.A. SOMMER, Understanding Corporation Law, 1990.*
7. *Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata.*

Rad primljen: 14. 07. 2005.

UDC: 330.131.5/.7

JEL: E52

Stručni članak

IZAZOVI *CAPM* MODELA

CHALLENGES OF CAPM MODEL

**Mr Vladan PAVLOVIĆ, Univerzitet primenjenih nauka
Megatrend, Beograd
Mr Saša MUMINOVIĆ, Julon, Ljubljana**

Rezime:

Ekonomski modeli predstavljaju veliki izazov kako za teoretičare tako i za praktičare. Predstavljanje ekonomske stvarnosti, čije ponavljanje nije nužno manifestaciono jednako i koje u sebi ima element stohastičnosti, na način blizak egzaktim naukama, neminovno vodi kontroverzama i stalnom preispitivanju modela. Jedan od brojnih modela je i Model cene kapitalne aktive (*Capital Asset Pricing Model*) nobelovca Willama Sharpa razvijen pre više od 40 godina koji je još uvek predmet empirijskih potvrđivanja/osporavanja i teorijskih rasprava. Svaki ekonomski model predstavlja pojednostavljenu sliku stvarnosti, te polazi od više ili manje realnih pretpostavki. Međutim, osporavanja CAPM modela tokom poslednjih godina idu dotle da negiraju upotrebljivost modela čak iako su ispunjene polazne pretpostavke. CAPM model je još uvek u tranzicionim zemljama, gotovo neprimenjiv. Međutim, započinjanje procesa približavanja EU i očekivani intenzivniji razvoj tržišta kapitala, nameće potrebu za boljim razumevanjem CAPM modela, odnosno pretpostavki na kojima počiva, njegovim ograničenjima i postojećim alternativama. Ovo je od koristi ne samo potencijalnim pojedinačnim investitorima u hartije od vrednosti koji nameravaju da ulažu u akcije sa ciljem maksimiziranja prinosa na kapital i institucionalnim investitorima koji odabiraju portfelj u cilju upravljanja rizikom, već i menadžerima domicilnih kompanija čije će akcije biti predmet kupoprodaje na berzi, kako bi bolje razumeli model koji strani investitori najčešće koriste za procenjivanje vrednosti akcija. Empirijska

istraživanja su pokazala da beta koeficijent ne mora biti dobar indikator prinosa koji će se ostvariti, ali ostaje praktičan vodič za određivanje rizika i prinosa koji se mogu zahtevati na tržištima kapitala, kao i pogodan okvir za razumevanje sistemskog rizika, diverzifikacije i premije za rizik iznad bezrizične stope koja je potrebna za privlačenje kapitala.

Ključne reči: EKONOMSKI MODELI; PREISPITIVANJE MODELA; MODEL CENE KAPITALNE AKTIVE.

Summary:

Economic models represent a great challenge for both theoreticians and pragmatists. The representation of the economic reality, whose repetition is not obligatorily equally manifested, and which contains an element of stochastic, in a way close to the exact sciences, does inevitably lead to controversies and a constant re-examination of the model. Capital Asset Pricing Model, created by the Nobel-award winner William Sharp, is one of the numerous models, and was developed more than 40 years ago. It is still the subject of empirical confirmations / disputing and theoretical discussions. Each economic model accounts for a simplified picture of reality, starting from more or less realistic assumptions.

However, the CAP model negating during the past several years has almost reached the point of negating the model applicability even though the initial pre-suppositions have been met. The CAP model is still almost inapplicable in transition countries. On the other hand, the starting off of the process of closing in on the European Union alongside a more intensive capital market development that is being expected poses a need for a better understanding of the CAP model, i.e. assumptions on which it exists, its provisos and current alternatives. This is to the benefit of not only potential investors in securities, who intend to invest in shares aiming to maximize their capital gains, and institutional investors, who opt for a portfolio in order to manage risk, but also to the benefit of domicile companies' managers, whose shares are going to be the subject of buying and selling on the stock exchange, so as to better understand the model most frequently used by foreign investors when they assess share value. Empirical research has demonstrated that the beta coefficient need not necessarily be a good indicator of the gains to be achieved, but still it remains a practical benchmark in determining risks and gains which may be requested in capital markets and a suitable framework for understanding a system risk, diversification and a risk premium above non-risk-bearing rate which is needed for capital generation.

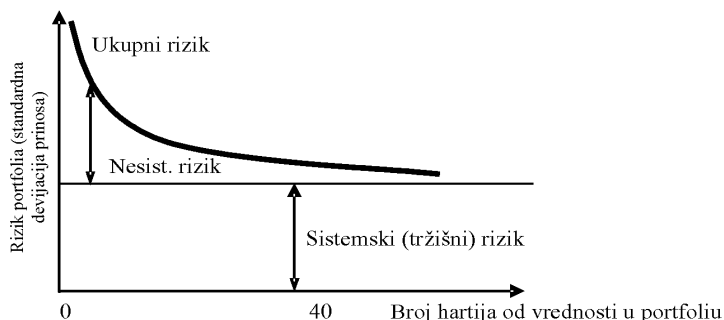
Key words: ECONOMIC MODELS; MODEL RE-EXAMINATION; CAPITAL ASSET PRICING MODEL..

UVOD

Model cene kapitalne aktive (*Capital Asset Pricing Model – CAPM*) predstavlja model koji opisuje odnos između rizika i očekivanog prinosa. Čak i veoma veliki portfolio sadrži određeni rizik, ali ne toliko koliko bi iznosio u pojedinačnom investiranju. Grafikon broj 1 pokazuje uticaj broja akcija na portfolio rizik. Može se uočiti da rizik opada do određene granice sa porastom broja akcija u portfoliju. Prema empirijskim podacima standardna devijacija prosečne

Deo rizika koji se može eliminisati kod ulaganja u hartije od vrednosti naziva se nesistemska, specifični, diverzibilan; dok je deo rizika koje se ne može eliminisati nazvan tržišni, odnosno nesistemska ili beta rizik. Specifični rizik je uzrokovan različitim okolnostima: sudskim parnicama, štrajkovima, uspešnim i neuspešnim marketing programima, zaključivanjem loših ugovora i dr. što je jedinstveno za konkretno preduzeće. Sistemski rizik potiče od faktora koji utiču na većinu preduzeća: rat, inflacija, recesija, visoke kamate....

Grafikon 1: CAPM model



Izvor: Glen (1997) str. 258.

akcije je oko 35%, dok tržišni portfolio ima standardnu devijaciju oko 18%. Prema tome, formiranjem portfolia moguće je umanjiti rizik za oko 50%. Efekat je vidljiv već sa 40 različitih akcija¹.

¹ Postoje mišljenja da je efekat vidljiviji već i sa 15 hartija od vrednosti u portfoliju

Poznato je da investitori zahtevaju premiju za preuzimanje višeg rizika - veći nivo rizika korepondira sa većim prinosom, da bi se privukli investitori. Model cene kapitalne aktive (CAPM) je oruđe analize povezanosti rizika i prinosa. Osnovni zaključak modela je: *Rizičnost pojedinačne akcije se ogleda u njenom doprinosu rizičnosti dobro razuđenog portfolija.*

Modelom CAPM se meri odnos između sistemskog rizika i stope prinosa na hartije od vrednosti. Osnovni princip ovog modela je, da hartije od vrednosti sa istim sistemskim rizikom treba da imaju istu očekivanu stopu prinosa. Model CAPM je u teoriji i praksi poznat kao zakon jedinstvene cene. Ukoliko su prinosi različiti, tada je neophodno uravnoteženje postići trgovanjem na tržištu kapitala, sve dok se cene ovih hartija od vrednosti ne ujednače.

U razvijenim tržišnim ekonomijama CAPM model često primenjuju investitori u akcije za određivanje cene kapitala, kao komponente prinosa metode. Cena kapitala se može utvrđivati i drugim metodama. U uslovima nerazvijenog tržišta kapitala CAPM model je neprimenjiva, a cena kapitala se, po pravilu, utvrđuje metodom „zidanja“ (*Build of approach*). Cena kapitala se može utvrđivati i pomoću metode ponderisane prosečne cene kapitala i metode uvećavanja troška duga za premiju za rizik. Pored ovih metoda, u SAD se cena kapitala često utvrđuje i pomoću Generalnog uputstva.²

² U SAD je bilo u upotrebi više ovakvih uputstava u kojima su premije rizika za svaku grupu date u određenim intervalima, koji odgovaraju pojedinim stepenima rizika. Poznata i dugo korišćena uputstva su Badgerovo iz 1925. godine, Dewingovo iz 1953. godine i Schiltovo generalno uputstvo iz 1982. godine.

Teorija procene običnih akcija doživela je velike promene tokom poslednjih dvadeset godina. Ona je predmet velikih kontroverzi. Stoga nijedna metoda procene nije univerzalno prihvaćena. Ipak, poslednjih nekoliko godina je sve prihvaćenija ideja da pojedine obične akcije treba analizirati kao deo ukupnog portfelja običnih akcija koje investitor može imati. Drugim rečima, investitora ne zanima toliko porast ili pad vrednosti određene akcije koliko ono što se događa sa ukupnim portfeljom. Takvo poimanje je imalo vrlo veliki uticaj na određivanje stope prinosa na obične akcije, koje za razliku od prioritetnih akcija nose daleko veću nesigurnost u pogledu budućih prinosa.

CAPM model je predmet velikih kontroverzi. Od opšteg prihvatanja kako od strane teoretičara tako i investitora, do osporavanja i potpunog nipodaštavanja od strane teoretičara poslednjih godina. Teoretičari su izložili brojne kritike CAPM modela i kao alternativu razvili faktorski model i višefaktorske modele. Međutim, praktičari i dalje radije koriste CAPM model. U radu će se izložiti pretpostavke neophodne za razumevanje CAPM modela, kritike ovog modela i dati uvid u alternativne višefaktorske modele. Budući da se u skorijoj budućnosti očekuje intezivniji razvoj tržišta kapitala, razumevanje upotrebljivosti, odnosno ograničenja CAPM modela može biti od velike koristi.

1. OSNOVNE PRETPOSTAVKE MODELA

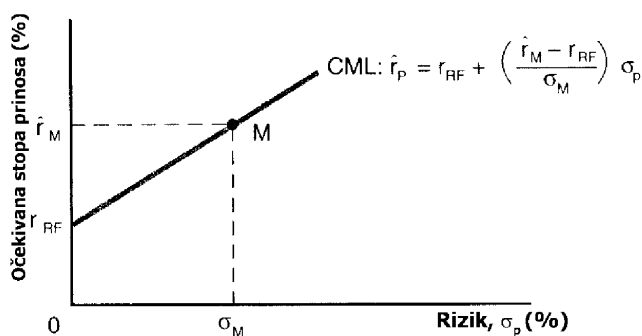
a) Linija tržišta kapitala (*capital market line*)

Pored premisa vezanih za teoriju portfolija uvode se sledeće premise:

- bezrizična kamatna stopa, po kojoj se može investirati, odnosno podići proizvoljna količina novca,
- kod investitora postoje ista očekivanja u odnosu na prinos i rizik.

Individualni portfoliji, shodno teoriji selekcije portfolija, mogu se nalaziti bilo gde na krivi efikasnosti. Ako se grafički povežu osni presek r_{RF} na ordinati sa individualnim portfolijom na krivi efikasnosti to će rezultirati sa individualnim pravama portfolija za svakog investitora. Međutim, samo jedna prava koja dominira u odnosu na rizik i naziva se linija tržišta kapitala (*Capital Market Line, Kapitalmarktlinie*). Nju determinišu dve tačke, i to: presek ordinate r_{RF} , i tangenta tačka sa krivom efikasnosti tržišnog portfolia. Grafički se linija tržišta kapitala može prikazati grafikonom br.2

Grafikon: 2. Linija tržišta kapitala



Izvor: Brigham i Daves (2004) str. 87.

Uzimanje u model mogućnosti bezrizičnog ulaganja r_{RF} ima dalekosežne implikacije. Uključivanje mogućnosti bezrizičnog ulaganja u neki portfolio najpre bi dovelo do kombinacije individualnog portfolija investitora sa mogućnošću bezrizičnog ulaganja.

Matematički se linija tržišta kapitala može prikazati na sledeći način:

$$\hat{r}_p = r_{RF} + \left(\frac{\hat{r}_M - r_{RF}}{\sigma_M} \right) \sigma_p$$

- očekivani prinos portfolia p ,

- bezrizično ulaganje,
- standardna devijacija portfolia i .
- standardna devijacija tržišnog portfolia M
- zahtevana stopa prinosa.

Linija tržišta kapitala se može interpretirati na sledeći način: Ako su investitori spremni da snose rizik, onda mogu da očekuju premiju za pokriće rizika od s_p/s_M , odnosno ako se promeni rizik s_p za jednu jedinicu to onda vodi do promene očekivanog prinosa od $(s_p/s_M)s_M$. Model uvođenjem tržišnog portfolija koji se bazira na prihvatanju istih očekivanja investitora daje, nasuprot teoriji portfolija, prednost da svi investitori imaju (umesto jednog individualnog portfolia) isti sastav portfolija.

b) Tržišna linija finansijskog instrumenta (*security market line*)

Svaki investitor, shodno svojim preferencijama, drži tržišni portfolio. Investitori koji žele da izbegnu rizik tražiće da očekivani prinos tržišnog portfolija bude veći od prinosa nerizičnog finansijskog instrumenta za premiju, koja odgovara riziku držanja tržišnog portfolija. Ova razlika naziva se tržišna cena rizika.

S obzirom da je u tržišnom portfoliju predstavljen svaki rizični

finansijski instrument shodno svom udelu u ukupnom prometu svih finansijskih instrumenata, njegov očekivani prinos se može izraziti u relaciji sa tržišnim portfolijom. Tako se neki portfolio može sastojati iz udela finansijskog instrumenta i , $(1-a)$ delova tržišnog portfolia M . Očekivani prinos ovog portfolija može se prikazati kao:

$$r_i = r_{RF} + (r_M - r_{RF})\beta$$

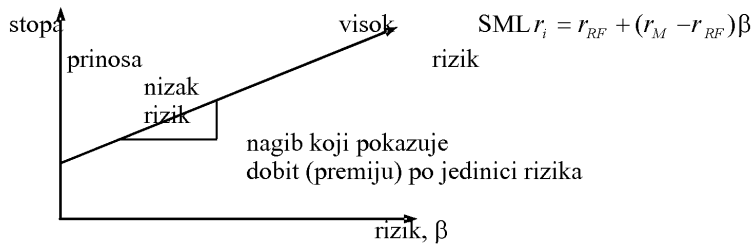
SML: zahtevani prenos akcije i = bezrizična stopa + (premija rizika)(beta te akcije)

Faktor beta (β) izražava rizičnost finansijskog instrumenta u odnosu na tržišni rizik. Matematički, beta finansijskog instrumenta je njegova kovarijansa u odnosu na tržišni portfolio podeljena sa varijansom tržišnog portfolija.

Očekivani prinos finansijskog instrumenta nalazi se na liniji koja povezuje prinos nerizičnog ulaganja i prinos tržišnog portfolija. Mesto na toj liniji zavisice od faktora beta finansijskog instrumenta.

Linija koja povezuje prinos nerizičnog ulaganja i tržišnog portfolija naziva tržišna linija finansijskog instrumenta (*Security Market Line*) i prikazana je sledećim grafikonom:

Grafikon 3: SML kriva - veza između rizika i prinosa



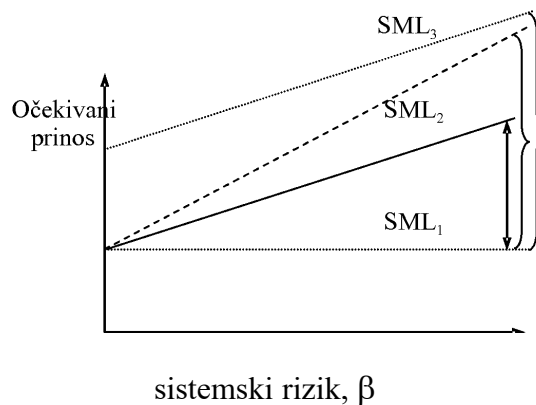
Izvor: Glen (1997) str. 259.

Sve hartije od vrednosti možemo locirati uzduž SML krive, grafikona 3, povezujući prinos i nesistemski rizik. CAPM model se može postaviti i u obliku premije rizika. Premija rizika izračunava se kao razlika očekivane stope prinosa portfolija (tržišni indeks) i stope prinosa na nerizične investicije .

gde je:
 SML_2 - promena averzije prema riziku u odnosu na SML_1
 SML_3 - promena u očekivanoj stopi inflacije u odnosu na SML_1

Iz grafikona se vidi da prinos na nerizično ulaganje ima faktor beta jednak nuli ($\beta=0$), dok prinos tržišnog portfolia ima faktor beta jednak jedan ($\beta=1,0$).

Grafikon: 4. Promena u očekivanoj inflaciji, i/ili u averziji prema riziku



FINANSIJE

Za praktičnu primenu CAPM modela treba znati betu finansijskog instrumenta, nerizičnu kamatnu stopu i premiju na rizik tržišnog portfolija izabranog finansijskog instrumenta.

Stopa prinosa se definiše kao promena tržišne cene akcije uvećane za isplaćene dividende, a zatim podeljenu početnom cenom, a rizik kao odstupanje stvarnog od očekivanog prinosa, odnosno kao varijabilnost prinosa akcija.

Beta reprezentuje odnos promene dodatnog prinosa na akciju i promene dodatnog prinosa tržišta. Ako je beta 1,0 znači da se dodatni prinos na akciju menja proporcionalno sa dodatnim prinosom za tržišni portfelj, odnosno akcija ima jednaki sistemski rizik kao i celo tržište.

Stopa prinosa k_i od akcije (HOV) u CAPM-u određen je SML (*Security Market Line*) jednačinom.

Investitori u rizične vrednosne papire očekuju prinose koji su u odnosu na stopu prinosa od nerizičnog ulaganja dodatno uvećani za naknadu za preuzeti rizik. Ova naknada data je proizvodom beta-koeficijenta i premije rizika posmatranog tržišta, te je dakle, proporcionalna preuzetom riziku.

Ovaj model, poprilično jednostavan za razumevanje i primenu, razvijen je 1960-tih godina, od strane nobelovca Willama Sharpa. Kao i svaki drugi model i ovaj model predstavlja pojednostavljenu sliku stvarnosti, te polazi od sledećih pretpostavki:

Tržišta kapitala su efikasna, odnosno investitori su dobro informisani,

- Transakcioni troškovi su niski,
- Postoje zanemarljive restrikcije na ulaganja,
- Zanemareno je oporezivanje,
- Nijedan investitor nije dovoljno veliki da bi mogao da utiče na tržišnu cenu akcija,
- Postoje nerizični finansijski instrumenti koje svaki investitor može uključiti u svoj portfolio,
- Investitori imaju jednaka (homogena) očekivanja budućih prinosa,
- Postojanje jednog vremenskog perioda u kome se očekuje prinos,
- Sva finansijska aktiva je utrživa i
- Moguće je pozajmiti neograničeni iznos po bezrizičnoj kamatnoj stopi.

2. KONTROVERZE MODELA

Rane empirijske analize su pokazale da beta ima prihvatljivu moć predviđanja u odnosu na prinos, a posebno u odnosu na prinos na portfelj običnih akcija.

Međutim, istraživanjem stvarnih prinosa akcija, uočene su određene anomalije.

- Jedna od anomalija je poznata kao efekat veličine. Naime, uočeno je da obične akcije preduzeća sa malom tržišnom kapitalizacijom (cena akcija pomnožena sa brojem akcija u prometu) osiguravaju više prinose nego obične akcije preduzeća sa visokom kapitalizacijom, ukoliko su svi ostali uslovi isti;
- Druga nepravilnost je da obične akcije sa niskom odnosima *cena/zarade* i *tržišne i knjigovodstvene vrednosti* prolaze bolje nego obične akcije sa visokim odnosima;
- Sledeća nepravilnost je da se viši prinosi postižu ukoliko se obične akcije drže od decembra do januara nego u bilo kom drugom periodu slične dužine. Ova pojava, otkrivena pre mnogo godina,

poznata je pod nazivom *januarski efekat*³;

- Tokom određenih perioda državne obveznice su imale više stope prinosa od akcija;
- Tokom 80-ih godina prošlog veka, akcije sa niskim beta koeficijentom su imale više prinose od akcija sa visokim beta koeficijentom.

