Boris Begović
Boško Mijatović

FINANSIJSKO POSREDOVANJE I PRIVREDNI RAST

2017

Izdavači
Centar za liberalno-demokratske studije
Gramatik

Urednik
Danica Popović

Lektor
Vesna Uskoković

Tehničko uređenje
Vladimir Mijatović

Štampa
Delta pres, Mladenovac

ISBN

Tiraž
300

2017

Addiko Bank

Ovu knjigu je finansijski podržala *Addiko Banka Srbija a.d.* Beograd. Stavovi izneseni u ovoj knjizi isključivo su stavovi autora i oni ne moraju biti stavovi te banke niti bilo kog njenog zvaničnika.

SADRŽAJ

Predgovor 7

POGLAVLJE 1: OSNOVE FINANSIJSKOG SISTEMA 11
- Uvod 11
- Uloga finansijskog sistema 13
- Direktno finansiranje – finansijska tržišta 16
  - Tržište akcija i dužničkih instrumenata 17
  - Primarno i sekundarno tržište 18
  - Trgovina na berzi i „preko šaltera“ 19
  - Tržišta novca i kapitala 21
  - Tržište derivata 21
  - Devizno tržište 22
- Indirektno finansiranje – finansijski posrednici 22
  - Transakcioni troškovi 22
  - Asimetrija informacija 23
  - Vrste finansijskih institucija 24
  - Rizici finansijskih institucija 26
- Regulacija finansijskog sistema 29
- Struktura finansijskih sistema 32
  - U savremenom svetu 32
  - U Srbiji 33
- Kamatne stope 35
- Finansijska globalizacija 38

POGLAVLJE 2: FINANSIJSKO POSREDOVANJE I PRIVREDNI RAST: TEORIJSKI I EMPIRIJSKI NALAZI 41
- Mehanizam privrednog rasta 41
- Teorijsko objašnjenje veze finansija i privrednog rasta 47
  - Mobilizacije štednje 49
  - Obezbeđivanje informacija i alokacija kapitala 52
  - Nadgledanje realnog sektora i unapređenje korporativnog upravljanja 56
  - Umanjenje i preraspodela rizika 58
  - Pospešivanje razmene 62

Uporedna analiza: bankarski ili nebankarski finansijski sistem 63
Teorijska kontroverza: finansijsko posredovanje i usporavanje privrednog rasta 65
Empirijski nalazi o vezi finansijskog posredovanja i privrednog rasta 67
Osnovni zaključci i oblasti za dalje istraživanje 75

POGLAVLJE 3: FINANSIJSKI INSTRUMENTI 77
Uvod: fenomeni značajni za izbor finansijskih instrumenata 77
Asimetrija informacija 77
Tražnja za različitim finansijskim instrumentima: finansiranje preduzeća 82
Depoziti i krediti 85
Depoziti 86
Krediti 91
Obveznice 101
Akcije i berza 113
Šta su akcije? 113
Dugoročno finansiranje rasta preduzeća 119
Funkcionisanje sekundarnog tržišta 130
Uticaj na privredni rast 132
Spajanje i pripajanje preduzeća 137
Hipoteza o efikasnom tržištu 143
Derivati 147
Uvod 147
Vrste derivata 149
Vrste tržišta derivata 151
Ekonomske funkcije derivata 153

POGLAVLJE 4: FINANSIJSKE INSTITUCIJE 159
Banke 159
Bilansi banke 159
Upravljanje plasmanima i nesolventnost banaka 162
Usklađivanje plasmana i izvora 166
Regulacija banaka 168
Investicione banke 171
Emisije vrednosnih hartija 172
Spajanja i pripajanja 173
Asimetrija informacija i investiciono bankarstvo 174
Ekonomski efekti 176
Investicione kompanije i fondovi 177

Uvod 177
Kolektivne šeme investiranja 179
Investicioni fondovi za stanovništvo 180
Hedž fondovi 188
Private equity 192
Osiguravajuća društva 196
Osnove osiguranja 197
Vidovi osiguranja 198
Regulacija 199
Finansijski aspekt 200
Ekonomski efekti 202
Fondovi penzijskog osiguranja 203
Osnove penzijskog osiguranja 203
Korisnici i troškovi 206
Efekti na privredni rast 210