U članku *The Cross - Section of Expected Stock Returns* Eugene Fama i Kenneth French su snažno napali sposobnost CAPM za objašnjavanje prinosa na obične akcije, tvrdeći da je beta, kao jedina varijabla koja objašnjava prinos "mrtva".⁴ Do ovog zaključka su Fama i French došli empirijskim istraživanjem odnosa između prinosa na obične akcije, tržišne kapitalizacije preduzeća (veličine), odnosa tržišne i knjigovodstvene vrednosti i bete u SAD na tržištima akcija NYSE, AMEX i NASDAQ u razdoblju od 1963. do 1990. godine. Analiza je otkrila da su veličine i

³ Ovaj efekat se ne pojavljuje svake godine.

⁴ Fama F. Eugene, French R. Kenneth, "The Cross-Section of Expected Stock Returns", *Journal of Finance*, Vol. 47, June 1992, p.p. 427-465.

tržišne i knjigovodstvene vrednosti kao varijable snažni indikatori prosečnih prinosa na akcije. Uključivanjem ovih varijabli u regresivnu analizu, ustanovili su da dodata beta ima vrlo malu moć objašnjavanja, te sugerišu da su faktori rizika tržišna vrednost preduzeća (veličina) i odnos tržišne i knjigovodstvene vrednosti, odnosno da su tržišna vrednost preduzeća (veličina) i odnos tržišne i knjigovodstvene vrednosti bolji indikatori prosečnih prinosa na akcije od bete. Potrebno je pri tome napomenuti da za ovo otkriće nije ponuđena teorijska osnova.

Fama i French objašnjavaju tržišnu vrednost prinosa sa dve varijable koje se zasnivaju na tržišnoj vrednosti. U vršenoj analizi se nisu toliko usredsredili na rizik koliko na ostvarene prinose, te se ipak smatra da je beta i dalje adekvatna mera rizika. "Dok beta ne mora biti dobar indikator prinosa koji će se ostvariti investiranjem u obične akcije, beta ostaje adekvatna mera rizika. Do one mere do koje investitori nisu skloni riziku, beta pruža informaciju o osnovnom minimalnom prinosu koji mogu očekivati. Investitori mogu i ne moraju ostvariti taj prinos. Ali za potrebe poslovnih finansija, beta, ipak, predstavlja dobar

vodič za alociranje kapitala na investicione projekte"⁵

U prvoj studiji⁶, objavljenoj 1992. godine autori smatraju da SML linija treba da ima tri faktora:

- prvi faktor koji meri komponentu tržišnog rizika,
- drugi je veličina preduzeća emitenta mereno MVE (*market value of its equity*), zbog različite rizičnosti akcija malih i velikih preduzeća i
- treći je B/M (*book to market ratio*) knjigovodstvena vrednost kapitala podeljena sa tržišnom vrednošću kapitala. Ukoliko je odnos B/M veći investitori su optimističnog očekivanja u pogledu budućnosti akcija tog preduzeća.

Rezultati testiranja hipoteza pokazali su da akcije malih preduzeća i preduzeća sa većim B/M imaju veće stope prinosa od prosečnih akcija. Istovremeno nisu otkrili povezanost koeficijenta β i prinosa. Nakon uzimanja u obzir

⁵ Van Horne C. James, Wachowicz M. John (1995): *Fundamentals of Financial Management*, Ninth Edition. New Jersey: Prentice Hall, str.109.

⁶ Eugene F. Fama and Kenneth R. French (1992): "The Cross-Section of Expected Stock Returns", *Journal of Finance* Vol. 47, June 1992, p.p.427-465

prinosa u zavisnosti od veličine preduzeća i B/M-a akcije sa visokim koeficijentom nisu imale veći od prosečnog prinosa.

U drugoj studiji⁷ pomenuti autori razvili su trofaktorski model baziran na prethodnim rezultatima. Prvi faktor predstavlja premiju tržišnog rizika, odnosno razliku prinosa tržišta β i bezrizične stope β . Za određivanje drugog faktora sve aktivne akcije svrstane su u dva portfolija prema veličini – akcije malih preduzeća i akcije velikih preduzeća. Izračunali su prinos za ta dva portfolija, i kreirali novi portfolio koji je sadržavao razliku pomenuta dva, nazvavši ga SMB portfolio.

$$SMB = \frac{1}{3}(S/L + S/M + S/H) - \frac{1}{3}(B/L + B/M + B/H)$$

Navedeni treći portfolio je kreiran sa ciljem merenja varijacije u prinosima akcija koje uzrokuje efekat veličine. Za treći faktor sve akcije su rangirali u skladu sa B/M, 30% sa najvišim odnosom su svrstali u H portfolio, 30% sa najnižim odnosom u L portfolio.

⁷ Eugene F.Fama and Keneth R. French (1993): "Common Risk bFactors in the Returns on Stocks and Bonds", Journal of *Financial Economics*, Vol.33, p.p.3-56

Potom su oduzeli prinos L portfolija od H portfolija, i nazvali rezultirajući HML portfolio. Tabela br. 1.

$$HML = \frac{1}{2}(S/H + B/H) - \frac{1}{2}(S/L + B/L)$$

Konačna jednačina modela izgleda:

$$(\bar{r}_i - \bar{r}_{RF}) = a_i + b_i(\bar{r}_M - \bar{r}_{RF}) + c_i(\bar{r}_{SMB}) + d_i(\bar{r}_{HML}) + e_i$$

gde je:

- istorijska (realizovana) stopa prinosa akcije i ,
- istorijska (realizovana) bezrizična stopa prinosa,
- istorijska (realizovana) stopa prinosa tržišta,
- razlika istorijskih (realizovanih) stopa prinosa portfolija malih akcija i portfolija velikih akcija,
- razlika istorijskih (realizovanih) stopa prinosa portfolija akcija sa visokim B/M i portfolija akcija sa niskim B/M,
- vrednost preseka ordinate pri vrednosti akcije i
- koeficijenti regresije
- slučajna greška, koja odražava razliku aktualnog prinosa akcije i , u datom periodu i prinosa određenog regresionom krivom.

FINANSIJE

Ukoliko se pretpostave podaci o regresionim koeficijentima $a_i = 0,0$, $b_i = 0,9$, $c_i = 0,2$ i $d_i = 0,3$, uz premiju tržišnog rizika od 6%, bezrizičnu stopu 6,5%, $r_{SMB} = 3,2\%$ i $r_{HML} = 4,8\%$, koristeći CAPM SML očekivana stopa prinosa bila bi:

$$r_i = r_{RF} + a_i + b_i(r_M - r_{RF}) \\ = 6,5\% + 0,0\% + 0,9(6\%) = 11,9\%$$

Koristeći pak Trofaktorski Fama-French model:

$$r_i = r_{RF} + a_i + b_i(r_M - r_{RF}) + \\ c_i(r_{SMB}) + d_i(r_{HML}) = \\ = 6,5\% + 0,0\% + 0,9(6\%) + 0,2(3,2\%) + \\ 0,3(4,8\%) = 13,98\%$$

Trofaktorski Fama-French model je do danas više korišten u akademskim krugovima, nego od strane investitora i analitičara u praksi. Jedan od razloga je dostupnost podataka potrebnih za primenu modela. Drugi razlog leži u težini procene očekivanih vrednosti faktora veličine i B/M faktora. Iako su poznati prošli, istorijski podaci, oni nisu dovoljno dobra pretpostavka za buduća kretanja. I treći razlog koji leži u otporu promenama. Većina investitora i analitičara sa primenom modela počće tek nakon njegovog širokog prihvatanja u akademskim krugovima.

Tabela br:1. Sumarni statistički podaci

	$r_M - r_{RF}$	SMB	HML	S/L	S/M	S/H	B/L	B/M	B/H
7/29-6/97: 816 meseci									
Ave	0,67	0,20	0,46	1,05	1,30	1,53	0,89	1,04	1,34
Std	5,75	3,26	3,11	7,89	7,49	8,38	5,65	6,19	7,41
t(Ave)	3,34	1,78	4,24	3,80	4,96	5,21	4,52	4,78	5,16
7/29-6/63: 408 meseci									
Ave	0,82	0,19	0,50	1,09	1,22	1,49	0,81	1,01	1,40
Std	6,89	3,65	3,59	9,01	9,13	10,57	6,50	7,73	9,52
t(Ave)	2,41	1,07	2,80	2,44	2,71	2,85	2,52	2,64	2,98
7/63-6/97: 408 meseci									
Ave	0,52	0,21	0,43	1,01	1,38	1,57	0,98	1,06	1,27
Std	4,32	2,83	2,54	6,60	5,38	5,37	4,65	4,12	4,38
t(Ave)	2,44	1,53	3,38	3,10	5,17	5,88	4,24	5,20	5,87
7/73-12/93: 246 meseci									
Ave	0,51	0,33	0,50	1,23	1,60	1,76	0,96	1,20	1,44
Std	4,79	2,75	2,74	6,88	5,64	5,68	5,22	4,53	4,67
t(Ave)	1,68	1,88	2,87	2,81	4,46	4,87	2,90	4,17	4,83

Izvor: Davis, Fama i French, K.R. (2000), str. 393.

S druge strane, postoje i studije⁸ koje osporavaju validnost ovog modela. Neke od njih sugeriraju da efekat veličine nema uticaja na prinose akcija, odnosno na prinose većine akcija. Isto tako *book-to-market* efekat nije značajan koliko se na početku smatralo, te apsolutna validnost CAPM-a nije dovedena u pitanje. Studija Fama i French je potaknula daljnja istraživanja koja su došla do potpuno suprotnih rezultata i zaključaka. Amihud, Christensen, i Mendelson⁹, su koristeći iste podatke izveli nove statističke testove i pokazali da su razlike u beta koeficijentima odgovarale razlikama u prinosima tokom posmatranog perioda. Isto tako su Kothari i Shanken¹⁰ izračunali beta koeficijente na osnovu godišnjih podataka, a ne na osnovu kraćih vremenskih intervala koji se koriste pri-

⁸ Peter J. Knez & Mark J. Ready (1997): "On the Robustness of Size and Book-to-Market in the Cross-Sectional Regressions", *Journal of Finance*, p.p.1355-1382; Dongcheol, K. (1997): "A Reexamination of Firm Size, Book-to-Market, and Earnings Price in the Cross-Section of Expected Stock Returns", *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, p.p.463-489. i druge studije

⁹ Amihud, Y., B. Christensen and H. Mendelson (1992): *Further Evidence on the Risk-Return Relationship*, Working Paper, New York University.

¹⁰ Kothari, S.P. and J. Shanken (1995): In Defense of Beta, *Journal of Applied Corporate Finance*, v8(1), 53-58.

likom većine testiranja, i zaključili da beta koeficijent opisuje značajnu deo razlika u prinosima investicija. Chan i Lakonishok¹¹ su posmatrali znatno duže vremenske serije prinosa od 1926. do 1991. godine i ustanovili da pozitivna korelacija koeficijenta beta i stope prinosa nije postojala tek nakon 1982. godine. Takođe su došli do zaključka da je beta koeficijent koristan vodič za rizik u ekstremnim tržišnim uslovima – najrizičnija preduzeća su se ponašala znatno lošije nego tržište u deset najlošijih meseci u periodu 1926-1991. godine.

Dakle, CAPM ostaje praktičan vodič za određivanje rizika i prinosa koji se mogu zahtevati na tržištima kapitala i pogodan je kao opšti okvir za razumevanje neizbežnog (sistemskog) rizika, diverzifikacije i premije za rizik iznad bezrizične stope koja je potrebna za privlačenje kapitala. Taj okvir je primenjiv na sve modele procene vrednosti.

Ali, u svakom slučaju CAPM model kao jednofaktorski model ne omogućuje precizno merenje procesa tržišne ravnoteže ili prinosa na određenu akciju.

Najveći izazov CAPM modelu verovatno predstavlja faktorski model, odnosno teorija arbitražnog

¹¹ Chan, L.K. and J. Lakonishok (1993): Are the reports of Beta's death premature?, *Journal of Portfolio Management*, v19, 51-62.

procenjivanja vrednosti (The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing - APT), koju je razvio Stephen A. Ross¹². Prema ovoj teoriji cena akcija zavisi od kretanja više faktora ili indeksa, a preovladava efikasnost arbitraže. Ukoliko investitori različito sagledavaju faktore rizika proizilazi da CAPM beta nije dobar indikator očekivanog prinosa. Osnovna ideja je da će na konkurentnim finansijskim tržištima arbitraža omogućiti cenovnu ravnotežu s obzirom na rizik i prinos. Arbitraža označava pronalaženje dveju jednakih stvari, te kupovanje jeftinije i prodavanje skuplje.

Pretpostavke faktorskog modela su:

- Prinos na akcije je određen linearnim faktorskim modelom;
- Broj razmatranih akcija je beskonačan; i
- Tržište kapitala je idealno

APT teorija upućuje na razmatranje nekoliko uobičajenih faktora rizika na osnovu čega se dolazi do zaključka o potcenjenosti i precenjenosti akcija. Ovaj multifaktorski model polazi od ideje da na cene akcija utiču neki zajednički elementi (faktori), ali i slučaj. Cilj je da se izoluje elemenat slučajnosti kako bi se dobili opšti (svakodnevni) fak-

¹² Ross A. Stephen, "The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing", *Journal of Economic Theory* 13, December 1976, p.p. 341-346.

tori. Jedan od načina da se to učini jeste i statistička analiza poznata kao faktorska analiza. Drugi način jeste specificiranje tih faktora na teorijskoj osnovi, a zatim njihovo testiranje. U praksi se najčešće koriste tri grupe faktora, i to:

1. Statistički faktori;
2. Makroekonomski faktori; i
3. Mikroekonomski faktori.

Statistički faktori predstavljaju skup faktora, dobijenih na osnovu faktorske analize, koji na najbolji način opisuju promene u prinosu na akcije koje su se dešavale u prošlosti (izvlače se, prema tome, na osnovu istorijskih podataka).

Najčešće korišćeni makroekonomski faktori su:¹³

- Kamatna stopa 30-godišnjeg hipotekarnog kredita (Mortgage Rate – MR), koja se upotrebljava u cilju predstavljanja opšte kamatne stope;
- Stopa primarnog zajma banke (Bank Prime Loan Rate –

¹³ Chen, N., Roll, R., Ross, S., "Economic Forces and the stock Market", *Journal of Business*, Vol 59., No.3., 1986, p.p 383-403, Maturi, R., *Divining the Dow*, 100 of the World's Most Widely Followed Stock Market Prediction Systems, Probus Publishing Co., 1993, prema: Stanojević, Lj., *Primena neuronskih mreža u kratkoročnim finansijskim predviđanjima*, Magistarska teza, Megatrend univerzitet primenjenih nauka, Beograd, 2005.

BPLR), koja se upotrebljava u cilju predstavljanja opšte kamatne stope uz kamatnu stopu na 30-godišnji hipotekarni kredit;

- Stopa federalnih fondova (Federal Funds Rate), koja predstavlja kamatnu stopu bez rizika;
- Stopa ukupnog prinosa na S&P 500 indeks (S&P Total Return Rate);
- Indeks industrijske proizvodnje (Industrial Production Index);
- Stopa nezaposlenosti (Unemployment Rate);
- Stopa inflacije;
- Indeks vodećih indikatora (Index of Leading Indicators), koji predstavlja glavni barometar buduće ekonomske aktivnosti.¹⁴

Mikroekonomski faktori predstavljaju računovodstveni koeficijenti rentabilnosti, obrta, likvidnosti,

¹⁴ Maturi, R., *Divining the Dow, 100 of the World's Most Widely Followed Stock Market Prediction Systems*, Probus Publishing Co., 1993, prema: Stanojević, Lj., *Primena neuronskih mreža u kratkoročnim finansijskim predviđanjima*, Magistarska teza, Megatrend univerzitet primenjenih nauka, Beograd, 2005.

zaduženosti i produktivnosti.

Roll i Ross veruju da su sledećih pet faktora najvažniji¹⁵:

1. Očekivana promena inflacije;
2. Nepredvidiva promena inflacije;
3. Nepredvidiva promena u industrijskoj proizvodnji;
4. Nepredvidiva promena u razlici prinosa niskokvalitetnih i visokokvalitetnih obveznica (premija za default rizik);
5. Neočekivana promena u razlici prinosa dugoročnih i kratkoročnih obveznica.

Očekivana promena inflacije, nepredvidiva promena inflacije i nepredvidiva promena u industrijskoj proizvodnji prvenstveno utiču na novčani tok preduzeća, a time i na visinu dividendi, dok nepredvidiva promena u razlici prinosa niskokvalitetnih i visokokvalitetnih obveznica i neočekivana promena u razlici prinosa dugoročnih i kratkoročnih obveznica utiču na tržišnu kapitalizaciju ili diskontnu stopu.

Tako će akcije koje imati istu betu biti različito percipirane od strane različitih investitora u zavisnosti od njihovog stava prema različitim faktorima rizika. Tako su

¹⁵ Roll Richard, Ross A. Stephen, "The Arbitrage Theory Approach to Strategic Portfolio Planning", *Financial Analysts Journal* 40, May-June 1984, p.p. 14-26.

jedni spremni prihvatiti veći rizik inflacije, drugi veći rizik promene u razlici prinosa niskokvalitetnih i visokokvalitetnih obveznica ili rizik produktivnosti.

Prema Roll-Rossovom faktorskom modelu cenovna ravnoteža se na tržištu uspostavlja dejstvom niza transakcija investitora koji obavljaju arbitražu unutar skupa pojedinih faktora. Smatra se da tržišna ravnoteža postoji ukoliko je stopa prinosa na određenu akciju jednaka očekivanom prinosu. U slučaju potcenjenih i precenjenih akcija stopa prinosa nije usaglašena sa sistemskim rizikom ili rizikom koji se ne može izbeći.

Arbitraža će se vršiti po istom modelu kao i kod CAPM modela, koji je dole prikazan.

Od akcije X se očekuje da osigura veću stopu prinosa nego što je zahtevana s obzirom na njen sistemski rizik. Nasuprot njoj, od akcije Y se očekuje da osigura niži prinos nego što se zahteva za kompenzaciju njenog sistemskog rizika. Uvidevši mogućnost ostvarivanja visokih prinosa ulaganjem u akciju X, investitori će takve akcije kupovati, što će dovesti do rasta cene i pada očekivanog prinosa. Kupovina ovih akcija će se nastaviti sve dok rast cena ne dovede očekivani prinos na SML krivu. Što se tiče akcije Y, investitori koji takve akcije drže će iste prodavati uviđajući da mogu ostvarivati viši prinos uz isti sistemski rizik. To će dovesti do pada vrednosti akcije, dok se njen očekivani prinos ne svede na SML krivu.

Grafikon br.4: Potcenjene i precenjene akcije tokom privremene neravnoteže



Izvor: Van Horne, i Wachowicz, str.108.

Prema APT modelu, tržišna ravnoteža će se uspostaviti kada očekivani prinosi na sve akcije budu imale linearnu vezu u odnosu na koeficijente reakcije, b -ove, što će se postići korekcijom cena po osnovu arbitriranja. Na taj način arbitraža predstavlja osnov za tržišnu ravnotežu. Iako je ova pretpostavka razumna aproksimacija stvarnosti, ona je predmet brojnih rasprava. Ne postoji saglasnost po pitanju bitnih faktora, niti ima empirijskih dokaza koji potvrđuju stabilnost parametara i konzistentnost testova. "Uprkos svojoj prikladnosti APT u praksi nije zamenila CAPM model."¹⁶

ZAKLJUČAK

Od razvijanja modela CAPM 60-ih godina prošlo je 45 godina. Njegova zanimljivost, pa može se reći i utilitarnost, je upravo u činjenici da se teoretičari i praktičari i danas njime bave. Mora se prihvatiti činjenica da je modeliranje ekonomske stvarnosti vrlo teško jer ekonomsku stvarnost, čine ponavljanja koja nisu nužno manifestaciono jednaka, koja u sebi imaju ele-

ment stohastičnosti kao i da se stalno javljaju nove pojave, nova saznanja. Te prema tome modeliranje neminovno vodi kontroverzama i stalnom preispitivanju modela. Model koji opstaje toliko dugo na teorijsko-praktičnoj sceni i koji svaki put opravda poverenje zaslužuje dužnu pažnju i u budućnosti. Ali, uz naglašeno uvažavanje njegovih ograničenja.

CAPM model se kod nas još uvek ne primenjuje. Uostalom, ovaj model je još uvek malo primenjiv i u drugim tranzicionim zemljama jer ne postoje istorijski podaci na osnovu kojih se izračunava beta koeficijent. To je i verovatno razlog što se o ovome modelu kod nas relativno malo zna. U domaćoj literaturi se pretežno nailazi na mišljenje da je reč o pouzdanom modelu za određivanje cene akcija. S druge strane, ovaj model je poslednjih godina predmet oštre kritike, pa čak i potpunog osporavanja. Budući da u narednim godinama treba očekivati intenzivniji razvoj tržišta hartija od vrednosti, kao posledica okončavanja procesa privatizacije i približavanja EU, pitanje određivanja cena akcija će na našim prostorima postajati sve aktuelnije. Imajući u vidu da investitori često koriste CAPM model za određivanje kupoprodajne cene, korisno je upoznati

¹⁶ Van Horne C. James, Wachowicz M. John (1995): *Fundamentals of Financial Management*, Ninth Edition. New Jersey: Prentice Hall, p.113.

se sa realnim dometima ovog modela, kako se isti ne bi nekritički primenjivao, ali ni *a priori* odbacivao. Stoga je potrebno ovaj model svestrano rasvetliti, razumeti njegova ograničenja i tumačiti razlike u ceni akcija dobijenih prema ovom modelu i vrednosti akcija dobijenih prema drugim metodama za određivanje cene kapitala kao komponente prinodne metode.

LITERATURA:

1. Amihud, Y., B. Christensen, H. Mendelson (1992): *Further Evidence on the Risk-Return Relationship*, Working Paper, New York University.
2. Brigham, E.F., C.L. Gapenski, P.R. Daves, (2004): *Intermediate Financial Management*. Mason, Ohio: Thomson South-Western.
3. Chan, L.K., J. Lakonishok (1993): "Are the reports of Beta's death premature?", *Journal of Portfolio Management*, v19.
4. Davis, L.J., E.F. Fama, K.R. French, (2000): "Characteristics, Covariances and Average Returns, 1929 to 1999", *Journal of Finance* 55, No.1, u Saunders, A. & Cornett, M.M. (2003): *Financial Institutions Management- A Risk Management Approach*. New York: McGraw Hill.
5. Dongcheol, K. (1997): "A Reexamination of Firm Size, Book-to-Market, and Earnings Price in the Cross-Section of Expected Stock Returns", *Journal of Finance and Quantitative Analysis*.
6. Dumas Bernad, Blaise Allaz (1996): *Financial Securities - Market Equilibrium & Pricing Methods*, London: Publishing Chapman & Hall and South Western College.
7. Fama F. Eugene, French R. Kenneth: (1993): "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bond", *Journal of Financial Economics* Vol.33.
8. Fama F. Eugene, French R. Kenneth: (1992): "The Cross-Section of Expected Stock Return", *Journal of Finance* 47.
9. Gardener, E., P. Molyneux (1997): *Investment Banking-theory and practice*, London: Euromoney Books.
10. Glen, A. (1997): *Equity and corporate valuation*, u Gardener E., Molyneux Peds. *Investment Banking-theory and practice*. London: Euromoney Books.
11. Kothari, S.P. and J. Shanken (1995): "In Defense of Beta", *Journal of Applied Corporate Finance*, v8(1).

FINANSIJE

12. Peter J. Knez, Mark J. Ready (1997): "On the Robustness of Size and Book-to-Market in the Cross-Sectional Regressions", *Journal of Finance*.
13. Roll Richard, Ross A. Stephen, (1984): "The Arbitrage Theory Approach to Strategic Portfolio Planning", *Financial Analysts Journal* 40.
14. Ross A. Stephen (1976): "The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing", *Journal of Economic Theory* 13.
15. Saunders, A., Cornett, M.M. (2003): *Financial Institutions Management- A Risk Management Approach*, New York: McGraw Hill.
16. Stanojević, Lj. (2005) *Primena neuronskih mreža u kratkoročnim finansijskim predviđanjima*, Beograd: Megatrend univerzitet primenjenih nauka, magistarska teza
17. Van Horne C. James, Wachowicz M. John (1995): *Fundamentals of Financial Management*, Ninth Edition. New Jersey: Prentice Hall.

PRIKAZI

Zbornik radova „ČETIRI GODINE TRANZICIJE U SRBIJI“

Centar za liberalno-demokratske studije, Beograd, 2005.

Centar za liberalno-demokratske studije (CLDS) je, u redakciji Borisa Begovića i Boška Mijatovića, objavio zbornik radova „Četiri godine tranzicije u Srbiji“ a projekat je podržan od strane Earhart Foundation. Može se slobodno reći da je jedanaest autora (Boris Begović, Milica Bisić, Milica Đilas, Boško Živković, Gordana Matković, Boško Mijatović, Marko Paunović, Danica Popović, Slobodan Samardžić, Snežana Simić i Dragor Hiber) uspelo da na celovit način prikaže i oceni rezultate tranzicionih procesa u Srbiji započete 2001. godine, posle demokratskih promena i ukaže na glavne prepreke uspešnog nastavka sprovođenja reformi.

Zbornik je koncipiran tako da ga čine petnaest poglavlja u kojima autori s puno pažnje, stručno i analitički daju presek stanja i ukazuju na glavne procese analiziranog perioda: Opšti pregled tranzicije u Srbiji, B. Mijatović; Privredna aktivnost i makroekonomska politika u tranziciji, D. Popović; Politika javnih finansija, M. Bisić; Privatizacija

realnog sektora, Boško Mijatović; Restrukturiranje realnog sektora, B. Begović, M. Paunović; Restrukturiranje bankarskog sektora, B. Živković; Novo ekonomsko zakonodavstvo, D. Hiber; Reforma finansijskog tržišta, B. Živković; Reforma radnih odnosa i tržište rada“, B.Mijatović; Reforma penzijsko-invalidskog sistema, G. Matković; Reforma društvene infrastrukture, G. Matković, S. Simić; Reforma sistema zdravstvene zaštite, S.Simić; Međunarodni odnosi, B. Begović, M. Đilas; Osnovna državna pitanja, S.Samardžić; Četiri godine tranzicije u Srbiji: rezime i pogled u budućnost, B. Begović.

Značaj ovog zbornika nije samo u tome što su autori poznati stručnjaci za pojedine oblasti, već što su bili insajderi, aktivni učesnici u dizajniranju tranzicije u Srbiji, naročito u njenoj prvoj fazi, u periodu od 2001 - 2004. godine. Takva pozicija im omogućava da na mnogo ubedljiviji način ocene stvarne domete dosadašnjih reformi i da ukažu na glavne političke

činioce i okolnosti u kojima su donošene ključne odluke u pojedinim fazama tranzicije.

U istoj godini kada je nova demokratska vlada započela svoj mandat pojavila se, kao poručena, studija Svetske banke. „Deset godina tranzicije“ u kojoj je sumirano desetogodišnje iskustvo svih zemalja u tranziciji (1990-2000) i pokazano koje ekonomske i političke odluke i koji reformski procesi su obezbedili da jedan broj zemalja bude veoma uspešan u tranziciji i postane punopravni član EU. Činilo se da Srbija, kao zakasneli došljak u tranziciju, pred sobom ima gotov recept šta treba da se radi, odnosno kakav polit-ekonomski ambijent treba stvoriti da bi se tranzicioni procesi ubrzali i usmerili u pravom pravcu.

Ali, kao što su „sve porodice srećne na isti način, a svaka nesrećna na svoj poseban način“, (Tolstoj) tako se ni tranziciona putanja Srbije u protekle četiri godine nije uvek kretala onako kako su to novi demokratski lideri i reformski stratezi zamišljali 2001. godine (o tome šire takođe u zborniku CLDS-a „Strategija reformi, 2003“). Za takav raskorak između reči i dela ima više razloga, a pre svega, nepostojanje u kontinuitetu čvrstog konsenzusa u vezi

reformskog kursa, izgradnje institucija tržišne privrede i vladavine prava.

Činjenica je, takođe, da je u protekle četiri godine potrošena ogromna energija i vreme na pitanja koja nisu direktno vezana za reforme, a od vitalnog su značaja za Srbiju: pitanje državnog statusa i novog ustava Srbije, perspektiva budućih odnosa između Srbije i Crne Gore, nerešen status Kosova i Metohije, pritisci međunarodne zajednice u vezi saradnje sa Haškim tribunalom.

Nažalost, mnogo vremena potrošeno je i na borbu za primat unutar bloka demokratskih političkih snaga i nametanje različitih viđenja suštine i dinamike tranzicije.

Pored nepostojanja političkog konsenzusa i manjka reformskog kapaciteta kod političara, mora se istaći da je i kod samih građana bilo veoma malo reformskog strpljenja. Njihova očekivanja, često potpirivana nerealnim obećanjima, pogotovo uoči izbora, da će doći do brzog i velikog skoka životnog standarda, nisu bila realna. Odatle i toliki raskorak između statistički verodostojnih podataka o poboljšanju kvaliteta života u protekle četiri godine i mišljenja više od polovine građana, iskazana kroz brojne ankete da sada žive gore nego pre.

Uobičajeno je da se analiza ostvarenih tranzicionih rezultata vrši na osnovu ostvarenih rezultata prve i druge generacije reformi. Prva se odnosi na uspostavljanje makroekonomske stabilnosti, liberalizaciju cena i ekonomskih odnosa s inostranstvom i privatizaciju kao glavnu polugu vlasničkog, finansijskog, organizacionog, kadrovskog, tehnološkog i tržišnog restrukturiranja privrede. Druga generacija reformi se bavi kompletiranjem institucionalnog okvira tržišne privrede: puna zaštita svojine i ugovora, efikasno funkcionisanje tržišta rada i kapitala, jačanje konkurencije i suzbijanje monopolskih i rentnih položaja, borba protiv korupcije i stvaranja efikasnog pravosudnog sistema.

Autori Zbornika analiziraju i ocenjuju sve navedene reformske procese, pri čemu dosadašnje rezultate tranzicije u Srbiji najčešće posmatraju sa stanovišta doprinosa prve demokratske vlade (2001-2003) i sadašnje vlade. Nešto pozitivnije ocene daju se početnoj tranzicionoj fazi, dok se za period posle 2003. godine, konstatuje da je došlo prvo do zastoja u reformama, a zatim da su one nastavljene, ali uglavnom pod pritiskom međunarodne zajednice (pre svega EU i MMF-a).

Posmatrano po pojedinim oblastima date su sledeće ocene:

Kada je reč o politici makroekonomske stabilizacije i privrednog rasta ostvareni su pozitivni rezultati što i nije bilo toliko teško imajući u vidu nisku polaznu poziciju Srbije. Ove rezultate, međutim, ugrožava politika visoke lične i javne potrošnje koja permanentno vrši pritisak na unutrašnju i spoljnu makroekonomsku ravnotežu. Kreatori ekonomske politike nisu pokazali dovoljno odlučnosti i spremnosti da se trajni uslovi stabilnosti ostvaruju primenom čvrstog budžetskog ograničenja i usklađivanjem rasta zarada sa porastom produktivnosti.

S pravom su istaknuti uspesi u reformi javnih finansija: stvaranje modernog budžetskog sistema koji, pored ostalog, omogućava efikasnu kontrolu trošenja para poreskih obveznika kao i uvođenje PDV-a koji je već u prvoj godini pokazao svoje prednosti u pogledu veće efikasnosti naplate i smanjenja sive ekonomije. Međutim, mnogo se manje uradilo na reformisanju javne potrošnje koja je, sa nešto preko 45% učešća u BDP, daleko iznad fiskalnog kapaciteta privrede i stanovništva. Jedina oblast u kojoj su izvršene značajnije promene je reforma penzionog sistema, transparentnija politika socijalne zaštite i donošenje Strategije za smanjenje siromaštva.

Privatizacija je uspešno započeta. Prvo su privatizovana velika rentabilna preduzeća, došao je inostrani kapital, izvršeno je dodatno investiranje, finansirani su socijalni programi, modernizovana proizvodnja i uveden novi menadžment. Činjenica je da ovaj sektor, zajedno sa bržim razvojem malih i srednjih preduzeća, ostvaruje najveći rast, spada u vodeće izvoznike i u perspektivi predstavlja izvor novog zapošljavanja a time i smanjenja nezaposlenosti kao jednog od najvećih ekonomskih i socijalnih problema Srbije.

Najteži posao u ovoj oblasti tek predstoji, a to je restrukturiranje velikih državno-društvenih preduzeća i javnih preduzeća u kojima je zajedno zaposleno oko 300.000 ljudi i gde su procenjeni najveći viškovi zaposlenih. Pokazalo se da je politički rizik radikalnijih zahvata u ovoj oblasti suviše velik pa su vlade jedna drugoj velikodušno prebacivale ovaj vrući krompir. Ovde nema jednostavnih i spektakularnih rešenja. Još je teže ostvariti neku političku dobit kod birača. Mora se ići slučaj po slučaj ali sa jasnom strategijom i ubrzanim tempom. Svako duže zadržavanje *staus quo* i dalja primena principa mekog budžetskog ograničenja kod ovih delova privrede može lako da obezvredi rezultate koji su postignuti u drugim oblastima.

Veoma su neujednačene ocene o ostvarenim reformama tržišta kapitala i tržišta rada. Neosporno je da je dosta urađeno u reformisanju bankarskog sistema. Masovni dolazak inostranih banaka i jačanje konkurencije na bankarskom tržištu vratilo je poverenje u bankarski sistem što se, pored ostalog, ispoljilo u povećanju kreditne aktivnosti banaka i značajnom porastu (devizne) štednje stanovništva. Postoje uslovi za dalje povećanje kapaciteta (kreditnog i dr.) bankarskog sektora i njegove efikasnosti što će doprineti daljem smanjenju sada još uvek previsokih kamatnih stopa.

Tržište kapitala je do sada mnogo više bilo u funkciji preraspodele svojinskih prava umesto da postepeno postane moćan mehanizam mobilizacije štednje i njene alokacije u realni sektor privrede. Za to su, potrebna nova zakonska rešenja, pre svega novi zakon o hartijama od vrednosti i jačanje nezavisnosti institucija kontrole i regulisanja finansijskih tržišta.

Reforma tržišta rada se odvijala u dve faze. U prvoj (2001-2003) zakoni u oblasti radnih odnosa i zapošljavanja omogućili su veću fleksibilnost na tržištu radne snage tj. omogućili da faktori ponude i tražnje za radnom snagom jače deluju a time i stvaraju mogućnosti većeg zapošljavanja. Međutim,

2005. godine, donet je novi zakon o radu koji je obezbedio veći stepen zaštite zaposlenih ali je istovremeno smanjio interes poslodavaca da više i lakše zapošljavaju.

Što se tiče reforme pravnog sistema ukazano je na sledeće karakteristike:

U oblasti ekonomskog zakonodavstva dosta je urađeno kada je reč o broju usvojenih zakona. Pozitivno je, takođe, što se sada prilikom pripreme zakonskih rešenja uvažavaju standardi i pravila Evropske unije. Glavni problem je u lošoj i nekonzistentnoj primeni novih zakonskih rešenja, pored ostalog i zbog nedostatka pratećih institucija i stručnog kadra neophodnog za efikasnu implementaciju zakona.

U oblasti procesnog zakonodavstva su takođe postignuti određeni rezultati kao što su novi krivični, parnični i izvršni postupak. Istovremeno, prema mišljenju autora, reforma pravosuđa predstavlja jedan od najvećih neuspeha dosadašnje tranzicije u Srbiji. Očigledno da u prethodnom periodu nije stvoren neophodan politički konsen-

zus da se donese i sprovede osmišljena i konzistentna strategija u ovoj oblasti.

Na kraju, da ponovimo jednu od ključnih ocena autora ovog zbornika. Osnovne pokretačke snage tranzicije danas se ne nalaze u Srbiji, već u rukama međunarodne zajednice, pre svega Evropske unije. To nije dobro. Početak zvaničnog procesa pridruživanja i kasnije priključivanja Srbije EU zahteva definisanje jasne strategije, plana, programa i tajminga. EU će taj proces nadgledati, ali stvarni posao treba da uradimo mi. Zato, pokretačke poluge tranzicije treba vratiti u Srbiju što je i jeste glavni izazov i zadatak demokratskih i reformski orijentisanih snaga u zemlji. Potrebno je mnogo više političkog jedinstva, konsenzusa svih društvenih grupa, velikog rada, ali i mnogo političke mudrosti da se građani Srbije uvere da brz i efikasan put u Evropu za sve njih znači i bolji život. Za sada oni u to nisu uvereni, a najteži i najbolniji tranzicioni zadaci tek predstoje.

Jurij BAJEC

Dr Snežana R. STOJANOVIĆ
"FISKALNI FEDERALIZAM"

**Institut za uporedno pravo, Centar za antiratnu akciju
Beograd, 2005.**

Područje javnih finansija predstavlja jednu od najvažnijih oblasti društvenog života u svakoj državnoj zajednici. Način rešavanja javnih rashoda i njihovo finansiranje je od velike važnosti za uređenje odnosa u brojnim oblastima društvenog života u celini. Posebno je bitno i složeno rešavanje pitanja javnih rashoda i javnih prihoda na različitim nivoima političko-teritorijalne organizovanosti u uslovima decentralizovane državne strukture. Kako je zadatak i interes svake države da obezbedi optimalnu ili bar dovoljnu proizvodnju javnih dobara neophodnu za stabilno funkcionisanje zajednice, u uslovima kada su ti odnosi decentralizovani, ovi ciljevi zahtevaju promišljeno, plansko, efikasno i celishodno delovanje. Upravo zato pojava monografije koja studiozno, precizno i taksativno prezentira gotovo sve probleme i zapitanosti vezane za oblast javnih finansija, koja daje pregled iskustava prakse fiskalnog federalizma u razvijenim zemljama i analizira razvoj, stanje i tendencije fiskalnog federalizma u Srbiji,

zaslužuje pažnju naučne i stručne javnosti u nas.

Autor polazi od postavljanja problema: bilo da su odnosi između političko-teritorijalnih jedinica centralizovani li decentralizovani, obezbeđivanje javnih dobara je uvek veoma složeno pri čemu se složenost decentralizacijom povećava. Tada je neophodno da se utvrdi koja će javna dobra biti u nadležnosti centralne vlasti a koja u nadležnosti političko-teritorijalnih jedinica, da li obavljanje određene funkcije od strane jedne političko-teritorijalne jedinice nužno znači da ona obezbeđuje i potrebna sredstva ili se sredstva obezbeđuju od strane višeg nivoa vlasti; da li svakom nivou vlasti treba omogućiti pristup takvim izvorima javnih prihoda iz kojih bi u potpunosti finansirao svoje rashode ili bi to trebalo da se odnosi samo na centralnu vlast; iz kojih drugih izvora bi se finansirali niži nivoi vlasti osim iz derivativnih javnih prihoda?

U cilju efikasnijeg rešavanja brojnih pitanja vezanih za funk-

cionisanje fiskalnog federalizma autor ukazuje na stavove koje nudi teorija a prikazom i komparativnom analizom različitih sistema fiskalnog federalizma u savremenim državama potvrđuje svu složenost u interakciji teorije i prakse pri čemu često dolazi do njihovog razilaženja. Faktički, naglašava autor, uvek se teži ostvarenju usklađenosti rashoda i prihoda ali se u različitim sredinama to postiže na različite načine jer kod fiskalnog federalizma uvek postoje univerzalni teorijski principi ali se oni lokalno primenjuju a samim tim su i moguće različite specifičnosti i njihovo ispoljavanje u praksi.

Posebnu pažnju autor posvećuje razvoju fiskalnog federalizma u Srbiji, pre svega, raspodeli javnih rashoda i finansiranju različitih nivoa vlasti. Polazeći od analize stanja u kome su brojne promene uslovile da se društveno-političko uređenje Srbije decentralizuje što je dovelo i do decentralizacije fiskalno-finansijskih odnosa između političko-teritorijalnih jedinica autor ukazuje na brojne dileme: "Način na koji je izvršena decentralizacija javnih funkcija u Srbiji proizvodi brojne nedoumice, s obzirom na to da se često ne može utvrditi da li obavljanje određenog posla predstavlja rashod Republike ili lokalne vlasti, odnosno da li se u konkretnom slučaju radi o decen-

tralizaciji, delegaciji ili devoluciji nadležnosti. Još veća nepreciznost postoji kod rashoda koji nastaju obavljanjem poslova od strane pokrajine. Takozvanim "omnibus" zakonom na pokrajine je prenet nadležnost za obavljanje velikog broja poslova iz domena funkcija Republike ali ni ovde nije utvrđeno o kom obliku decentralizacije se radi (osim kod socijalnog osiguranja) i ko finansira obezbeđivanje pojedinih javnih dobara. Takođe, veliki nedostatak je i to što decentralizacija rashoda "kasni" za decentralizacijom prihoda, zbog čega pojedine lokalne zajednice raspolazu većim sredstvima od onih koja su im potrebna za finansiranje rashoda. Ovo, u krajnjoj liniji, dovodi do upotrebe novca za brojne neracionalne namene". Autor naglašava da su poreskom reformom, započetom početkom 2001. godine, otklonjeni brojni nedostaci a između ostalih, poveravanjem lokalnim jedinicama velikog broja javnih prihoda značajno je izmenjen sistem finansiranja: većina prihoda su vlastiti prihodi ili oni koji se u celini ustupaju od strane Republike. Promene su izvršene i u finansiranju autonomne pokrajine: Vojvodina po prvi put ostvaruje učešće u određenim poreskim prihodima (porezu na zarade i porezu na dobit preduzeća) i dobija mogućnost da uvede administrativne takse. Uvode se i novine u grupi prihoda koje pri-

padaju Republici jer formiranjem državne zajednice Srbija i Crna Gora, Republika dobija i carine kao novi izvor prihoda a prestaje i raspodela poreza na promet između federacije i Republike. Navedene promene u oblasti prihoda dovele su do značajne decentralizacije i povećanja broja izvora finansiranja lokalne vlasti. Ali, veliki broj lokalnih jedinica nije u mogućnosti da u potpunosti finansira rashode koji nastaju u toku obavljanja njihovih izvornih i poverenih poslova. Neusklađenost njihovih rashoda i prihoda se otklanja transferima iz republičkog budžeta koji je, za sada, nedovoljno razvijen i ostavlja mogućnost za političko pogađanje centralne i lokalne vlasti. Fiskalni federalizam otvara i pitanje zaduživanja koje je rešeno usvajanjem opštih rešenja u Zakonu o budžetskom sistemu. Predviđeno je da se lokalna vlast može da zadužuje samo za kapitalne potrebe do određenog iznosa svojih tekućih budžetskih prihoda uz prethodno odobrenje Republike. Dopušteno je i domaće zaduživanje i zaduživanje u inostranstvu ali samo ako je lokalna jedinica kreditno sposobna. Autor naglašava da za razvoj sistema lokalnog zaduživanja nije potrebno samo da se donese zakon kojim bi se zaduživanje regulisalo već je potrebno i poboljšanje celokupne privredne situacije u državi čime bi se povećala i kreditna

sposobnost lokalnih zajednica. Pitanje zaduživanja pokrajine (koje prema aktuelnom zakonodavstvu nije dopušteno) treba rešavati u skladu sa njenim budućim statusom u državnom uređenju. Ukoliko dobije status političko-teritorijalne jedinice, treba dopistiti pribavljanje sredstava uzimanjem zajmova i kredita.