ZAKLJUČCI 213

Literatura 217

Predgovor

Prva ideja za pisanje ove knjige pojavila se odmah posle velike finansijske krize iz 2008. godine. Veliki deo javnosti, ne samo široke, za tu je krizu i globalnu recesiju koja je sledila okrivio finansijski sistem onakav kakav je bio u to vreme, ali i samo finansijsko posredovanje, poslovnu delatnosti koja se bavi novcem. Smatrali smo da bi bilo veoma opasno da se pojedine pogrešne procene finansijskih stručnjaka pre i tokom te krize, kao i pojedine zloupotrebe kojih je nesumnjivo bilo, proglase za dovoljan uslov za diskvalifikaciju finansijskog poslovanja kao delatnosti koja ne doprinosi stvaranju i uvećavanju društvenog blagostanja. Poveliki broj ljudi je posle velike finansijske krize finansijsko posredovanje posmatrao kao zlo, kao nešto što nikom nije potrebno, a čega se, iako treba, ne možemo osloboditi zbog isprepletanosti privatnih interesa bogatih i njihove sprege sa vlastima. Stoga smo se odlučili da bliže razmotrimo vezu finansijskog posredovanja i privrednog rasta, fenomena koji se u dobroj meri može poistovetiti sa porastom društvenog blagostanja – vrhunskim dobrom ekonomske nauke. Preciznije rečeno, odlučili smo se da dublje istražimo posledice koje po privredni rast ima finansijsko posredovanje, a nalazi tog istraživanja mogu da posluže kao osnova za odgovor na pitanje da li nam bilo bolje ili gore ukoliko bi se jednog hipotetičkog jutra probudili u društvu u kome nema finansijskog posredovanja.

Ovakav izbor teme knjige bio je uslovljen ne samo time što je u javnosti stvorena takvo snažna odbojnost prema finansijskom posredovanju, ne samo time što je privredni rast sam po sebi izuzetno važna tema, kako u bogatim, tako i u ne toliko bogatim društvima, nego i time što postoji veoma dobro razvijena teorija privrednog rasta, koja konzistentno objašnjava njegove osnovne mehanizme i poluge. Takođe, ekonomska nauka je ostvarila brojne uvide u finansijsko posredovanje i postoje brojni teorijski i empirijski nalazi posvećeni ovoj delatnosti. Ipak, povezivanje ovih nalaza, odnosno istraživanje uticaja finansijskog posredovanja na privredi rast relativno je noviji fenomen. Pokazalo se da postoje određena akademska neslaganja u pogledu snage i karaktera ove uzročno-posledične veze, kao i njenih konkretnih mehanizama.

Cilj ove knjige jeste da upoznamo javnost, ne samo stručnu, sa izabranim dosadašnjim relevantnim nalazima ekonomske nauke na planu veze finansijskog posredovanja i privrednog rasta i da čitaoce podstaknemo da razmišljaju o toj vezi, da im omogućimo da, time što im dajemo argumente u prilog ili protiv ne-

kog rešenja, samo dođu do određenih zaključaka i da sami odgovore na pitanje, ne samo da li bi nam bilo bolje bez finansijskog posredovanja, nego u kom pravcu finansijsko posredovanje može i treba da se razvija. Za uspešno čitanje ove knjige nisu potrebna velika specijalizova znanja, ali su potrebna neka opšta znanja o tome kako privreda funkcioniše. A potrebna je i dobra volja.

Pričinjava nam veliko zadovoljstvo da se zahvalimo Jasni Atanasijević, Bošku Živkoviću i Marku Paunoviću na veoma korisnim primedbama i sugestijama, koje su omogućile da ova knjiga bude bolja nego njena prva verzija koju su čitali. Naravno, niko od njih ne snosi nikakvu odgovornost za eventualne propuste, kao ni za vrednosne sudove iznete u ovoj knjizi.

Najsrdačnije se zahvaljujemo *Adikko Bank Srbija a.d.* koja je finansijski podržala nastanak ove knjige i njenom direktoru Zoranu Vojnoviću, kao i prethodnom direktoru Vladimiru Čupiću, sa kojim smo započeli saradnju u vreme dok je dok je ova banka još uvek nosila drugo ime. Zahvaljujemo im se i na strpljenju koju su pokazali kada je postalo jasno da su rokovi probijeni i uverenju koje imali da će knjiga ipak izaći iz štampe.