Osnovna poruka koju autor upućuje javnosti je da problemu fiskalnog federalizma zbog njegove kompleksnosti i složenosti treba posvetiti veliku pažnju jer je način njegovog regulisanja uslov stabilnosti društvene zajednice: "Da bi se izbegli poremećaji, decentralizaciji prihoda treba da prethodi decentralizacija rashoda - ne mogu se određivati sredstva kojima jedan nivo vlasti treba da raspolaže ukoliko se ne znaju njegove potrebe. Pri tom, utvrđivanje potreba i sredstava treba vršiti tako da to bude efikasno, da se što više snize administrativni troškovi i da se u meri u kojoj je to moguće, na pravi način zadovolje fiskalne potrebe svakog od nivoa vlasti. Tek kada svi ovi zahtevi budu zadovoljeni može se reći da je u državi uspostavljen dobar sistem fiskalnog federalizma kao osnov za stabilnost države".

Vrednost monografije "Fiskalni federalizam" je i u tome što daje originalnu sistematizaciju pitanja koja se u ovoj oblasti

pokreću, držeći se okvira koje postavlja teorija. To se može uočiti i iz Sadržaja knjige koji je strukturiran u tri osnovna dela koja sačinjavaju jedanaest glava i veliki broj poglavlja:

Deo I: Opšta pitanja decentralizacije: Javna dobra - pojam i obezbeđivanje; Decentralizacija javnog sektora.

Deo II: Teorijske osnove i praktična primena fiskalnog federalizma: Osnovni elementi i principi fiskalnog federalizma; Raspodela javnih rashoda (funkcija) i pasivno finansijsko izravnanje; Raspodela javnih prihoda i aktivno finansijsko izravnanje, Potreba za fiskalnim ujednačavanjem i međubudžetski transferi; mogućnost zaduživanja nižih nivoa vlasti; Fiskalni federalizam u odabranim savremenim državama.

Deo III: Fiskalni federalizam u Srbiji - nekad i sad: Raspodela funkcija (javnih rashoda) u Srbiji; Finansiranje različitih nivoa vlasti u Srbiji:

Bibliografija, Zaključna razmatranja, Abstract, About the author.

O značaju monografije "Fiskalni federalizam" govori i to što su potpisnici njene recenzije eminentni stručnjaci u oblasti javnih finansija u nas, prof. dr Dejan

Popović, prof. dr Božidar Raičević, prof. dr Gordana Ilić-Popov. Prof. dr Dejan Popović u delu svoje recenzije piše: " Snežana Stojanović je dala poseban doprinos izučavanju teme kojom se u svojoj monografiji bavi, definisanjem prirode odnosa između decentralizacije, shvaćene kao obezbeđivanje javnih dobara na subcentralnim nivoima vlasti i institucionalnih okvira fiskalnog federalizma: njen je zaključak da je decentralizacija preduslov za ustanovljavanje određenog finansijskog aranžmana. Ona je, dalje, postavila tezu da se fenomeni fiskalnog federalizma i decentralizacije pojavljuju u uslovima postojanja samostalnih nižih nivoa vlasti u odnosu na centralnu vlast, nezavisno od oblika državnog uređenja (federacija, država regiona ili unitarna država), a zatim je, veoma vešto primenjujući komparativnu metodu, uspela da pokaže da stavovi teorije javnih finansija predstavljaju polaznu, mada ponekad daleku, osnovu za odgovarajući ustavnopravni aranžman u konkretnoj državi".

Ovo obimno, složeno i po mnogo čemu originalno delo koje obogaćuje teoriju i praksu javnih finansija u nas, a čini značajan izvor saznanja i za svetsku pravnu literaturu, napisala je najmlađi doktor pravnih nauka, rođena 1976. godine.

Mr Vesna ĐUKIĆ

HRONIKA
uređivanja i izdavanja časopisa
FINANSIJE
1946-2005.*

1946. Časopis počinje da izlazi početkom 1946. godine, kao organ Saveza finansijskih službenika Jugoslavije.

Odgovorni urednik je Dušan ILIĆ, načelnik Odeljenja finansijske revizije Ministarstva finansija FNRJ. Sekretar redakcije je Damjan Papić. Časopis uređuje Odbor. Imena članova tog odbora nisu odmah objavljena već tek sredinom godine (posle izlaska iz štampe prvih šest brojeva). Prvi članovi Odbora bili su: Milan Ivanović, Veljko Petrović, Strahinja Dakić, Radovan Drašković, Zvezdan Vujadinović, Bora Romić, Dušan Ilić, Damjan Papić, Dragoljub Krsmanović i Ratko Nenadić. Već u drugom polugodištu iz Uređivačkog odbora izostavljeni su Bora Romić, Dragoljub Krsmanović i Rajko Nenadić.

1949. Od broja 5-6. časopis postaje "Organ Ministarstva finansija FNRJ". U broju 7-8. objavljeno je da je odgovorni urednik **Antonije TASIĆ**.

1951. Sa brojem 1. časopis počinje da izlazi kao organ Finansijskog instituta Ministarstva finansija FNRJ.

1952. Pošto je Ministarstvo finansija prestalo da postoji, časopis prestaje da bude bilo čiji "organ". Poslove uređivanja i izdavanja preuzima Redakcioni odbor koga čine: Slavko Ćuković, Strahinja Dakić, Božidar Đinić, Jovan Hadži-Pešić, Boško Kitaljević, dr Vojislav Kravić, Ivan

* Hroniku uređivanja i izdavanja časopisa do 1992. godine, vodio je prof. dr Miroslav Petrović. Ovom prilikom prezentiramo njegov originalni tekst i nastavljamo sa hronologijom bitnih događaja zaključno sa 2005. godinom.

FINANSIJE

Piperov, Radomir Radovanović, Antonije Tasić i dr Miloš Vučković (sekretar Redakcionog odbora). Časopis dobija današnji naziv *FINANSIJE*, časopis za teoriju i praksu iz oblasti finansija.

1953. Od prvog dvobroja odgovorni urednik je **Bogoljub Lazarević**. U broju 11-12. prvi put je objavljen godišnji registar autora i priloga u časopisu.

1954. U broju 1-2. objavljeno je da je Redakcioni odbor proširen sa tri nova člana. To su Toša Tišma, Dragoljub Cvijetić i Iso Baruh.

1955. Novim proširenjem sastava Redakcionog odbora, od broja 1-2. časopis uređuju još: Ksente Bogoev, Momir Jovanović, Štefica Mužar, Jože Pokorn i Mitar Poleksić.

1957. Časopis ponovo počinje da izlazi jednom mesečno a izdavač mu je Savezni državni sekretarijat za poslove finansija. Kao svojevrsni dodatak časopisu počinju da izlaze *Objašnjenja Saveznog sekretarijata za poslove finansija*. Časopis uređuje Redakcioni odbor a odgovorni urednik je **Uroš Vidović**, pomoćnik saveznog državnog sekretara. U broju 6. prvi put je objavljen novi sastav Redakcionog odbora u čijem sastavu su: Dragoljub Cvijetić, Slavko Ćuković, Božidar Đinić, Marko Đurbabić, Boško Kitaljević, Boško Lazarević, Đorđe Mijić, Nikola Miljanić, Radomir Radovanović, Mihailo Šćekić, Toša Tišma, Uroš Vidović, dr Miloš Vučković. Sekretar Odbora je Dragoljub Cvijetić.

1958. Od broja 4. u Redakcionom odboru je i Dušan Lopandić.

1963. U broju 1-2. objavljen je novi sastav Redakcionog odbora: Ksente Bogoev, Dragoljub Cvijetić, Milutin Ćirović, Jovan Hadži-Pešić, Milan Ivanović, Slobodan Jovanović, Tihomir Jovanovski, Boško Kitaljević, Bogoljub Lazarević, Branko Mijović, Vojislav Nikolić, dr Ivo Perišin, dr Vladimir Pertot, Dragoljub Petković, Miroslav Petrović, Nikola Petrović, Radovan Radovanović, Dragomir Vojnić i Miloš Vučković.

Za glavnog i odgovornog urednika imenovan je Bogoljub LAZAREVIĆ a za sekretara Redakcionog odbora Dragoljub Cvijetić.

FINANSIJE

1965. Broj 11-12. izašao je kao jubilarni, povodom dvadeset godina izlaženja /1946-1965/. Tim povodom objavljen je registar svih autora priloga u časopisu.

1966. Počev od broja 1-2. promenjena je boja korica u svetlozelenu. U broju 3-4. objavljeno je da je novi sekretar Redakcionog odbora Božo Novoselac.

Dopuna sastava Redakcionog odbora izvršena je počev od broja 5-6. Novi članovi su: Dragiša Đoković, Božidar Jelčić, Božo Novoselac, Asim Strnjak, Antonije Tasić.

1969. Od broja 1-2. izdavač časopisa je "Službeni list SFRJ". Novom dopunom sastava Redakcionog odbora u njegov sastav ušli su još: Isidor Izrael, Toša Tišma, Bogoljub Tonić, Gustav Zadnik i Iso Baruh.

U broju 11-12. lista članova Redakcionog odbora proširena je sa Videnom Pančićem koji od tada preuzima poslove u vezi sa uređivanjem *Objašnjenja Saveznog sekretarijata za poslove finansija*.

1973. Od broja 1-2. časopis izdaje Novinsko-izdavačko i štamparsko preduzeće "Privredni pregled". Uvodi se funkcija urednika i ona se poverava **Radmilu Stamenkoviću**.

1974. Za nove članove Uređivačkog odbora od broja 1-2. imenovani su dr Ivan Ribnikar, Slobodan Komazec, Milan Golijanin, Davor Savin i Toma Gudac.

Od broja 3-4. dužnost urednika preuzima **Ivanka Pridraški**.

1975. U broju 1-2. je objavljeno proširenje članova Izdavačkog saveta sledećim članovima: Aleksandar Bogdanović, Miodrag Janković, Slobodan Šindolić, Živorad Veličković i Ivanka Pridraški. Glavni i odgovorni urednik je i dalje Bogoljub LAZAREVIĆ.

Za nove članove Izdavačkog saveta u broju 3-4. imenovani su još Momčilo Cemović i Božidar Radunović.

U broju 7-8. postojeći Uređivački odbor je označen kao operativni ili izvršni organ Izdavačkog saveta. Umesto sekretara Uređivačkog odbora, odnosno Izdavačkog saveta, imenovan je za pomoćnika glavnog i odgovornog urednika Božo NOVOSELAC.

FINANSIJE

1976. U broju 1-2. za novog člana Izdavačkog saveta imenovan je Toma Marković.

Broj 3-4. objavljen je kao jubilarni, povodom 30 godina izlaženja časopisa /1946-1976/. Pored Uvodnika, koji je napisao savezni sekretar za finansije Momčilo Cemović, objavljen je i Registar imena autora i njihovih radova za čitav protekli period.

1979. Broj 7-8. posvećen je održavanju "Značajnih finansijskih skupova u Beogradu" (zajednička skupština četiri međunarodne finansijske organizacije: Međunarodna banka za obnovu i razvoj, Međunarodni monetarni fond, Monetarno udruženje za razvoj, Međunarodna finansijska korporacija). Čitav broj je imao tematski karakter.

1980. U broju 11-12. prigodnim uvodnikom glavnog i odgovornog urednika Bogoljuba Lazarevića, obeležena je tridesetpetogodišnjica izlaženja časopisa.

1981. Broj 9-10. uredio je **Dragan Karanović** a od broja 11-12, novi urednik je **Dušan Gvozdenović**.

1982. U broju 7-8. Uređivački odbor je sa dubokim žaljenjem obavestio čitaoce i čitavu stručnu i naučnu javnost da je preminuo glavni i odgovorni urednik časopisa *FINANSIJE* Bogoljub Lazarević, koji je gotovo pune tri decenije bio na dužnostima člana Uređivačkog odbora i gotovo toliko i glavni i odgovorni urednik.

U broju 11-12. objavljen je novi sastav Izdavačkog saveta, Uređivačkog odbora i izvršeno imenovanje glavnog i odgovornog urednika i njegovog zamenika.

U Izdavački savet imenovani su: Danilo Aleksić, Mladen Bačlić, Ksente Bogoev, Milutin Ćirović, Jože Florijančič/predsednik), Boško Golijanin, Milan Golijanin, Dragutin Grupković, Zoran Jašić, Dragan Jevtić, Božidar Jelčić, Slobodan Jovanović, Tihomir Jovanovski, Slobodan Komazec, Boško Kitaljević, Radovan Marković, Petar Milanović, Milovan Milutinović, Božo Novoselac, Viden Pančić, Aleksandar Perić (zamenik predsednika), Miroslav Petrović, Dragutin Racić, Ivasn Ribnikar, Davor Savin, Asim Strnjak, Milan Tavčar, Momčilo Tomić, Dražena Tomljenović.

Za članove Uređivačkog odbora izabrani su: Milutin Ćirović, Milan Golijanin, Dragutin Grupković, Pero Jurković, Božo Novoselac (zamenik

FINANSIJE

glavnog i odgovornog urednika), Miroslav Petrović, Davor Savin, Momčilo Tomić. Za glavnog i odgovornog urednika časopisa izabran je Miroslav PETROVIĆ. Dužnost urednika i dalje vrši **Dušan Gvozdenović**.

1988. Od broja 11-12. u funkciji su novi organi časopisa. Za članove Izdavačkog saveta imenovani su: Ksente Bogoev, Stojan Dabić, Ismet Dautbašić, Branko Dragaš, Dragiša Đoković, Dušan Đorđević, Milan Golijanin, Dušan Gvozdenović, Garip Hadžini, Božidar Jelčić, Pero Jurković (zamenik predsednika), Milovan Milutinović, Božo Novoselac, Vuk Ognjanović, Slobodan Ostojić, Viden Pančić, Aleksandar Perić, Miroslav Petrović, Davor Pojatina, Dejan Popović, Davor Savin, Slavoljub Stanić, Đura Stevanović, Dragoljub Stojanov, Ljubica Teslić-Nadlački (predsednik), Predrag Trifunović, Lado Rupnik, Berisav Vlaho, Milivoje Vujačić, Predrag Vukadinović.

U Uređivački odbor izabrani su: Milan Golijanin, Dušan Gvozdenović, Božidar Jelačić, Božo Novoselac (zamenik glavnog i odgovornog urednika), Vuk Ognjanović, Miroslav Petrović, Davor Savin, Slavoljub Stanić.

Za v.d. glavnog i odgovornog urednika imenovan je Vuk Ognjanović.

1989. Po zakonom utvrđenoj proceduri izbora, od broja 5-6. glavni i odgovorni urednik časopisa *FINANSIJE* je Vuk OGNJANOVIĆ. U istom broju časopisa u kome je to objavljeno, publikovana je Programaska koncepcija časopisa, koju je, na predlog Uređivačkog odbora usvojio Izdavački savet.

1991. Od broja 1-2. uvedene su brojne novine u uređivačkom i tehničkom pogledu: moderniji oblik uređivanja i štampanja tekstova, rezime radova i prevod rezimea na engleski jezik, sadržaj broja i na engleskom jeziku, neznatno inoviran izgled korica: osnova - svetlozelena boja, isti logo tamnocrvene boje, stilizovano slovo " F " koje se sastoji od pet tankih belih linija.

Počev od broja 3-4. urednik časopisa je **Jasmina Knežević** a **Dušan Gvozdenović** prihvata funkciju urednika *BILTENA – službenih objašnjenja i stručnih mišljenja za primenu finansijskih propisa* – promenjeni naziv *Objašnjenja Saveznog sekretarijata za poslove finansija*. Glavni i odgovorni urednik *Biltena* je i dalje Viden PANČIĆ.

1992. Od broja 5-6. izvršene su delimične izmene u sastavu Izdavačkog saveta i Uređivačkog odbora i imenovan je novi urednik časopisa.

Članovi izmenjenog Izdavačkog saveta su: Stojan Dabić, Branko Dragaš, Dragiša Đoković, Anđa Petrović, Milan Golijanin, Vesna Đukić, Garip Hadžini, Milovan Milutinović, Božo Novoselac, Vuk Ognjanović, Slobodan Ostojić, Viden Pančić, Aleksandar Perić, Miroslav Petrović, Dejan Popović, Davor Savin, Slavoljub Stanić, Dragan Karanović, Ljubica Teslić-Nadlački (predsednik), Predrag Trifunović, Milivoje Vujačić.

Članovi izmenjenog Uređivačkog odbora su: Milan Golijanin, Milivoje Vujačić, Vesna Đukić, Božo Novoselac (zamenik glavnog i odgovornog urednika), Vuk Ognjanović (glavni i odgovorni urednik), Miroslav Petrović, Davor Savin, Slavoljub Stanić.

Novi urednik časopisa je **Vesna Đukić**.

1993. Zbog izraženih teškoća u poslovanju, Novinsko-izdavačko preduzeće "Privredni pregled" je preuzet od strane Poslovnog sistema "Grmeč". Time časopis *FINANSIJE* i njegov dodatak *BILTEN službenih objašnjenja i stručnih mišljenja za primenu finansijskih propisa* dobijaju novog izdavača – PS "Grmeč". Uredništvo časopisa ostaje nepromenjeno a novi urednik *BILTENA* je **Miroslava Nikolić**.

Tokom iste godine, članovi Uređivačkog odbora Milan Golijanin i Božo Novoselac, obezbeđuju sponzorstvo časopisu u vrednosti od 2.500 DM, u periodu kada je prosečna plata u Jugoslaviji imala vrednost 5 DM. Sponzori časopisa su: Kreditna banka Beograd, Privredna banka Beograd, Jugobanka DD, Beogradska berza. Sticajem okolnosti, zbog nerešenih organizacionih odnosa, ova sredstva koristi PS "Grmeč" i njima časopis ne raspolaže.

U periodu razorne hiperinflacije, autori i saradnici časopisa daju svoje autorske radove na objavljivanje, radeći bez ikakvog honorara. Zahvaljujući njima, časopis *FINANSIJE* je jedini časopis u nas koji je u ovom periodu sačuvali puni kontinuitet izlaženja.

26. I 1996. godine, svečano je obeležen jubilej časopisa *FINANSIJE* – pedesetogodišnjica izlaženja. Proslava je održana u prostorijama Invest banke, Terazije 7, gde su pored članova Uređivačkog odbora i predstavnika Izdavača, prisustvovali brojni nekadašnji i aktuelni autori i saradnici bez

čijeg se zalaganja i rada časopis nije mogao održati. Tom prilikom promovisan je jubilarni broj časopisa čija je tema «Aktuelni problemi jugoslovenskih finansija sredinom devedesetih godina» i dodeljene su plakete zahvalnice pojedincima koji su svoj rad, ugled i autoritet uložili u periodu pedeset godina izlaženja časopisa.

U ovom broju publikovan je "Registar autora i njihovih objavljenih radova od 1976-1996. godine" i "Hronologija izlaženja časopisa od njegovog nastanka".

Jubilarni broj časopisa publikovan je u izmenjenom dizajnu: korice časopisa su tamnoplave sa stilizovanim slovom "F" u boji zlata. Logo časopisa je ostao neizmenjen, tamnocrvene boje. Uređivački odbor je odlučio da se ovaj dizajn i dalje zadrži, samo je stilizovano slovo "F" u belojoj boji.

Povodom jubileja časopisa, članove Uređivačkog odbora primili su predsednik Vlade SR Jugoslavije Radoje Kontić i savezni ministar finansija Jovan Zebić.

29. II 1996. godine, iznenada je preminuo prof. dr Milan Golijanin, uvaženi član Uređivačkog odbora časopisa *FINANSIJE*. Vrhunski stručnjak u oblasti bankarstva, dragoceni saradnik i nesebični prijatelj, ostavio je dubok trag u sećanju svih koji su ga poznavali. Njegov predani rad predstavlja nemerljiv doprinos obezbeđivanju visokog ranga ovog časopisa u stručnoj i naučnoj javnosti

1997. godine, na sastanku Uređivačkog odbora (30. I 1997.) odlučeno je da u skladu sa postojećim Zakonom o informisanju, institucija Izdavačkog saveta prestane da postoji i u časopisu *FINANSIJE*. U sastav Uređivačkog odbora, umesto Milana Golijanina i Slavoljuba Stanića, izabrani su Dušan Jakovljević i Miodrag Arsić. Ove promene nalazimo u impresumu časopisa od broja 1-2.

23. IX 1997. godine, preminuo je prof. dr Miroslav Petrović koji je trideset četiri godine bio član Uređivačkog odbora a šest godina glavni i odgovorni urednik. Za svo to vreme davao je pečat vrhunskog stručnjaka, prihvatao najteže redakcijske zadatke i posvećivao veliku pažnju afirmaciji mladih autora i saradnika časopisa.

1998. Od broja 3-4. impresum časopisa sadrži imena novih članova Uređivačkog odbora. Novi članovi Uređivačkog odbora su:

FINANSIJE

Mileta Babović, Milašin Borojević, Predrag Goranović, Ljubomir Lazić, Dejan Popović, Žarko Ristić, Pava Zečević, Aleksandar Živković. Davoru Savinu i dr Milivoju Vujačiću prestaje članstvo u Uređivačkom odboru časopisa.

1999. U uslovima ratnog stanja, prvi put u svom postojanju, časopis *FINANSIJE* je publikovan kao četvorobroj: 3-6/99. Bez obzira na svakodnevno tromesečno bombardovanje, autori šalju svoje priloge a redakcija ne prestaje sa radom.

2001. Izdavač časopisa je ponovo "Privredni pregled" kao Društvo sa ograničenom odgovornošću u okviru PS "Grmeč".

2002. Zbog sve težih ekonomsko-finansijskih uslova po časopis, Savezno ministarstvo finansija u svojstvu osnivača časopisa, raskida Sporazum o izdavanju časopisa sa izdavačem "Privrednim pregledom". Novi izdavač časopisa je "Udruženje za unapređenje poslovnih komunikacija". Od broja 1-2. Uređivački odbor čine: Miodrag Arsić, Blagoje Babić, Vesna Đukić, Mladen Kovačević, Cvijeta Mijatović, Dragovan Milićević, Božo Novoselac, Slavica Penev, Miroslav Raičević. Vukojica Šćekić (predsednik). Glavni i odgovorni urednik časopisa je Miroslav RAIČEVIĆ. Urednik časopisa je **Vesna Đukić**.

Dizajn korica je inoviran, boje ostaju iste (tamnoplava podloga, tamnocrveni logo), stilizovano slovo "F" je u boji zlata, u pozadini je u negativu fotos Narodne skupštine. Dizajner korica je Julijana Tomović-Stojanović.

U ovom periodu, novčana sredstva potrebna za izdavanje (sredstva za honorare autorima i saradnicima, nadoknade za rad urednika, rad u administraciji, štamparski troškovi), časopis obezbeđuje od pretplate. Početna novčana sredstva od dvadesetpet godišnjih pretplata uplaćuje Biblioteka Narodne banke Jugoslavije čiji je upravnik Nada Tomić. Sve administrativne poslove za časopis predano obavlja Sanja Živanović.

2003. U skladu sa Ustavnom poveljom o prenošenju nadležnosti sa saveznih na republičke organe, Ministarstvo finansija i ekonomije Republike Srbije preuzima osnivačka prava časopisa *FINANSIJE* i njegovog priloga *BILTEN – Službena objašnjenja i stručna mišljenja za primenu*

FINANSIJE

finansijskih propisa od Saveznog ministarstva finansija. Potpisnici Sporazuma o prenosu osnivačkih prava su savezni ministar finansija Veroljub Dugalić i ministar finansija i ekonomije Republike Srbije Božidar Đelić.

Pripremu i proceduru preuzimanja časopisa i njegovog priloga vode Mila Jezdimirović, Aleksandra Drecun i Jelena Zekić.

Ministarstvo finansija i ekonomije Republike Srbije donosi Rešenje o preuzimanju osnivačkih i izdavačkih prava i obaveza časopisa *FINANSIJE* i njegovog priloga *BILTEN-Službena objašnjenja i stručna mišljenja za primenu finansijskih propisa*.

Na konstitutivnoj sednici Uređivačkog odbora izabrani su glavni i odgovorni urednik časopisa Dušan VUJOVIĆ, zamenik glavnog i odgovornog urednika Dejan POPOVIĆ, urednik **Vesna Đukić** i članovi Uređivačkog odbora: Veroljub Dugalić, Vesna Đukić, Gordana Ilić-Popov, Pavle Petrović, Dejan Popović, Božidar Raičević, Nebojša Savić, Nikola Stevanović, Kata Škarić, Dušan Vujović, Boško Živković. Šire članstvo Uređivačkog odbora čine: Mihail Arandarenko, Miodrag Arsić, Boris Begović, Aleksandra Jovanović, Milena Jovičić, Boško Mijatović, Branko Milanović, Božo Novoselac, Željko Šević.

Glavni i odgovorni urednik priloga *BILTEN- Službena objašnjenja i stručna mišljenja za primenu finansijskih propisa* je zamenik ministra finansija i ekonomije Republike Srbije (po funkciji), urednik je **Jasmina Knežević**.

Dizajn korica časopisa *FINANSIJE* je reduciran u odnosu na prethodni. Boja korica je tamnoplava sa tamnocrvenim logom.

Cilj Ministarstva kao Izdavača časopisa je da programskom koncepcijom časopisa omogući povezivanje najaktuelnijih teorijskih i praktičnih problema iz oblasti javnih, monetarnih i poslovnih finansija. Time bi naučna i stručna javnost ostvarila mogućnost sadržajnijeg i efikasnijeg informisanja i edukovanja.

REGISTAR

**AUTORA I RADOVA OBJAVLJENIH
U ČASOPISU *FINANSIJE*
1996-2005.**

ALBANEZE, mr Željko

KARAKTERISTIČNI ASPEKTI POVEĆANJA AKCIONARSKOG KAPITALA PREDUZEĆA

5-6/ 1996. str. 502-511

REGULISANJE PRIORITETNIH AKCIJA U SISTEMSKIM ZAKONIMA

9-10/1996. str.782-790

AKTUELNA PITANJA RASPOREĐIVANJA DOBITI PREDUZEĆA I NJENO SPROVOĐENJE PO GODIŠNJEM OBRAČUNU ZA 1996.GODINU

1-2/1997. str. 112-123

PRAĆENJE DIFERENCIJALNIH TROŠKOVA U USLOVIMA RASTA PROIZVODNJE

5-6/1997. str. 401-406

NOVI POKAZATELJI U FUNKCIJI ISKAZIVANJA REZULTATA POSLOVANJA PREDUZEĆA

7-8/1997. str. 566-577

AKTUELNI ASPEKTI SVOJINSKE TRANSFORMACIJE DRUŠTVENOG KAPITALA

11-12/1997. str. 933-944

ISPITIVANJE FINANSIJSKIH REZULTATA

3-4/1998. str. 263-269

FINANSIJE

ANĐELKOVIĆ, dr Mileva

ZLOUPOTREBA PORESKE VLASTI

7-8/1996. str. 667-672

FINANSIJSKA (NE)SAMOSTALNOST LOKALNIH KOLEKTIVITETA

11-12/1996. str. 978-984

VREME ZA UVOĐENJE POREZA NA DODATU VREDNOST

3-4/1997. str. 293-301

DOMETI I OGRANIČENJA FISKALNE POLITIKE ZEMALJA U
TRANZICIJI

7-8/1997. str. 648-661

ARANĐELOVIĆ Nikola

TRŽIŠTE NOVCA U JUGOSLOVENSKOM FINANSIJSKOM SISTEMU

1-2/1996. str. 126-136

ARSIĆ Miodrag

PORESKI SISTEM NR KINE

3-4/1996. str. 390-401

UGOVOR IZMEĐU SAVEZNE VLADE JUGOSLAVIJE I VLADE
REPUBLIKE MAKEDONIJE O IZBEGAVANJU DVOSTRUKOG
OPOREZIVANJA U ODNOSU NA POREZE NA DOHODAK I IMOV-
INU

1-2/1997. str. 67-78

MEĐUNARODNO INVESTIRANJE KAPITALA I OPOREZIVANJE

1-2/1998. str. 87-112

JUGOSLAVIJA I UGOVORI O IZBEGAVANJU DVOSTRUKOG
OPOREZIVANJE

1-2/2001. str. 42-60

DOBIT PREDUZEĆA I IZBEGAVANJE MEĐUNARODNOG
DVOSTRUKOG OPOREZIVANJA

3-4/2002. str. 168-184

MEĐUNARODNO ULAGANJE KAPITALA

1-6/2005. str. 72-93

ARSIĆ VESNA

PRETPOSTAVKE I PERSPEKTIVE REFORME PENZIJSKOG
SISTEMA U SRBIJI

1-6/2005. str. 58-71

BABIĆ, dr Blagoje

PROBLEM SPOLJNE ZADUŽENOSTI JUGOSLAVIJE

1-2/1996. str. 196-205

JUGOSLAVIJA I MEĐUNARODNI MONETARNI FOND

5-6/1996. str. 427-436

UVOĐENJE NOVE EVROPSKE VALUTE *EVRO* I NJEN UTICAJ I
POSLEDICE NA SR JUGOSLAVIJU

5-6/2002. str. 265-292

MOGUĆI UTICAJI TERORISTIČKOH NAPADA NA SAD NA
MEĐUNARODNO FINANSIJSKO TRŽIŠTE

11-12/2002. str. 668-713

BALAC Miloš

DRUŠTVENI PROIZVOD I NJEGOVE POLUGE

9-10/1999. str. 622-628

BARJAKTAROVIĆ Sladana

PRIMENA PERFORMANSI MERENJA EFIKASNOSTI UPRAVLJANJA
RESURSIMA U JAVNIM PREDUZEĆIMA

11-12/2002. str. 657-667

BEGOVIĆ, prof. dr Boris

POREZI NA IMOVINU U SRBIJI: POSTOJEĆE STANJE I PREDLOG REFORME

1-6/2005. str. 37-57

BERDOVIĆ, mr Milorad

RAZVOJ SISTEMA STICANJA STRUČNOG ZVANJA U RAČUNOVODSTVU

11-12/1997. str. 945-957

FUNKCIJE REVIZORA U ISPITIVANJU RAČUNOVODSTVENIH IZVEŠTAJA I USLOVA ZA STICANJE REVIZORSKIH ZVANJA

1-2/1998. str. 69-76

MESTO I ULOGA NADZORNOG ODBORA U KONTROLI FINANSIJSKOG POSLOVANJA I ZAKONITOSTI RADA UPRAVE PREDUZEĆA

5-6/1998. str. 390-400

NOVI SISTEM ORGANIZACIJE PLATNOG PROMETA U FUNKCIJI RAZVOJA PRIVREDE I POSLOVNOG BANKARSTVA

7-8/1998. str. 570-583

PLANIRANJE I UGOVARANJE GODIŠNJE REVIZIJE RAČUNOVODSTVENIH IZVEŠTAJA PRAVNIH LICA

3-6/239-245

FORMIRANJE ZAKONSKIH REZERV IZ DOBITI PO GODIŠNJEM OBRAČUNU ZA 1999. GODINU

1-2/2000. 3-15

NOVI SISTEM STICANJA STRUČNIH ZVANJA U RAČUNOVODSTVU I RAČUNOVODSTVENOJ REVIZIJI

3-4/2000. str. 252-262

ZAKUP I LIZING OPREME – TRŽIŠNI OBLIK PRIVRENOG RAZVOJA

11-12/2000. str. 897-909

POTPUNI RAČUNOVODSTVENI GODIŠNJI OBRAČUN PRAVNIH LICA -DOKUMENRACIJA U PROCESU

1-2/1-2001. str. 96-104

NOVI PORESKI SISTEM U FUNKCIJI EKONOMSKOG I SOCIJALNOG RAZVOJA

5-6/2001. str. 406-420

BEŠLIN, mr Mirko

MODERNO POSLOVNO OKRUŽENJE I NEOPHODNOST MARKET-
ING MANADŽMENTA U BANKAMA

3-4/1997. str. 280-292

STRATEGIJA PRIVATIZACIJE BANAKA

3-6/1999. str. 218-225

PRIMENA MARKETINGA U BANKARSTVU

5-6/1-2000. str. 382-418

OSNOVI ANALIZE POSLOVANJA PREDUZEĆA U BANKARSTVU

3-4/2001. str. 295-306

PRILAGOĐAVANJE BANAKA PROMENAMA OKRUŽENJA

9-10/2002. str. 546-555

BJELOGLAV, mr Sladana

BANKA KAO UČESNIK NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU

3-4/2001. str. 306-316

BLEČIĆ, mr Miro

FINANSIRANJE LOKALNE UPRAVE U CRNOJ GORI

11-12/1999. str. 673-691

AKTUELNI PRAVCI PRIVREDNOG RAZVOJA CRNE GORE

1-2/2002. str. 19-32

NUŽNOST PROMIJENA U EKONOMSKOM RAZVOJU CRNE GORE –
USLOV EVROPSKIH INTEGRACIJA

11-12/2002. str. 601-610

BOGOJEVIĆ, mr Vesna

STRATEGIJA FJUČERSIMA, SREDNJOROČNE I DUGOROČNE
KAMATNE STOPE

3-4/1996. str. 344-251

FINANSIJE

BOVAN, mr Miladin

PROBLEMI STABILIZOVANJA JUGOSLOVENSKE PRIVREDE U
USLOVIMA RASTUĆE JAVNE POTROŠNJE

7-8/1997. str. 523-540

EKONOMSKI POLOŽAJ GRANA INDUSTRIJE I RUDARSTVA S
ASPEKTA IZDVAJANJA ZA POREZE I DOPRINOSE

11-12/1997. str. 875-888

EFEKTI IZDAVANJA ZA POREZE I DOPRINOSE NA EKONOMSKI
POLOŽAJ GRANA INDUSTRIJE I RUDARSTVA

9-10/1998. str. 686-699

UTICAJ MONETARNE POLITIKE NA STABILNOST UNUTRAŠNJIH
CENA

7-8/1999. str. 347-356

REDISTRIBUTIVNI EFEKTI POREZA I DOPRINOSA U OBLASTI
INDUSTRIJE I RUDARSTVA

7-8/2000. str. 523-539

BOŠNJAK, dr Marinko

MOGUĆI STRATEŠKI CILJEVI I PRAVCI RAZVOJA SR JUGOSLAVIJE

5-6/2002. str. 293-310

STRUKTURNE EKONOMSKE REFORME U SRBIJI 2001-2002.

1-6/2003. str. 28-51

OSNOVNI REZULTATI I IZAZOVI REFORMI U SRBIJI

1-6/2004. str. 71-84

BOŽIĆ, dr Vladimir

TRŽIŠTE KAPITALA I SVOJINSKA TRANSFORMACIJA

9-10/1998. str. 729-737

BANKARSKI MENADŽMENT I FAKTOR PREVAZILAŽENJA KRIZE
U POSLOVANJU BANAKA

3-6/1999. str.

PORUKE I ISKUSTVA RESTRUKTURIRANJA BANAKA U ZEMLJA-
MA U TRANZICIJI

1-2/2000. str. 74-111

ANALIZA POSLOVANJA BANAKA

9-10/2001. str. 778-803

BRZAKOVIĆ, mr Tomislav

RIZIK I PRINOS HARTIJA OD VREDNOSTI

7-8/2001. str. 549-611

DIVIDENDE I CENE AKCIJA

9-10/2001. str. 804-809

CVETKOVIĆ Jovica

ISKUSTVA U FINANSIRANJU FUNKCIJE LOKALNE SAMOUPRAVE

3-6/1999. str. 204-210

PROGRAMIRANJE RAZVOJA LOKALNE SAMOUPRAVE

1-2/2001. 135-140

EKONOMSKA POLITIKA LOKALNE SAMOUPRAVE

5-6/2001. str. 454-472

CVETKOVIĆ, dr Nataša

ALTERNATIVNE STRATEGIJE PORTFOLIO INVESTIRANJA

9-10/1998. str. 729-737

UPRAVLJANJE RIZIKOM PREDUZEĆA KOJA SE BAVE
PRUŽANJEM FINANSIJSKIH USLUGA

7-8/1999. str.369-381

MODELI PROCENE AKCIJA I OBVEZNICA

9-10/2000. str. 749-759

AKTUELNO STANJE I PERSPEKTIVE PROCESA INVESTIRANJA U
JUGOSLAVIJI

1-2/2001. str. 21-31

RESTRUKTURIRANJE PREDUZEĆA U ZEMLJAMA U TRANZICIJI –
UPOREDNA ISKUSTVA SLOVENIJE I SRBIJE

11-12/2002. str. 713-721

FINANSIJE

ĆIROVIĆ, prof. dr Milutin

TEORIJA RACIONALNIH OČEKIVANJA

1-2/1996. str. 11-18

OBLICI PRILIVA STRANOG KAPITALA

1-2/1997. str. 24-40

VALUTNO FINANSIJSKA KRIZA U JUGOISTOČNOJ AZIJI 1997-1998.