Beograd, 22.01.2017.

Boris Begović
Boško Mijatović

PRVO POGLAVLJE – OSNOVE FINANSIJSKOG SISTEMA[1]

UVOD

Dobro uređen i funkcionalan finansijski sistem koji usmerava sredstva u najproduktivnije upotrebe predstavlja bitnu pretpostavku privrednog rasta. Osnovna uloga finansijskih tržišta (tržišta različitih hartija od vrednosti, kao što su akcije i obveznice) i finansijskih posrednika (banke, investicioni fondovi, osiguravajuća društva itd.) u ekonomskom životu jeste preusmeravanje novca od onih koji ga trenutno imaju više nego što nameravaju da potroše ka onima koji trenutno žele da potroše više nego što imaju.

Finansijsko posredovanje doprinosi privrednom rastu i blagostanju u društvu. Ovo je stav koji će biti široko razmatran i zastupan u ovoj knjizi, naravno bez zanemarivanja svih rizika koje učešće u finansijskom posredovanju donosi pojedincu ili firmi, pa i zemlji u celini.

Običnom posmatraču finansijsko posredovanje može delovati kao aktivnost u kojoj jedan akter pokušava da nadigra ili prevari drugog i tako zaradi ne pružajući drugima (i društvu) nikakvu korist. Tako može izgledati, na primer, trgovina akcijama na berzi ili odobravanje kredita sa priličnim kamatama... I zaista, finansijsko posredovanje na prvi pogled deluje, govoreći jezikom teorije igara, kao igra sa nultom sumom, u kojoj jedan dobija tačno onoliko koliko drugi izgubi. Međutim, obično nije tako, jer postoje brojne aktivnosti unutar finansijskog sistema koje svakako doprinose bruto domaćem proizvodu, kao što su plaćanja između ekonomskih aktera, investiranje štednje, odnosno akumuliranog bogatstva, finansiranje novih dobrih projekata i upravljanje rizicima. A i pomenute aktivnosti na berzi i u kreditiranju samo su deo alokacije kapitala jednog društva u produktivne (i što produktivnije) svrhe umesto u neproduktivne ili manje produktivne. Drugim rečima, finansijsko posredovanje usmerava, ili bi trebalo da usmerava, kapital u najproduktivnije aktivnosti i time rešava osnovni ekonomski problem: Kako alocirati raspoloživi kapital na moguće alternativne upotrebe na najefikasniji način?

[1] U ovom uvodnom odeljku, a i kasnije, predstavljene su osnovne informacije o finansijskim poslovima, tržištima i akterima. To je područje koje uglavnom pokrivaju osnovni udžbenici, pa su oni šire korišćeni, kao, na primer: Howells i Bain (2007), de Haan, Oosterloo i Schoenmaker (2009), Neave (2009), Kidwell, Blackwell, Whidbee i Sias (2011), Madura (2012) i Mishkin i Eakins (2012), te ih štednje prostora radi nećemo pominjati u fusnotama.

Pogledajmo jedan primer. Uzmimo da je osoba A prištedela jedne godine milion dinara, a da sama nema poslovnih ambicija, ili da ne vidi investicione mogućnosti u sopstvenoj režiji. Takođe, ne postoje ni mogućnosti lakog pozajmljivanja drugima, pošto finansijski sistem ne postoji, pa osoba A ne može nikome da transferiše sredstva bez izuzetnih komplikacija (i visokih transakcionih troškova). S druge strane, osoba B (lokalni kafedžija) želi da proširi letnju baštu i treba joj milion dinara, ali ih nema na raspolaganju. Proširenje bašte donelo bi godišnje 200.000 dinara čiste zarade, ali će poslovna prilika propasti ukoliko se osobe A i B privatno i slučajno ne sretnu, pošto će osoba A ostati sa ušteđenih i nepotrošenih milion dinara, dok osoba B neće investirati u proširenje bašte i jedna poslovna prilika će ostati neiskorišćena. Ukoliko finansijski sistem poveže osobe A i B, tada će B dobiti pozajmicu od A, a ukupna zarada će biti 200.000 dinara. Iz nje će B platiti kamatu osobi A i troškove finansijskog posredovanja, s tim da i sama lepo zaradi. Povezivanjem osoba A i B finansijski sistem će omogućiti iskorišćavanje jedne poslovne mogućnosti koja bi najverovatnije ostala neiskorišćena, što će povećati bruto domaći proizvod (BDP), kao meru ukupne ekonomske aktivnosti u jednoj zemlji za godinu dana.

Važnost alokacione uloge finansijskog posredovanja teško je proceniti jer ono autonomno obavlja zadatak koji su tokom istorije pokušavali da izvrše razni planeri – od centralnog planiranja Gosplana u Sovjetskom Savezu do tzv. indikativnog planiranja i nacionalizovanog bankarstva u Francuskoj – i to uvek bez željenog uspeha. Razlog je hajekovski:[2] znanje je decentralizovano i njegovo potrebno aktiviranje moguće je jedino na decentralizovan, tržišni način, tako da je efikasnost tržišnog metoda odlučivanja uvek znatno iznad centralizovanog, i to zbog superiornog načina prikupljanja informacija. Drugim rečima, nije moguće da centralni planer bude u stanju da racionalno i ekonomski efikasno odlučuje o hiljadama ili desetinama hiljada investicija, već to mogu samo zainteresovani pojedinci, a na osnovu dobrog poznavanja okolnosti i dobre kalkulacije svih elemenata ulaganja i budućih prihoda i troškova.

Ova pozitivna uloga finansijskog sistema svakako je u suprotnosti sa veoma negativnom percepcijom znatnog dela stanovništva i javnosti o poslovanju finansijskog sektora. Jer, veoma je rasprostranjeno mišljenje da su banke parazitske institucije koje, s jedne strane, ne pružaju društvu ništa korisno, a lepo zarađuju, i koje, s druge strane, često pribegavaju prevarama ili manipulacijama u poslovanju kako bi ostvarile što veće profite. Još je i gore mišljenje o berzi i „mešetarima“ na njoj.

O prvom stavu – da banke ne pružaju korisne usluge – biće u nastavku više reči. Ovde ćemo samo potražiti uzroke tom stavu: prvi je nerazumevanje i neznanje mnogih, uz još uvek rašireno shvatanje iz doba socijalizma da su finansijske usluge neproduktivna delatnost, drugi su tabloidi skloni senzacionalizmu, a treći neka

[2] Po Fridrihu fon Hajeku, austrijskom ekonomisti.

realna iskustva, kao što su skorašnja propast pojedinih državnih i poludržavnih finansijskih institucija (Agrobanka, Razvojni fond Vojvodine itd.) zbog politički motivisanog rasipanja novca. Postoje i dobro organizovane interesne grupe, koje svoje ciljeve pokušavaju da ostvare na račun finansijskih institucija, kao što su neki dužnici, pa propagiraju negativan stav prema finansijskom sektoru u celini.

Drugi stav – o prevarama i manipulacijama – svakako ne govori o najvećem delu poslovanja finansijskih institucija, koje je čisto i profesionalno. Ali, izuzeci postoje – od nameštanja izuzetno važnih internacionalnih kamatnih stopa (LIBOR-a), što je svetski skandal, do prikrivenih ili poluprikrivenih troškova zajmova ili složenih finansijskih proizvoda koje potrošači i investitori ne shvataju dobro. Nema sumnje, kako navodi Zingales (2015), da obično postoji asimetrija informacija i znanja između vodećih stručnjaka iz finansijskih institucija, s jedne, i potrošača ili manjih investitora, s druge strane, tako da su oni prvi u stanju da "nadigraju" ove druge i ostvare neopravdane dobitke. Stoga se ovakva praksa širom sveta sprečava ili otežava kroz regulaciju poslovanja finansijskog sektora, što je tokom poslednjih godina praksa i u Srbiji, sa sve širom zaštitom potrošača. Razlog za protivljenje ovoj vrsti regulacije mogao bi se potražiti u načelu da je svaki građanin sa poslovnom sposobnošću vlastan i obavezan da se sam brine o svojim interesima, pa i da ne ulazi u aktivnosti koje ne razume dobro. Međutim, ovo tumačenje više se ne smatra dovoljnim.