3-4/1998. str. 159-170

ČEROVIĆ, mr Slobodan

ULOGA BANAKA U FINANSIRANJU TURIZMA

11-12/2000. str. 920-927

ČUČKOVIĆ Stevan

NOVI CARINSKI ZAKON I RAZLOZI ZA NJEGOVO DONOŠENJE

5-6/2002. str. 356-360

DABETIĆ, dr Dejan

KONCEPT PORESKIH RASHODA U FRANCUSKOJ

3-4/1996. str. 379-389

UTAJA POREZA U FRANCUSKOJ

5-6/1997. str.487-498

KAZNENA POLITIKA U SISTEMU POREZA NA DODATU
VREDNOST U FRANCUSKOJ

11-12/1997. str. 986-994

NAPLATA POREZA NA DODATU VREDNOST U FRANCUSKOJ

5-6/455-466

DENČIĆ, mr Ksenija

HEDŽING, EKONOMSKA ULOGA I RIZIK FINANSIJSKIH DERIVATA

11-12/1998. str.0168-188

FINANSIJE

PLATNI BILANS I HIPERINFLACIJA

3-4/1999. str.168-188

EFEKTI I MODELIRANJE AKVIZICIONE STRATEGIJE SA
TOEHOLD-OM

1-6/2005. str. 94-109

DIMITRIJEVIĆ, dr Bojan

MONETARNA REFORMA I STABILIZACIJA

5-6/1996. str. 437-458

CAGANOV MODEL HIPERINFLACIJE I EMPIRIJSKE STUDIJE NA
PRIMENI OVOG MODELA

5-6/2000. str. 419-441

DINKIĆ, dr Mirosinka

AKTUELNI PROBLEMI U FUNKCIONISANJU SISTEMA PENZI-
JSKO-INVALIDSKOG OSIGURANJA U REPUBLICI SRBIJI

3-4/1997. str. 222-233

DOSTANIĆ Gordana

CENE OBVEZNICA STARE DEVIZNE ŠTEDNJE I POVERENJE U
TRŽIŠTE KAPITALA

7-8/2002. str.377-390

DRAGOJEVIĆ, Dragutin

NEZAVISNA REVIZIJA JAVNIH RASHODA – FAKTOR STABILNOS-
TI FINANSIJSKOG SISTEMA

1-2/1996. str. 164-176

REVIZIJA BILANSA PREDUZEĆA – PREDUSLOV OBJEKTIVNE
VLASNIČKE TRANSFORMACIJE

9-10/1999. str. 527-534

FINANSIJE

PRETHODNA REVIZIJA BILANSA PREDUZEĆA – USLOV ZA
OBJEKTIVNU VLASNIČKU TRANSFORMACIJU

3-4/224-251

REVIZIJA FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA U KOMPJUTERSKOM
OKRUŽENJU

9-10/2000. str. 760-773

TRANSFORMACIJA MEĐUNARODNIH RAČUNOVODSTVENIH
STANDARDA I MEĐUNARODNO FINANSIJSKO IZVEŠTAVANJE

5-6/2001. str. 516-520

POTREBA UVOĐENJA INTERNE REVIZIJE U JAVNOM SEKTORU I
PREDLOG ZA DONOŠENJE NOVOG INTEGRALNOG ZAKONA O
REVIZIJI

7-8/2001. str. 571-580

REGULISANJE REVIZIJE KOD PREDUZEĆA, BANAKA I BERZAN-
SKIH POSREDNIKA

1-2/2002. str. 33-49

MEĐUNARODNI RAČUNOVODSTVENI STANDARD *IAS-39* FINAN-
SIJSKI INSTRUMENTI, PRIZNAVANJE I MERENJE

1-2/2002. str. 77-131

TRANSFORMACIJA *IAS* MEĐUNARODNIH RAČUNOVODSTVENIH
STANDARDA U MEĐUNARODNE STANDARDE FINANSIJSKOG
IZVEŠTAVANJA *IFRS*

5-6/2002. str. 348-355

STANJE I PERSPEKTIVE EVROPSKOG RAČUNOVODSTVA

7-8/2002. str.441-459

PRIMENA PERFORMANSI MERENJA EFIKASNOSTI UPRAVLJANJA
RESURSIMA U JAVNIM PREDUZEĆIMA

11-12/2002. str.657-667

DUGALIĆ, prof. dr Veroljub

AKTUELNOST JUGOSLOVENSKEG SPOLJNJEG DUGA

1-2/1996. str. 206-216

IZLAZAK IZ KRIZE UZ POMOĆ STRANIH DIREKTNIH INVESTICI-
JA

9-10/1997. str. 675-687

FINANSIJE

OSNOVNE PREMISE CENA AKCIJA

11-12/1998. str. 879-897

TRŽIŠTE U SAVREMENOJ EKONOMSKOJ TEORIJI

7-8/1999. str. 285-319

HARMONIZACIJA PROPISA NA TRŽIŠTU HARTIJA OD VREDNOSTI
U EVROPSKOJ UNIJI

5-6/2000. str. 456-478

TEORIJSKA FUNDIRANOST TEHNIČKE ANALIZE CENA AKCIJA

1-2/2002. str. 3-18

NARODNA BANKA JUGOSLAVIJE – KRUG JE ZATVOREN

1-6/2003. str. 5-27

RATNE REPARACIJE U PROŠLOSTI – OBRAČUN I NAPLATA

1-6/2004. str. 113-138

DUŠANIĆ, prof. dr Jovan

EKONOMSKE REFORME U RUSIJI

3-4/1996. str. 371-378

ISKUSTVO RUSIJE U TRANZICIJI FINANSIJSKOG SEKTORA

7-8/1998. str. 612-623

ISLAMSKO BANKARSTVO KAO ALTERNATIVA ZAPADNOM MOD-
ELU FINANSIRANJA PRIVREDE

1-2/2000. str. 120-124

PREDNOSTI I NEDOSTACI MONETARNOG ODBORA

9-10/2000. str. 715-727

JUGOSLOVENSKA PRIVREDA NA POČETKU TREĆEG MILENIJUMA

1-2/2001. str. 7-20

ORTODOKSNI I HETERODOKSNI PROGRAMI STABILIZACIJE

1-2/2001. str. 198-212

ĐINĐIĆ, mr Srđan

PORESKI SISTEM SRBIJE I EKONOMSKI RAZVOJ

I deo

1-2/1997. str. 57-66

FINANSIJE

PORESKI SISTEM SRBIJE I EKONOMSKI RAZVOJ

II deo

3-4/1997. str. 196-221

DOKANOVIĆ, prof. dr Tihomir

SUPROTSTAVLJENI POLOŽAJ EVROPSKIH VALUTA DOVODI U
PITANJE UGOVOR IZ MASTRIKTA

5-9/1996. str. 539-542

DORĐEVIĆ, dr Dragomir

FORMIRANJE I UGOVARANJE CENA SREDSTAVA NAORUŽANJA I
VOJNE OPREME

3-6/1999. str. 246-257

DUKIĆ, prof. dr Đorđe

CENE OBVEZNICA STARE DEVIZNE ŠTEDNJE I POVERENJE U
TRŽIŠTE KAPITALA

7-8/2002. str. 377-390

DUKIĆ Mališa

PROBLEMI PROCENE VREDNOSTI NOVOOSNOVANIH FIRMI

1-6/2004. str. 85-97

DUKIĆ, prof. dr Petar

EKONOMSKO-FINANSIJSKA ANALIZA I PROBLEMI ZAŠTITE
OKOLINE

9-10/1999. str. 549-527

FINANSIJE

DRAGOSLAV AVRAMOVIĆ – MNOGO VIŠE OD EKONOMIJE
5-6/2001. str. 383-386

ĐURIĆ, prof. dr Dragana

SVETSKO FINANSIJSKO TRŽIŠTE I JUGOSLAVIJA
1-2/1996. str. 189-195

POUKE KOJE SE MOGU IZVUĆI IZ FINANSIJSKE KRIZE U JUGOIS-
TOČNOJ AZIJI

3-4/1999. str. 188-192

ĐUROVIĆ-TODOROVIĆ, dr Jadranka

NEKI ELEMENTI TEORIJSKO-KRITIČKE ANALIZE *CAMP* I *ART*
MODELA VREDNOVANJA KAPITALNE ANALIZE

9-10/ 2001. str. 717-728

PREDNOSTI I NEDOSTACI HARMONIZACIJE POREZA NA DOBIT
PREDUZEĆA U ZEMLJAMA EVROPSKE UNIJE

1-6/2004. str. 55-70

EREMIĆ, prof. dr Milan

RAZVOJ I AKTUELNA STRUKTURA GLOBALNOG TRŽIŠTA
DERIVATA

1-6/2004. str. 5-54

ERIĆ, dr Dejan

PAR SLIKA IZ SRPSKOG BANKARSKOG MENADŽMENTA S KRAJA
XX VEKA

9-10/1999. str. 604-611

FINANSIJE

FILIPOVIĆ, mr Mirko

RASPODELA UKUPNOG DRUŠTVENOG RADA MEĐU SOCIO-PROFESIONALNIM KATEGORIJAMA I SEKTORIMA EKONOMIJE

I deo

11-12/1998. str. 835-847

RASPODELA UKUPNOG DRUŠTVENOG RADA MEĐU SOCIO-PROFESIONALNIM KATEGORIJAMA I SEKTORIMA EKONOMIJE

II deo

1-2/1999. str. 3-16

GLIGORIJEVIĆ Ana

DOCNJE ZEMALJA ČLANICA PREMA MEĐUNARODNOM MONETARNOM FONDU

5-6/1996. str. 530-538

GNJATOVIĆ, prof. dr Dragana

UPRAVLJANJE JAVNIM DUGOM I BUDŽETSKIM DEFICITOM U SAD I EVROPSKOJ UNIJI

3-4/2001. str. 353-358

UPRAVLJANJE POREZIMA IZ PRIHODA U ZEMLJAMA EVROPSKE UNIJE

9-10/2002. str. 569-580

GOLIJEVIĆ, prof. dr Milan

NARODNA BANKA JUGOSLAVIJE U PERIODU 1991-1995. GODINE

1-2/1996. str. 25-40

GOLUBOVIĆ, mr Velizar

POTREBE I NAČIN OBAVEZNOG JAVNOG PENZIJSKOG OSIGURANJA U SAVREMENIM USLOVIMA

1-2/2001. str. 114-122

FINANSIJE

DETERMINANTNE STOPE DOPRINOSA ZA PENZIJSKO OSIGURANJE

5-6/2002. str. 326-337

GOLUBOVIĆ Svetlana

FINANSIRANJE PROGRAMA OBNOVE I RAZVOJA JUGOISTOČNE EVROPE I POLOŽAJ SR JUGOSLAVIJE

1-2/2000. str. 59-73

GRAOVAC Momčilo

STATISTIČKO INFORMACIONI SISTEM ZAVODA ZA OBRAČUN I PLAĆANJE I MOGUĆNOST NJEGOVOG KORIŠĆENJA

1-2/1997. str. 124-132

GRUJIĆ, dr Milan

ORGANIZOVANJE DIREKCIJE ZA INFRASTRUKTURU I RAZDVAJANJE RAČUNA ŽELEZNIČKOG PREDUZEĆA

11-12/2000. str. 928-938

HRUSTIĆ, dr Hasiba

FUNKCIONISANJE MODELA FISKALNOG FEDERALIZMA SAVREMENIH FEDERALNIH DRŽAVA – ŠVAJCARSKE I NEMAČKE

5-6/1996. str. 564-569

KOMENTAR ZAKONA O POREZU NA DODATU VREDNOST HRVATSKE

1-2/1998. str. 113-128

PORESKA KONTROLA I REVIZIJA U ODABRANIM ZEMLJAMA ČLANICAMA OECD

5-6/1998. str. 435-454

FINANSIJE

PORESKA ADMINISTRACIJA U JUGOSLAVIJI

9-10/1998. str. 700-706

SAVREMENE TENDENCIJE FISKALNOG FEDERALIZMA U INDUSTRIJSKI RAZVIJENIM FEDERALNIM DRŽAVAMA

1-2/1999. str. 63-84

FISKALNI FEDERALIZAM U TEORIJI I PRAKSI

11-12/1999. str. 692-719

POREZ NA DODATU VREDNOST U JUGOSLAVIJI

3-4/2000. str. 179-195

SISTEM PRNZIJSKOG OSIGURANJA U SAD

11-12/2000. str. 958-969

FISKALNA REFORMA U SRBIJI

1-2/2001. str. 61-70

NASTANAK I RAZVOJ POREZA NA DODATU VREDNOST

3-4/2001. str. 213-227

MODELI PROCENE PENZIJSKIH RASHODA, REFORME PENZIJSKOG SISTEMA I PERSPEKTIVE PENZIJSKIH RASHODA U DRŽAVAMA ČLANICAMA EU

5-6/2001. str. 502-515

ZAKON O AKCIZAMA, REFORMA I EVROPA

9-10/2001. str. 845-858

ILIĆ-POPOV, prof. dr Gordana

KONTROVERZE OKO IZBORA IZMEĐU PORESKIH RASHODA ILI DIREKTNIH JAVNIH RASHODA

1-2/1996. str. 74-82

ADMINISTRATIVNI ILI EKONOMSKI INSTRUMENTI U VOĐENJU POLITIKE ZAŠTITE ŽIVOTNE SREDINE

3-4/2000. str. 231-243

REFORMA PORESKOG SISTEMA U SRBIJI

5-6/2001. str. 387-405

INTEGRACIONALISTIČKI PRISTUP OPOREZIVANJU DOBITI KORPORACIJA

1-6/2003. str. 87-98

IVANČEVIĆ Dušanka

OSNOVNI ELEMENTI REVIZIJE
5-6/2000. str. 441-455

IVANIŠ, dr Marko

FINANSIJSKI PLAN KAO SEGMENT BIZNIS PLANA
3-4/2002. str. 185-193

IVANOVIĆ, mr Petar

HEDŽING I ŠPEKULATIVNE TRANSAKCIJE SA INDEKSNIM
FJUČERS UGOVORIMA
5-6/1996. str. 512-519

JAKOVLJEVIĆ, dr Dušan

PEDESET GODINA ZAŠTITE JUGOSLOVENSKE IMOVINE U INOS-
TRANSTVU
1-2/1997. str. 5-23

JANKOVIĆ Milan

PRIVATNO PREDUZETNIŠTVO I FINANSIRANJE INFRASTRUK-
TURNIH PROJEKATA
9-10/1997. str. 742-747
INSTRUMENTI ZAHVATANJA GRADSKE RENTE
3-6/1999. str. 195-204
EKONOMSKO-TEHNOLOŠKI ASPEKTI ZAŠTITE VODA NA
PODRUČJU SRBIJE
3-4/2000. str. 281-292

FINANSIJE

EKONOMSKI I OPŠTI-JAVNI INTERES LOKALNIH SREDINA
11-12/2000. str. 872-848

JANKOVIĆ, mr Miloš

PRIMARNO I SEKUNDARNO TRŽIŠTE HIPOTEKARNIH HARTIJA
OD VREDNOSTI
7-8/2000. str. 573-579

JEKNIĆ, mr Stanko

AKTUELNOST INOSTRANE ZADUŽENOSTI I EKONOMSKA KRIZA
U JUGOSLAVIJI SA POSEBNIM OSVRTOM NA CRNU GORU
3-4/1996. str. 322-331

JOKSIMOVIĆ, prof. dr Ljubinka

FENOMEN PREKOMERNOG ZADUŽIVANJA U NOVONASTALIM
TRŽIŠNIM PRIVREDAMA
11-12/2000. str. 939-950

JOTANOVIĆ-ČENIĆ, dr Gordana

EVROPSKI MONETARNI SISTEM KAO POKUŠAJ REGIONALNOG
PREVAZILAŽENJA MEĐUNARODNE MONETARNE NER-
AVNOTEŽE

3-4/1996. str. 364-370

SAVREMENI MONETARNI I EKONOMSKI RAZVOJ EVROPSKE
UNIJE

3-6/1999. str. 258-265

MEĐUNARODNI DUGOVI I PROBLEMI REŠAVANJA DUŽNIČKE
KRIZE

7-8/1999. str. 419-431

JOVANOVIĆ Milo

AKUMULACIJA KAO IZVOR FINANSIJSKIH SREDSTAVA
1-2/1996. str. 103-113

JOVANOVIĆ Đorđe

FINANSIJSKI POLOŽAJ PROIZVODNOG PREDUZEĆA
1-2/1996. str. 147-163

FINANSIJSKO KOMUNICIRANJE EFEKTIMA NA TRŽIŠTU KAPITALA
7-8/1996. str. 621-640

FINANSIJSKI MENADŽMENT U FUNKCIJI OPTIMIZACIJE STRUK-
TURE KAPITALA PREDUZEĆA
9-10/1996. str. 758-781

LIKVIDNOST I ODRŽAVANJE FINANSIJSKOG EKVILIBRIJUMA
PREDUZEĆA
11-12/1996. str. 863-892

OBLICI FINANSIRANJA I CENA IZVORA FINANSIRANJA PRE-
DUZEĆA
1-2/1997. str. 94-111

FUNKCIONISANJE DEVIZNOG TRŽIŠTA
3-4/1997. str. 248-271

TRŽIŠTE KAPITALA I OBLICI PRILIVA STRANOG KAPITALA U
FUNKCIJI PRIVREDNOG RAZVOJA
7-8/1997. str. 541-565

FAKTORING POSLOVI U FUNKCIJI SPECIFIČNOG OBLIKA FINAN-
SIRANJA PREDUZEĆA
9-10/1997. str. 727-741

UPRAVLJANJE RIZIKOM NA TRŽIŠTU KAPITALA
11-12/1997. str. 910-932

LEGITIMNA REGULATIVA U FUNKCIJI RAZVOJA TRŽIŠTA KAPI-
TALA
1-2/1998. str. 15-34

TRŽIŠTE NOVCA U FUNKCIJI KRATKOROČNOG FINANSIRANJA I
ODRŽAVANJA LIKVIDNOSTI PREDUZEĆA
3-4/1998. str. 237-256

FINANSIJE

FUNKCIONISANJE PROMPTNIH I TERMINSKIH POSLOVA NA DEVIZNOM TRŽIŠTU

7-8/2000. str. 580-604

UPRAVLJANJE RIZIKOM NA TRŽIŠTU KAPITALA

9-10/2000. str. 728-749

FINANSIJSKO KOMUNICIRANJE EFEKTIMA NA TRŽIŠTU KAPITALA

11-12/2000. str. 862-881

UPRAVLJAČKO RAČUNOVODSTVO I *COST-BENEFIT* ANALIZA U FUNKCIJI MENADŽMENTA PREDUZEĆA

1-2/2001. str. 71-87

FINANSIJSKO UPRAVLJANJE POTRAŽIVANJIMA, ULAGANJIMA, GOTOVINOM I OBAVEZAMA PREDUZEĆA

5-6/2001. str. 421-438

FUNKCIONISANJE BERZANSKOG POSLOVANJA

7-8/2001. str. 625-642

JOVOVIĆ, dr Dejan

SVETSKA BANKA U ZEMLJAMA U RAZVOJU

9-10/1996. str. 828-840

JOVETIĆ, prof. dr Slavica

FINANSIJSKI POKAZATELJI SISTEMA KVALITETA U BANKAMA

9-10/1997. str. 734-747

KAPOR, dr Predrag

OSIGURANJE IZVOZNIH POSLOVA I KREDITA

9-10/1998. str. 776-783

KASTRATOVIĆ, prof. dr Miloš

IZBOR OPTIMALNE STRUKTURE I UTVRĐIVANJE CENE KAPITALA KOMPANIJA

3-4/1996. str. 277-292

FINANSIJE

MEHANIZAM DELOVANJA DEVIZNIH KURSEVA I FUNKCIONISANJE DEVIZNOG TRŽIŠTA

7-8/1996. str. 604-620

SADRŽINA I FUNKCIONISANJE MENADŽMENTA FINANSIJA PREDUZEĆA

11-12. str. 1996. str. 899-914

AKTUELNE PROMENE I INOVACIJE U SVETSKOM FINANSIJSKOM SISTEMU

9-10/1997. str. 784-793

INVESTICIJE U KORPORATIVNOJ FINANSIJSKOJ PRAKSI

7-8/1999. str. 320-346

INTERNACIONALNO KRETANJE KAPITALA

11-12/1999. str. 734-745

RAZVOJ I MOGUĆNOSTI INTERNACIONALIZACIJE JUGOSLOVENSKOG FINANSIJSKOG TRŽIŠTA

9-10/2000. str. 691-700

BERZANSKO POSLOVANJE SA OSVRTOM NA AKTIVNOST NJUJORSKE BERZE

1-2/2001. str. 141-159

KAVČIĆ Ljiljana

EUROTRŽIŠTE

7-8/2001. str. 691-706

KELEČEVIĆ Leposava

ULAGANJE STRANIH INVESTITORA U FINANSIJSKE ORGANIZACIJE

1-2/2001. str. 32-41

KNEŽEVIĆ Dobrila

MOGUĆI PRAVCI ORGANIZACIJE DRŽAVNOG TREZORA U JUGOSLOVENSKIM USLOVIMA

1-2/2002. str. 50-60

FINANSIJE

PREDLOG ORGANIZACIJE DRŽAVNOG TREZORA U JUGOSLOVENSKIM USLOVIMA

3-4/2002. str. 211-217

KOMAZEC, prof. dr Slobodan

TRANSFORMACIJA POSLOVNOG BANKARSTVA

1-2/1996. str. 90-97

FINANSIJSKI I BANKARSKI MENADŽMENT

11-12/1997. str. 862-881

KOVAČEVIĆ, dr Radovan

JUGOSLAVIJA NA MEĐUNARODNOM TRŽIŠTU KAPITALA

1-2/1996. str. 177-188

ISKUSTVA KRIZE U JUGOISTOČNOJ AZIJI

3-4/1998. str. 182-187

KOVAČEVIĆ, mr Gordana

TENDENCIJE I STANJE NA SVETSKOM TRŽIŠTU ZLATA

9-10/ 1998. str. 791-799

SVETSKO TRŽIŠTE ZLATA U POSLEDNJOJ DECENIJI XX VEKA

11-12/ 1999. str. 760-772

KOVAČEVIĆ, prof. dr Mladen

MEĐUNARODNA TRGOVINA UZ ODLOŽENO PLAĆANJE

5-6/2002. str. 337-347

KOVAČEVIĆ, prof. dr Stevo

EVROPSKA UNIJA – OD OBRAČUNSKE JEDINICE DO JEDINSTVENE VALUTE

11-12/1999. str. 746-759

KRSMANOVIĆ, mr Igor

SNAGE PROMENA U SAVREMENOM BANKARSTVU
7-8/2000. str. 605-613

KRSTIĆ, mr Bojan

PRIMENA *HOB* MODELA U KOMPARATIVNOJ ANALIZI RENTABIL-
NOSTI POSLOVANJA
7-8/2001. str. 612-624

KOZAR Vladimir

SVOJINSKA TRANSFORMACIJA U REPUBLICI SRBIJI
3-4/2000. str. 196-230
IZVRŠENJE NA IMOVINI HOLDINGA ZAVISNIH DRUŠTAVA
5-6/2000. str. 364-382
PRAVNI LEKOVI PROTIV REŠENJA O PRIVREMENOJ MERI
1-2/2001. str. 123-134
PROGLAŠENJE IZVRŠENJA NEDOPUŠTENIM, OPOZICIONA I
IZLUČNA TUŽBA
9-10/2001. str. 810-828

KOZOMARA, dr Jelena

ULOGA STRANIH DIREKTNIH INVESTICIJA U MEĐUNARODNOJ
TRGOVINI
5-6/1996. str. 543-547

KOŠPIĆ, prof. dr Sretko

INFORMACIJE FINANSIJSKE FUNKCIJE KAO OSNOV UPRAVL-
JANJA POSLOVNIM SISTEMOM
1-2/1998. str. 47-52

FINANSIJE

ZADACI I FUNKCIONISANJE FINANSIJSKE FUNKCIJE

3-4/1998. str. 270-277

MEĐUSOBNI ODNOS FINANSIJSKOG I PROIZVODNOG
MENADŽMENTA

5-6/1998. str. 421-425

UPRAVLJANJE STRUKTUROM OBRTNIH SREDSTAVA

1-2/1999. str. 51-57

MOGUĆNOST FINANSIRANJA OBRTNIH SREDSTAVA

11-12/1999. str. 725-733

KRSTIĆ D. Bojan

NEKI ELEMENTI TEORIJSKO-KRITIČKE ANALIZE *CAPM* I *ART*
MODELA VREDNOVANJA KAPITALNE ANALIZE

9-10/1998. str. 717-728

KVRGIĆ, mr Goran

BUDŽETSKI DEFICIT I EMISIJA NOVCA

3-4/2002. str. 218-233

LABUS Olivera

ULAGANJE STRANIH INVESTITORA U FINANSIJSKE ORGANI-
ZACIJE

1-2/2001. str. 32-41

LAJKOVIĆ, dr Dragan

PRINOS NA KAPITAL, FAKTORI UTICAJA I ASPEKTI UPRAVLJAN-
JA PRINOSOM

11-12/2002. str. 630-643

LALOVIĆ, mr Mirko

ULOGA AVANSA U UGOVORIMA O NABAVKAMA

3-4/1996. str. 299-310

PRORAČUN DIREKTNIH TROŠKOVA CENE ČASA LETA VOJNIM VAZDUHOPLOVOM

7-8/1996. str. 673-680

ANALIZA KVALITETA I CENE PROIZVODA KOD IZBORA NAJBOLJEG PONUĐAČA NADMETANJEM

5-6/1997. str. 429-438

PRORAČUN STVARNIH I UKUPNIH TROŠKOVA CENE ČASA LETA VOJNIM VAZDUHOPLOVOM

1-2/1998. str.77-86

KONKURENCIJA U VOJNIM NABAVKAMA

9-10/1999. str. 581-589

STVARNI I UKUPNI TROŠKOVI U CENAMA VOJNIH USLUGA

7-8/2000. str. 614-629

PLANIRANJE, UGOVARANJE I REALIZACIJA VOJNIH NABAVKI

7-8/2001. str. 662-677

FINANSIRANJE VOJNIH NABAVKI

9-10/2001. str. 829-844

LEKIĆ Snežana

REVIZIJA BILANSA PREDUZEĆA – PREDUSLOV OBJEKTIVNE VLASNIČKE TRANSFORMACIJE

9-10/1999. str. 527-534

PRETHODNA REVIZIJA BILANSA PREDUZEĆA – USLOV ZA OBJEKTIVNU VLASNIČKU TRANSFORMACIJU

3-4/ 2000. str.244-251

REGULISANJE REVIZIJE KOD PREDUZEĆA, BANAKA I BERZANSKIH POSREDNIKA

1-2/2002. str.33-49

FINANSIJE

LUČIĆ, dr Ljiljana

EKONOMSKE POSLEDICE TRANZICIJE I MOGUĆNOST NJIHOVOG OTKLANJANJA

7-8/1996. str. 641-650

SVOJINSKA TRANSFORMACIJA KAO PRETPOSTAVKA ZA EFIKASNI I UBRZANI RAZVOJ TRŽIŠNE PRIVREDE U JUGOSLAVIJI

1-2/1997. str. 41-56

MONETARNA REFORMA KAO USLOV TRANSFORMACIJE JUGOSLOVENSKE PRIVREDE

5-6/1997. str. 386-400

POKAZATELJI PRIVREDNIH KRETANJA U TRANZITORNIM PRIVREDAMA ISTOČNE EVROPE

9-10/1997. str. 819-832

POTREBA MONETARNE REFORME U JUGOSLOVENSKOJ PRIVREDI

9-10/1999. str. 512-527

MONETARNI ODBOR ILI CENTRALNA BANKA

1-2/2000. str. 16-23

MONETARNA KRETANJA U JUGOSLAVIJI U PERIODU 1994-1996. GODINE

5-6/2000. str. 331-363

MONETARNI TRANSMISIONI MEHANIZAM

9-10/2002. str. 535-545

LJUBISAVLJEVIĆ, mr Snežana

IZBOR I OCENA FINANSIJSKIH CILJEVA ORGANIZACIJE

5-6/1998. str. 383-389

POTREBA I ZNAČAJ EKSTERNE FINANSIJSKE REVIZIJE ELEMENATA HARTIJA OD VREDNOSTI

11-12/1998. str. 910-921

LJUTIĆ, prof. dr Branko

FINANSIJSKI SISTEM REPUBLIKE KOREJE

3-4/1998. str. 199-215

MADŽAR, prof. dr Ljubomir

ANALITIČKO PONIRANJE U ANATOMIJU I FIZIOLOGIJU
JUGOSLOVENSKOG FINANSIJSKOG SISTEMA
3-4/2002. str. 234-241

MAHMUTEFENDIĆ, dr Tahir

GLOBALNO LIDERSTVO EKONOMSKO-TEHNOLOŠKE MOĆI U
SVIJETLU DUGIH TALASA
5-6/1996. str. 548-568

MALINIĆ, prof. dr Slobodan

EKONOMSKI CILJEVI SAVREMENOG PREDUZEĆA I PLURALIZAM
INTERESA U NJIHOVOJ REALIZACIJI
9-10/1997. str. 717-726

MALIŠIĆ Aleksandar

HARTIJE OD VREDNOSTI: DISTRIBUCIJA I UVOĐENJE NA ORGA-
NIZOVANO TRŽIŠTE
1-6/2005. str. 110-125

MARJANOVIĆ Ljiljana

ZNAČAJ STATISTIKE U EKONOMSKIM ANALIZAMA I MEĐUNAR-
ODNA FINANSIJSKA STATISTIKA
1-2/1999. str. 58-62
PLATNI BILANS I STATISTIKA PLATNOG BILANSA
9-10/1998. str. 784-790

FINANSIJE

MARIĆ, dr Branislav

NAČIN STICANJA I RASPODELE UKUPNOG PRIHODA DOHOTKA I DOBITI

5-6/1996. str. 495-501

VAŽNOST IZVORA FINANSIRANJA U PROCESU INVESTIRANJA

7-8/1996. str. 495-501

ISTRAŽIVANJE OSNOVNIH KARAKTERISTIKA ZAJEDNIČKOG ULAGANJA REALIZOVANOG U VOJVODANSKIM PREDUZEĆIMA

11-12/1996. str. 985-994

ANALIZA REZULTATA POSLOVANJA I POLOŽAJA PRIVREDE

3-4/1997. str. 302-310

EFEKTI RENTABILNOSTI INVESTICIJA I ANALIZA UZROKA STANJA

5-6/1997. str. 407-413

UPOREDNA ANALIZA PARAMETARA IZ POSLOVANJA PREDUZEĆA PROJEKTOVANIH U INVESTICIONIM PROGRAMIMA

11-12/1997. str. 958-963

ANALIZA OBRTNIH SREDSTAVA U INVESTICIONIM PROGRAMIMA

1-2/1998. str. 47-52

MARIĆ Dana

ROBNE REZERVE U FUNKCIJI TRŽIŠTA

1-2/2001. str. 87-95

ROBNE REZERVE I MARKETING

3-4/2001. str. 317-324

RAZVOJ SISTEMA I POLITIKA ROBNIH REZERVI

7-8/2001. str. 655-661

DOSADAŠNJA ISKUSTVA U FORMIRANJU I KORIŠĆENJU ROBNIH REZERVI NAMENJENIH ZA POTREBE ODBRANE

7-8/2002. str. 409-418

MARINKOVIĆ Srđan

TEORIJSKE OSNOVE FINANSIJSKIH RIZIKA

7-8/1998. str. 543-569

MARKOVIĆ Tihomir

PRANJE NOVCA

1-2/1997. str. 147-163

MARKOVIĆ, dr Dragana

ULOGA FINANSIJSKOG SISTEMA U STABILNOSTI PRIVREDNOG
RAZVOJA

5-6/1996. str. 481-487

MEŠIĆ, mr Dušan

REGULISANJE RIZIKA KONCENTRACIJE KREDITA BANAKA

3-4/1996. str. 337-344

MEHANIZMI I FUNKCIONISANJE KONTROLE FINANSIJSKIH
KONGLOMERATA

9-10/1996. str. 791-801

NADZOR NAD INTERNIM KONTROLAMA BANAKA

3-4/1998. str. 257-256

MIHAILOVIĆ, mr Gordana

BANKARSTVO NA KRAJU DRUGOG MILENIJUMA

9-10/1997. str. 748-759

MIKEREVIĆ, dr Dragan

PROCENOM VREDNOSTI PREDUZEĆA DO NJEGOVOG RESTRUK-
TURIRANJA I PRIVATIZACIJE

7-8/1997. str. 578-584

FINANSIJE

MILENKOVIĆ Ivan

DEVIZNI KURSEVI I MAKROEKONOMSKI AGREGATI
3-4/2001. str. 228-247

MILOJEVIĆ Marko

INTERNET KEŠ
7-8/2001. str. 707-720

MILOJEVIĆ, dr Miroslav

FUNKCIJA REVIZIJE RAČUNOVODSTVENIH IZVEŠTAVANJA U
PROCENI VREDNOSTI KAPITALA
9-10/1999. str. 590-603

MILIĆEVIĆ, prof. dr Goran

UDRUŽENJA ZA IZGRADNJU I NJIHOVA ULOGA U SISTEMU
HIPOTEKARNOG KREDITA U VELIKOJ BRITANIJI

7-8/1996. str. 700-716

RAZVOJ SISTEMA HIPOTEKARNOG KREDITIRANJA U STAM-
BENOJ PRIVREDI FRANCUSKE

9-10/1996. str. 855-877

RAZVOJ SISTEMA HIPOTEKARNOG KREDITIRANJA U
NEMAČKOJ

11-12/1996. str. 1015-1032

MITROVIĆ, dr Dragana

PROBLEM PONOVRNOG UJEDINJAVANJA KINE I NJEGOV ZNAČAJ
5-6/1997. str. 468-486

FINANSIJE

MILIĆEVIĆ, prof. dr Lazar

MODELI SAMOFINANSIRANJA STAROSNE I INVALIDSKE PENZIJE
3-6/1999. str. 211-217

MODELI SAMOFINANSIRANJA PORODIČNE PENZIJE
7-8/1999. str. 396-402

MATEMATIČKO-FINANSIJSKI MODELI DOKUPA PENZIJSKOG
STAŽA I OSIGURANJE POSMRTNINE
1-2/2000. str. 41-48

MIZDRAK Nevenka

OTKLANJANJE HUMANITARNIH I EKONOMSKIH POSLEDICA
AGRESIJE NATO NA JUGOSLAVIJU
9-10/1999. str. 568-580

MRDAKOVIĆ-CVETKOVIĆ Ružica

POVRATAK JUGOSLAVIJE U MEĐUNARODNE MONETARNE
ORGANIZACIJE
11-12/2002. str. 693-713

MUMINOVIĆ, mr Saša

UTICAJ GLOBALIZACIJE NA SVETSKE BERZE
1-2/2002. str. 69-76

UPRAVLJANJE IMOVINOM I OBAVEZAMA BANKE
1-6/2004. str. 98-112

IZAZOVI *CAMP* MODELA
1-6/2005. str. 126-144

NIKOLIĆ, mr Ljubinka

OBVEZNICE I NJIHOVA TRŽIŠTA
5-6/1998. str. 408-420

FINANSIJE

NIKOLIĆ, dr Mirjana

NOVČANE TRANSAKCIJE NA INTERNETU

3-4/1997. str. 325-329

VIRTUELNA BERZA

5-6/1997. str. 422-428

NEKA STANA ISKUSTVA PRIMENE SOFTVERA ZA REVIZIJU

9-10/1997. str. 844-851

ELEKTRONSKO POSLOVANJE. ROBA, KAPITAL, POREZ, SOFTVER

1-2/1998. str. 53-60

ELEKTRONSKO POSLOVANJE TERMINSKIH BERZI

5-6/1998. str. 426-434

NOVAKOVIĆ, prof. dr Vladimir

FINANSIJSKA STRATEGIJA GRAĐEVINSKE FIRME

5-6/1996. str. 520-529

NOVOSELAC Božo

JUGOSLAVIJA I MEĐUNARODNE FINANSIJSKE INSTITUCIJE

1-2/1996. str. 53-66

NOVI ZAKON O STRANIM ULAGANJIMA

3-4/2002. str. 147-167

OGNJANOVIĆ, dr Vuk

JUGOSLOVENSKE FINANSIJE SREDINOM DEVEDESETIH GODINA

1-2/1996. str. 7-10

RAZVOJ FINANSIJSKOG TRŽIŠTA – NAPUŠTANJE ZONE «PLITKIH FINANSIJA»

5-6/1997. str. 363-379

RELEVANTNI ASPEKTI FINANSIRANJA DOMAĆIH PREDUZEĆA STRANIM KAPITALOM

9-10/1999. str. 535-549

PAVLOVIĆ, dr Đorđe

SISTEM FINANSIRANJA DRŽAVNIH FUNKCIJA ZA VREME
RATNOG STANJA U SR JUGOSLAVIJI I FUNKCIONISANJE DO
KRAJA 1999. GODINE

9-10/1999. str. 549-568

MOGUĆI PRAVCI ORGANIZACIJE DRŽAVNOG TREZORA U
JUGOSLOVENSKIM USLOVIMA

1-2/2002. str. 50-60

PREDLOG ORGANIZACIJE DRŽAVNOG TREZORA U JUGOSLO-
VENSKIM USLOVIMA

3-4/2002. str. 211-217

NOVI BUDŽETSKI SISTEMI REPUBLIKE SRBIJE I REPUBLOKE
CRNE GORE I BUDŽETSKI SISTEM JUGOSLAVIJE

7-8/2002. str. 391-408

PAOVIĆ-JEKNIĆ, mr Gordana

PRINCIP BUDŽETSKOG JEDINSTAVA U TEORIJI I PRAKSI

11-12/1996. str. 940-956

ELEMENTI BUDŽETSKOG PRAVA ITALIJE

9-10/1997. str. 833-843

PAVLOVIĆ, mr Vladan

IZAZOVI *CAMP* MODELA

1-6/2005. str. 126-144

PEJNOVIĆ Biljana

EMISIJA, REGISTRACIJA I TRGOVINA KRATKOROČNIM HARTIJA-
MA OD VREDNOSTI

1-2/1997. str. 133-138

FINANSIJE

PEROVIĆ-VUKOTIĆ, mr Vanja

TROŠAK PRIKUPLJANA KAPITALA EMISIJOM HARTIJA OD VREDNOSTI

9-10/2002. str.

PETROVIĆ, prof. dr Marko

RAČUNOVODSTVENA REVIZIJA KAO OBLIK SLOBODNE PROFESIJE

9-10/2002. str. 514-526

PETROVIĆ, prof. dr Miroslav

DOMINIRAJUĆE TEME I DILEME NA PODRUČKU FISKALNIH FINANSIJA

1-2/1996. str. 19-24

PETROVIĆ, dr Pero

NEOPHODNOST PROCESA PRIVATIZACIJE

5-6/1997. str. 373-385

STRANE DIREKTNE INVESTICIJE U ZEMLJAMA CENTRALNE I ISTOČNE EVROPE

11-12/1997. str. 978-985

OBLICI FINANSIRANJA NOVIH TEHNOLOGIJA

1-2/1998. str. 53-60

AKCIONARSTVO VELIKIH PRIVREDNIH SISTEMA

5-6/1998. str. 401-407

DUGOROČNA INTEGRALNA PROIZVODNO-TRŽIŠNA KOOPE-
RACIJA

7-8/1998. str. 584-593

TRŽIŠTE I TRŽIŠNE STRUKTURE – OKVIR EFIKASNE AKTIVNOS-
TI PREDUZEĆA I BANAKA

11-12/1998. str. 898-909

FINANSIJE

GLOBALIZACIJA KAPITALA I UTICAJ NA DEVIZNI KURS

1-2/1999. str. 25-32

MEĐUNARODNI FINANSIJSKI SISTEMI – GLOBALIZACIJA
ODNOSA I TOKOVA

7-8/1999. str. 411-418

MOGUĆNOSTI ZA POSLOVNU I FINANSIJSKU SARADNJU – ZAV-
ISNOST OD TRANSNACIONALNIH KOMPANIJA

1-22/2000. str. 112-119

UTICAJ PROCESA GLOBALIZACIJE NA RAZVOJ FINANSIJSKIH
TEHNIKA

3-4/2000. str. 263-273

PRIMARNO I SEKUNDARNO TRŽIŠTE HIPOTEKARNIH HARTIJA
OD VREDNOSTI

7-8/2000. str. 573-579

PROCES GLOBALIZACIJE FINANSIJSKIH TRŽIŠTA I KONKUREN-
TNOST

9-10/2000. str. 774-785

GLOBALIZACIJA FINANSIJA I UTICAJ NA MALE ZEMLJE

11-12/2000. str. 951-957

BANKARSKI MENADŽMENT U PROCESU PRIVATIZACIJE BANAKA

1-2/2001. str. 105-113

BILANSI SPOLJNO-TRGOVINSKOG PLAĆANJA – UTICAJ DE-
VIZNIH KURSEVA

3-4/2001. str. 248-270

GLOBALIZACIJA TRŽIŠTA FINANSIJSKIH DERIVATA

5-6/2001. str. 494-501

RAZVIJANJE FINANSIJSKIH TRŽIŠTA

7-8/2002. str. 419-431

PORAST TRAZNJE ZA USLUGAMA FINANSIJSKOG KONSALTINGA

9-10/2002. str. 556-568

PLAKALOVIĆ, dr Novo

FINANSIJSKI SEKTOR REPUBLIKE SRPSKE U POSTRATNOJ
TRANZICIJI

3-4/1997. str. 359-371

FINANSIJE

MONETARNA POLITIKA REPUBLIKE SRPSKE U PERIODU POSLI-
JERATNE OBNOVE

11-12/1998. str. 864-878

POPOVIĆ, prof. dr Dejan

PORESKI TRETMAN DRUŠTAVA LICA

1-2/1996. str. 67-73

POPOVIĆ, mr Milutin

PROCES GOLBALIZACIJE FINANSIJSKIH TRŽIŠTA I KONKURENT-
NOST

7-8/1999. str. 561-572

GLOBALIZACIJA FINANSIJA I UTICAJ NA MALE ZEMLJE

11-12/2000. str. 951-957

BILANSI SPOLJNO-TRGOVINSKOG PLAĆANJA – UTICAJ DEVIZ-
NIH KURSEVA

3-4/2001. str. 248-270

OPTIMALNA VALUTNA ZONA – POSLEDICA GLOBALIZACIJE
SVETSKIH FINANSIJA

7-8/2001. str. 700-706

POPOVIĆ, prof. dr Tomislav

GLOBALIZACIJA I OTVORENA PRIVREDA – POUKE ZA
JUGOSLAVIJU

3-4/1998. str. 171-181

PRAĆA, mr Nebojša

RAZVIJANJE FINANSIJSKIH TRŽIŠTA

7-8/2002. str. 419-431

PROTAS, prof. dr Tereza

PORESKI SISTEM REPUBLIKE POLJSKE

3-4/1997. str. 339-342

RADOVANOVIĆ, prof. dr Radiša

KONCEPT ODRŽANJA KAPITALA PREDUZEĆA

9-10/1996. str. 739-757

KONCEPT ODRŽANJA SUPSTANCE PREDUZEĆA

1-2/1997. str. 79-93

RAIČEVIĆ, prof. dr Božidar

FINANSIRANJE LOKALNE SAMOUPRAVE U SRBIJI

1-6/2003. str. 52-65

RAKOČEVIĆ, prof. dr Živojin

CIVILIZACIJSKE ANTECEDENCE I «TRANZICIJSKE» KON-
SEKVENCE SVETSKOG FINANSIJSKOG TRŽIŠTA

7-8/1997. str. 608-624

KAPITAL I NOVAC SVETSKOG FINANSIJSKOG TRŽIŠTA

9-10/1997. str. 760-782

RADOSAVLJEVIĆ, mr Gordana

RAZVOJ MISIJE ZA DIVERZIFIKOVANA PREDUZEĆA

1-2/1998. str. 35-40

FINANSIJE

RAJKOVIĆ, mr Slobodan

UPRAVLJANJE ZAŠTITOM INFORMACIONE IMOVINE U BANKAMA I DRUGIM FINANSIJSKIM ORGANIZACIJAMA JUGOSLAVIJE
5-6/2002. str. 311-325

RANKOVIĆ, prof. dr Jovan

ŠTA DONOSE NOVE UREDBE O PRIVATIZACIJI?
9-10/2002. str. 506-513

RAŠETA, mr Jovan

REZERVE SIGURNOSTI U OSIGURANJU
5-6/1997. str. 414-412
ANALIZA RIZIČNOSTI U OSIGURANJU
7-8/1997. str. 585-593

RISTIĆ, prof. dr Žarko

TRANSFORMACIJA POSLOVNOG BANKARSTVA
1-2/1996. str. 90-97
BUDŽETSKI INŽINJERING
3-4/1996. str. 311-322
JAVNI SEKTOR, PORESKA ZAHVATANJA I NOVČANI TOKOVI
7-8/1996. str. 587-602
STABILIZACIONA POLITIKA I DRŽAVNA INTERVENCIJA
9-10/1997. str. 701-716
KADROVSKI MENADŽMENT – FINANSIRANJE I PRAĆENJE
RAZVOJA KADROVA
11-12/1997. str. 964-977
DRŽAVNA REGULATIVA «PРАВNA DRŽAVA» I PRIVATIZACIJA
BANKARSKOG I MONETARNOG PRAVA
3-4/1998. str. 233-236

FINANSIJE

MONETARISTIČKI I KEJNZIJANSKI TRANSMISIONI MEHANIZMI

5-6/1998. str. 339-358

SPORTSKO PREDUZETNIŠTVO I SPORTSKO BANKARSTVO

7-8/1998. str. 603-611

UPRAVLJANJE DEVIZNIM KURSEVIMA

11-12/1998. str. 848-863

INFLACIJA *VERSUS* NEZAPOSLENOSTI

1-2/1999. str. 17-24

IZBOR IZMEĐU INFLACIJE I NEZAPOSLENOSTI

3-6/1999. str. 157-167

FINANSIJSKI I BANKARSKI MENADŽMENT

11-12/2000. str. 849-861

RISTIĆ, prof. dr Života

JUGOSLOVENSKO FINANSIJSKO TRŽIŠTE SREDINOM
DEVEDESETIH GODINA

1-2/1996. str. 41-52

ROMIĆ, dr Ljiljana

FINANSIJSKI IZVEŠTAJI PREMA MEĐUNARODNIM RAČUNOVOD-
STVENIM STANDARDIMA

1-2/1999. str. 85-106

INVESTICIONI RIZICI NA GLOBALNOM TRŽIŠTU AKCIJSKOG
KAPITALA

5-6/2001. str. 473-482

SIMIĆEVIĆ, dr Vukica

PROGNOSTIKA U BANKARSKOM POSLOVANJU

3-4/1996. str. 293-298

FINANSIJE

SLOVIĆ, dr Slobodan

OSNOVNI ELEMENTI TEHNIČKE ANALIZE CENA AKCIJA
3-4/2000. str. 273-280

STAMENIĆ, mr Milena

PROMENE NA SVETSKOM TRŽIŠTU KAPITALA
9-10/1997. str. 794-802
TRŽIŠTA KAPITALA U RAZVOJU I NJIHOVA ULOGA NA GLOBAL-
NOM FINANSIJSKOM TRŽIŠTU
3-4/1998. str. 278-285
DIVERZIFIKACIJA PORTFOLIJA U FUNKCIJI SMANJENJA RIZIKA
INVESTIRANJA
9-10/2000. str. 707-714

STANIĆ, mr Slavoljub

FINANSIJE U REFORMI
1-2/1996. str. 217-220

STANKOVIĆ Aleksandra

POJAM, ELEMENTI I VRSTE HARTIJA OD VREDNOSTI
7-8/1998. str. 529-542

STEFANOVIĆ, prof. dr Radiša

POŠTENA VREDNOST: SUŠTINA, UPOTEBA I IMPLIKACIJE
7-8/2002. str. 432-440

STEVIĆ, dr Stevan

MODELI SAMOFINANSIRANJA STAROSNE I INVALIDSKE PENZIJE
3-6/1999. str. 211-217
MODELI FINANSIRANJA PORODIČNE PENZIJE
7-8/1999. str. 397-402

FINANSIJE

MATEMATIČKO-FINANSIJSKI MODELI DOKUPA PENZIJSKOG
STAŽA I OSIGURANJE POSMRTNINE

1-2/2000. str. 41-48

STOJANOVIĆ, dr Aleksandar

PLATNI PROMET U ZEMLJAMA U TRANZICIJI I JUGOSLAVIJI

5-6/1997. str. 454-467

STOJANOVIĆ, prof. dr Dragan

RAČUNOVODSTVENO IZJAŠNJAVANJE U USLOVIMA INFLACIJE

11-12/2000. STR. 882-896

RAČUNOVODSTVO I SAVREMENE RAČUNSKE TEHNOLOGIJE

3-4/2001. str. 287-294

STOJANOVIĆ, mr Snežana

FISKALNA DECENTRALIZACIJA U ZEMLJAMA RAZVIJENE
TRŽIŠNE PRIVREDE

1-6/2003. str. 99-114

ŠEVIĆ, prof. dr Željko

CENTRALNA MONETARNA VLAST U SRBIJI, ODNOSNO
JUGOSLAVIJI

5-6/1996. str. 459-480

BANKARSTVO I BANKARSKO PRAVO

11-12/1996. str. 964-977

SVETSKA TRGOVINSKA ORGANIZACIJA: INSTITUCIONALNI I
PRAVNI ASPEKTI

1-2/1997. str. 193-146

FINANSIJE

UPRAVLJANJE CENTRALNOM BANKOM: KONCEPT ORGANIZACIJE I MENADŽMENT PRAKSA

1-6/2003. str. 66-86

ŠOJIĆ, prof. dr Milan

OPERACIJE CENTRALNE BANKE NA OTVORENOM TRŽIŠTU I EFIKASNOST MONETARNOG REGULISANJA

11-12/1997. str. 903-909

ŠOLAK, dr Zdravko

MODELI FINANSIRANJA ZDRAVSTVENE ZAŠTITE

7-8/2000. str. 539-560

REFORMA FINANSIRANJA ZDRAVSTVA

3-4/2002. str. 194-210

ŠTAGIĆ, mr Dragan

FJUČERSI

9-10/1996. str. 810-827

TESCHE, ph.d. Jean

PREGLED SISTEMA PENZIONIH FONDOVA I REFORMI

1-6/2003. str.115-135

TODOROVIĆ, mr Zoran

RAČUNOVODSTVENI ASPEKT TRGOVANJA HARTIJAMA OD VREDNOSTI

9-10/1998. str. 738-763

FINANSIJE

REVIZIJA U FUNKCIJI SPROVOĐENJA NADZORA

1-2/1999. str. 33-50

TOMIĆ, dr Radovan

PROBLEMI FINANSIRANJA JUGOSLOVENSKE PRIVREDE

11-12/1997. str. 889-892

TOŠIĆ Radomir

PRIMENA STANDARDA U OBLASTI FINANSIJSKIH PROIZVODA I
USLUGA

9-10/2002. str. 581-590

PLAĆANJE INDIREKTNIM PREBACIVANJEM SREDSTAVA NA
BANKOVNE RAČUNE IZVAN GRANICA NAŠE ZEMLJE

11-12/2002. str. 721-729

TRKLJA, prof. dr Milivoje

KONTROVERZE KONSOLIDOVANOG BILANSA

5-6/1996. str. 488-494

PROBLEMI DEFINISANJA I PRIMENA PRINCIPA BUDŽETSKE
RAVNOTEŽE

3-4/1997. str. 183-195

POREZ NA DOHODAK I DISTORZIJE U RAVNOMERNOM
FISKALNOM TRETMANU PRIHODA

7-8/1999. str. 357-368

TRNAVCI, dr Genc

PRAVNA PRIRODA I BITNI ELEMENTI MEĐUNARODNE MENICE

11-12/1999. str. 773-783

FINANSIJE

UNKOVIĆ, dr Milorad

IZVOZNI KAPACITETI JUGOSLOVENSKE PRIVREDE
9-10/2002.str. 489-305

VASILJEVIĆ, prof. dr Branko

BANKARSKI SISTEM U PROCESU TRANZICIJE
1-2/1996. str. 98-102

VASILJEVIĆ, mr Aleksandar

SPECIFIČNOST FINANSIRANJA POLJOPRIVREDE
9-10/2001. str. 643-654
ZNAČAJ PLANSKOG UPRAVLJANJA PROIZVODNjom
9-10/2001. str. 763-777
ZNAČAJ UPRAVLJANJA INVESTICIJAMA U POLJOPRIVREDI
1-2/2002. str. 61-68

VIDAS-BUBANJA, dr Marijana

STRANE DIREKTNE INVESTICIJE U ZEMLJAMA JUGOISTOČNE
EVROPE
7-8/1999. str. 432-441

VITOROVIĆ, dr Bogoljub

FINANSIJSKA STRATEGIJA OPTIMALNE STRUKTURE KAPITALA
PREDUZEĆA
3-4/1997. str. 262-274

VOINOVIĆ Danijela

INDIKATORI DUGA VISOKO ZADUŽENIH ZEMALJA
11-12/1996. str. 1033-1040

FINANSIJE

FINANSIRANJE PRIVREDNOG RAZVOJA I MODELI RASTA
11-12/2002. str. 612-629

VRHOVŠEK, dr Miroslav

PROBLEM NADLEŽNOSTI SUDA ZA PRUŽANJE SUDSKE ZAŠTITE
PREMA ZAKONU O PLATNOM PROMETU

7-8/1998. str. 594-602

POREZ NA PROMET KOD NABAVKE OGREVNOG DRVETA OD
FIZIČKIH LICA

11-12/1998. str. 931-936

ZAKON O SVOJINSKOJ TRANSFORMACIJI I UPRAVNO-RAČUNSKI
SPOR

1-2/2000. str. 49-58

SVOJINSKA TRANSFORMACIJA U REPUBLICI SRBIJI

3-4/2000. str. 196-230

IZVRŠENJE NA IMOVINI HOLDINGA I ZAVISNIH DRUŠTAVVA

5-6/2000. str. 364-381

PRAVNI LEKOVI PROTIV REŠENJA O PRIVREMENOJ MERI

1-2/2001. str. 123-134

PROGLAŠENJE IZVRŠENJA NEDOPUŠTENIM, OPOZICIONA I
IZLUČNA TUŽBA

9-10/2001. str. 810-828

VUJOVIĆ, dr Dušan

KONKURENTNOST NACIONALNE PRIVREDE: NEKA EMPIRIJSKA
I TEORIJSKA PITANJA MERENJA INSTITUCIONALNE
KONKURENTNOSTI

1-6/2005. str. 7-36

VUJOVIĆ, dr Slavko

INFORMACIONI SISTEM BANKE U TRŽIŠNIM USLOVIMA POSLO-
VANJA

7-8/1999. str. 382-396

FINANSIJE

ELEKTRONSKO BANKARSTVO

9-10/1999. str. 612-621

INFORMACIONI SISTEM STRATEŠKOG PLANIRANJA BANKE

1-2/2000. str. 24-33

MOGUĆNOST ORGANIZOVANJA ELEKTRONSKE TRGOVINE
NOVCEM I KRATKOROČNIM HARTIJAMA OD VREDNOSTI U
NAŠOJ ZEMLJI

I deo

5-6/2001. str. 439-453

MOGUĆNOST ORGANIZOVANJA ELEKTRONSKE TRGOVINE
NOVCEM I KRATKOROČNIM HARTIJAMA OD VREDNOSTI U
NAŠOJ ZEMLJI

I I deo

7-8/2001. str. 581-593

VUJOVIĆ, mr Slavoljub

AKCIONARSKI I ZAJMOVNI KAPITAL – OBLICI FINANSIRANJA
SMEŠTAJNE PONUDE I TURIZAM

11-12/2000. str. 910-919

MOGUĆNOST ORGANIZOVANJA ELEKTRONSKE TRGOVINE
NOVCEM I KRATKOROČNIM HARTIJAMA OD VREDNOSTI U
NAŠOJ ZEMLJI

5-6/2001. str. 439-453

VUKAJLOVIĆ Dragoljub

UNILATERALNE MERE ZA IZBEGAVANJE DVOSTRUKOG
OPOREZIVANJA U JUGOSLOVENSKOM SISTEMU OPOREZIVANJA

3-4/1996. str. 332-336

ZAKON O OSONOVAMA PORESKOG SISTEMA

7-8/1996. str. 657-666

GODIŠNJI POREZ NA DOHODAK GRAĐANA

9-10/1996. str. 802-809

FINANSIJE

SISTEM SOCIJALNOG OSIGURANJA U SRBIJI I INSTRUMENTI ZA NJEHOVO FUNKCIONISANJE U 1996. GODINI

11-12/1996. str. 957-963

MOGUĆNOSTI I OGRANIČENJA STRANIH INVESTITORA ZA KUPOVINU HARTIJA OD VREDNOSTI NA DOMAĆEM TRŽIŠTU

3-4/1997. str. 272-279

POVRATAK POREZA NA UKUPNI PRIHOD GRAĐANA

3-6/1999. str. 189-194

NOVI SISTEM OPOREZIVANJA PROMETA PROIZVODA I USLUGA U SR JUGOSLAVIJI

1-2/2000. str. 34-40

VUKAJLOVIĆ Vladan

TRŽIŠTE FJUČERSA

7-8/1997. str. 594-607

VUKOVIĆ Dragan

AZIJSKE LEKCIJE

3-4/1998. str.193-198

VUKOVIĆ Miloš

KRIZA U AZIJI – SLUČAJNOST ILI NAMERA

3-4/1998. str. 286-292

VUKSANOVIĆ, prof. dr Emilija

ELEKTRONSKI NOVAC: OBLICI, FUNKCIONISANJE I KARAKTERISTIKE

3-4/2002. str. 242-251

FINANSIJE

ZARIĆ, dr Vlade

OTKLANJANJE HUMANITARNIH I EKONOMSKIH POSLEDICA
AGRESIJE

NATO NA SR JUGOSLAVIJU

9-10/1999. str. 568-580

FINANSIRANJE PROGRAMA OBNOVE I RAZVOJA JUGOISTOČNE
EVROPE I POLOŽAJ SR JUGOSLAVIJE

ZEČEVIĆ, dr Radoje

GLOBALIZACIJA SVETSKIH FINANSIJSKIH TOKOVA I POSLOVNO
BANKARSTVO

5-6/2001. str. 483-493

ZEČEVIĆ Pava

ULOGA BERZE NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU

1-2/1996. str. 137-146

ZOROJA Branislav

IZBOR INSTRUMENATA INDIREKTNOG MONETARNOG UPRAVL-
JANJA U RANIM FAZAMA REFORME FINANSIJSKOG SISTEMA

11-12/2002. str.644-656

ŽIVANČEVIĆ, prof. dr Miloš

KLAUZULE SPORAZUMA O ZAJMOVIMA I REFINANSIRANJU
DUGOVA KOJE NA TRŽIŠTU EURO VALUTA ZAJMOPRIMCI
ZAKLJUČUJU SA SINDIKATIMA BANAKA

7-8/1996. str. 681-700

FINANSIJE

KLAUZULE SPORAZUMA O ZAJMOVIMA I REFINANSIRANJU
DUGOVA KOJE NA TRŽIŠTU EURO VALUTA ZAJMOPRIMCI
ZAKLJUČUJU SA SINDIKATIMA BANAKA

9-10/1996. str.841-854

KLAUZULE SPORAZUMA O ZAJMOVIMA I REFINANSIRANJU
DUGOVA KOJE NA TRŽIŠTU EURO VALUTA ZAJMOPRIMCI
ZAKLJUČUJU SA SINDIKATIMA BANAKA

11-12/1996. str. 955-1014

KLAUZULE SPORAZUMA O ZAJMOVIMA I REFINANSIRANJU
DUGOVA KOJE NA TRŽIŠTU EURO VALUTA ZAJMOPRIMCI
ZAKLJUČUJU SA SINDIKATIMA BANAKA

3-4/1997. str. 330-338

KLAUZULE SPORAZUMA O ZAJMOVIMA I REFINANSIRANJU
DUGOVA KOJE NA TRŽIŠTU EURO VALUTA ZAJMOPRIMCI
ZAKLJUČUJU SA SINDIKATIMA BANAKA

5-6/1997. str. 439-453

KLAUZULE SPORAZUMA O ZAJMOVIMA I REFINANSIRANJU
DUGOVA KOJE NA TRŽIŠTU EURO VALUTA ZAJMOPRIMCI
ZAKLJUČUJU SA SINDIKATIMA BANAKA

7-8/1997. str. 625-634

KLAUZULE SPORAZUMA O ZAJMOVIMA I REFINANSIRANJU
DUGOVA KOJE NA TRŽIŠTU EURO VALUTA ZAJMOPRIMCI
ZAKLJUČUJU SA SINDIKATIMA BANAKA

9-10/1997. str. 803-818

ZNAČAJ ODREĐIVANJA KREDITNOG REJTINGA

9-10/1998. str. 800-810

ZNAČAJ ODREĐIVANJA KREDITNOG REJTINGA

11-12/1998. str. 937-954

ZNAČAJ ODREĐIVANJA KREDITNOG REJTINGA

1-2/1999. str. 107-115

ŽIVKOVIĆ, prof. dr Aleksandar

EFIKASAN TRŽIŠNO ORJENTISAN FINANSIJSKI SISTEM I MONE-
TARNA POLITIKA U JUGOSLAVIJI

1-2/1996. str. 83-89

FINANSIJE

MONETARISTIČKI I KEJNZIJANSKI TRANSMISIONI MEHANIZMI
5-6/1998. str. 339-358

ZJALIĆ, dr Ljubica

ZAPOSLENOST U USLOVIMA NEIZVESNOSTI
11-12/1999. str. 710-724

ŽMUKIĆ, mr Branko

BILANSI FINANSIJSKIH TOKOVA
3-4/1996. str. 352-363

**UPUTSTVO ZA PRIPREMU RADOVA ZA OBJAVLJIVANJE
U ČASOPISU *FINANSIJE***

Poštovani autori,

U ovom uputstvu je opisano na koji način treba pripremiti radove za objavljivanje u časopisu *FINANSIJE*:

- Radove pisati na srpskom (latinica) ili engleskom jeziku;
- Font je Times New Roman (Latin) veličine 12 cicera za osnovni tekst i 10 za fusnote;
- Rad pisati koristeći MS Word za Windows (tastatura za srpsku latinicu) ili neki od kompatibilnih programa za pripremu teksta;
- Radovi se dostavljaju obavezno u elektronskom obliku (na disketi ili kao dodatak elektronskoj pošti) i, poželjno, odštampani u dva primerka;
- Standardni format stranice je A-4;

Naslovi i podnaslovi:

- Glavni naslov rada piše se na sredini prve stranice rukopisa na srpskom (verzal 18 cicera), a ispod njega naslov na engleskom jeziku (verzal 16 cicera);
- Ime i prezime autora, pišu se ispod naslova (verzal 14 cicera); naziv i mesto institucije autora daju se u produžetku imena autora.
- Posle naslova rada i imena autora, napisati kratak rezime (5-10 redova) na srpskom i na engleskom jeziku;
- Ispod svakog rezimea (na srpskom i engleskom) navesti ključne reči (verzal).

Literatura:

- U spisku literature, na kraju rada, reference se daju po sledećem primeru:
 Debreu, G. [1959]. *Theory of value*, Yale University Press, New Haven, p. 23.
 Jovanović, D. [2002] «Finansiranje privrednog razvoja i modeli rasta», *Finansije*, br. 3-4/2002. str. 12-23.
- Literatura u tekstu i fusnotama navodi se po imenu prvog autora ili institucije koja je izdala publikaciju i godini izdanja u uglastim zagradama, na primer, Debreu [1959] ili Jovanović [2002];

Nadaćmo se da ćete preporučena uputstva koristiti i unapred vam se zahvaljujemo.

Uređivački odbor časopisa *FINANSIJE*

**CIP – Katalogizacija u publikaciji Narodna
biblioteka Srbije, Beograd
336**

**FINANSIJE: časopis za teoriju i praksu finansija/
Glavni i odgovorni urednik: Dušan Vujović.
–Godina1.br.1 (1946.) – Beograd: Ministarstvo
finansija Republike Srbije, 1946. -24 cm.**

**ISSN 0015 – 2145 – Finansije
COBISS.SR-ID 36631**