ULOGA FINANSIJSKOG SISTEMA

Osnovne funkcije koje obavlja svaki finansijski sistem jesu platni promet, prikupljanje sredstava (štednje), transferovanje sredstava, upravljanje rizicima, proizvodnja informacija i upravljanje podsticajima. Najvažnija ekonomska funkcija finansijskog sistema, kako je rečeno, jeste usmeravanje štednje od onih koji imaju višak sredstava ka onima koji imaju manjak, pri datim okolnostima. Svi globalni sektori – stanovništvo, privreda, država i inostranstvo – mogu biti izvor štednje, s tim da je u Srbiji, kao i u mnogim drugim zemljama, osnovni izvor domaće štednje sektor stanovništva, dok privreda i država obično imaju manjak u odnosu na nameravano trošenje, uključujući i investicionu potrošnju, pa se zadužuju kako kod stanovništva, tako i u inostranstvu. Svakako, unutar privrede i države postoje pojedine firme, odnosno državne institucije koje trenutno ili na duže imaju višak sredstava u odnosu na planiranu potrošnju i investicije. U državnom sektoru često lokalne zajednice imaju višak, a državni nivo manjak.

Najvažniji sektor koji uzajmljuje gotovo uvek jeste privreda, budući da ona u normalnim okolnostima investira u nove poslovne poduhvate (zgrade, opremu, znanje), za šta joj je potreban novac. Investirati se može i iz sopstvenih sredstava (neraspodeljen profit), ali ona su obično nedovoljna za veće poduhvate. Često i cen-

tralna vlast (državni budžet) pokazuje deficit (manjak prihoda u odnosu na trošenje), pa se na domaćem i stranom finansijskom tržištu pojavljuje kao zajmotražilac. Iako je stanovništvo globalno neto poverilac, i u ovom sektoru mnogi su pojedinci dužnici zbog toga što uzajmljuju da bi kupili trajna potrošna dobra (kola, nameštaj, nekretnine) ili povećali tekuću potrošnju. Generalno posmatrano, inostranstvo može biti izvor za finansiranje domaće potrošnje, ali i destinacija domaće štednje, a sve zavisno od finansijskih okolnosti. U Srbiji su stranci obično važan izvor novca za finansiranje domaće potrošnje i investicija.

Sistem u kome se odvijaju pomenute aktivnosti obično se nazva finansijski sistem. On se, globalno, sastoji od *finansijskih tržišta* i *finansijskih institucija*.

Finansijska tržišta su u osnovi jednaka kao sva druga tržišta, pošto se na njima prodaje i kupuje roba. Doduše, ovde je roba nešto drugačija – to nisu hleb ili automobili, već akcije, obveznice i druge hartije od vrednosti. I vrednosti transakcija mogu biti izuzetno velike, posebno na razvijenim tržištima, kao što i rizik često može biti znatan zahvaljujući naglim i velikim promenama cena hartija od vrednosti. Takve odlike finansijskih tržišta mogu doneti velike zarade akterima na ovim tržištima, ali i velike gubitke. Pod finansijskim tržištima obično se podrazumevaju visoko organizovane berze i slična sofisticirana mesta, ali ova tržišta mogu biti i sasvim neformalna, kao što su ulična za devize u Srbiji tokom 1990-ih godina ili za zajmove između privatnih lica u svim zemljama.

Finansijske institucije su privredna društva koja pružaju finansijske usluge stanovništvu, drugim preduzećima ili državnim ustanovama. U ta društva spadaju banke, osiguravajuća društva, penzijski, uzajamni i investicioni fondovi i slično. Ova preduzeća razlikuju se od drugih po tome što ne plasiraju svoja sredstva u realnu imovinu, kao što su nekretnine ili oprema, već u finansijsku imovinu, kao što su razne vrste zajmova, obveznica ili akcija. Kao izvor finansiranja, finansijske institucije daleko nadmašuju finansijska tržišta (prvenstveno berze) na svetskom nivou, a jednako je u Srbiji gde je berza gotovo zamrla. Ali, čast tržišta spasava svetsko tržište deviza, koje je izuzetno veliko i obuhvata promet od više hiljada milijardi dolara svaki dan (5,3 hiljade milijardi na dan u aprilu 2013).[3]

Neke od osnovnih odlika finansijskog sistema jesu sledeće:

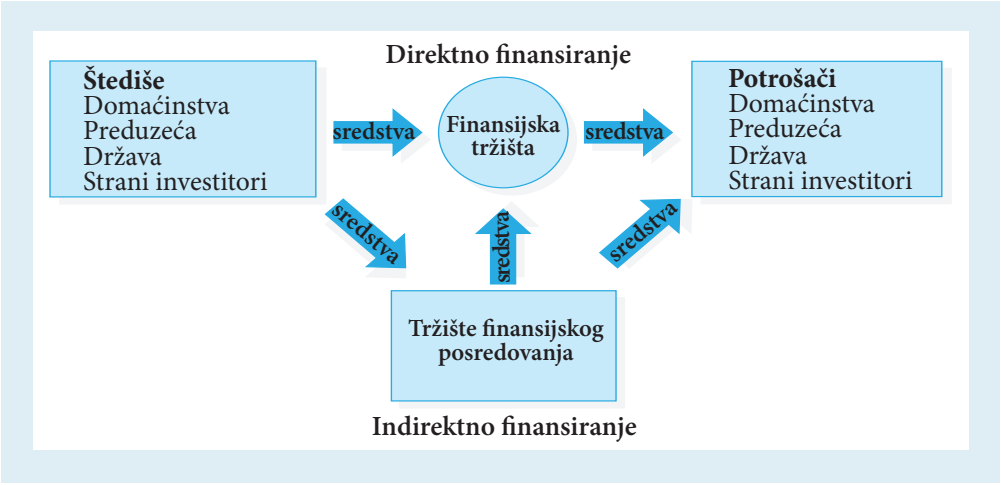
- finansijski sistemi obično su vrlo konkurentski, tako da su, na primer, kamatne stope dosta slične u različitim institucijama (bankama) za štednju ili za zajmove slične rizičnosti i roka dospeća; konkurencija među bankama podići će pasivne kamatne stope (na depozite) i sniziti aktivne kamatne stope (na zajmove, odnosno kredite) koliko je to moguće u datim ekonomskim okolnostima;

[3] *Triennial Central Bank Survey: Foreign exchange turnover in April 2013*, Bank for International Settlements, September 2013, str. 3

- banke i druge depozitne institucije, kao osiguravajuće organizacije, prikupljaju relativno male jedinične svote novca od pojedinaca (stanovništva, malih i većih firmi itd.) da bi obezbedile znatno veće iznose zajmova privredi i drugim zajmotražiocima; takva agregacija skromnih iznosa omogućava velike investicije u privredi, kao i veliko zaduživanje državnih institucija;
- verovatno najvažnija uloga finansijskog sistema sa ekonomskog gledišta jeste alokacija investicija u najproduktivnije projekte u privredi. Na primer, banke razmatraju zahteve za kredite i odabiru one projekte koji obezbeđuju kako vraćanje uloženih sredstava, tako i prinos koji je dovoljan da pokrije kamatu na kredit, čime štite sopstvene interese (izbegavaju gubitke usled nevraćanja zajmova). Istovremeno, i sami zajmotražioci imaju interes da se njihov projekt objektivno oceni jer bi nesposobnost vraćanja kredita imala negativne finansijske posledice, prvenstveno po njih;
- finansijske institucije su profitne organizacije i one zarađuju iz svojih poslova; tako banke ostvaruju profit iz razlike između troškova po kojima same dolaze do novca (pasivne kamatne stope i drugo) i prihoda koje od tog novca ostvaruju (aktivne kamatne stope i slično).

Kako je rečeno, finansijski sistem transferiše štednju aktera koji ne žele da potroše sva raspoloživa sredstva onima koji žele da potroše više nego što imaju. Na sledećem grafikonu prikazan je opšti tok ovih sredstava, pri čemu se na levoj strani nalaze oni koji poseduju višak sredstava („štediše“), a na desnoj oni sa manjkom sredstava („potrošači“). Tok sredstava između „štediša“ i „potrošača“ može ići kroz dva osnovna kanala koja su prikazana na sledećem grafikonu.

Slika 1.1 – Transfer sredstava od “štediša” ka “potrošačima”



Izvor: D. S. Kidwell, D. W. Blackwell, D. A. Whidbee, R. W. Sias: *Financial Institutions, Markets, and Money*, 2011.

Prvi kanal je *direktno finansiranje* (gornji deo grafikona), kod koga se „štediše“ i „potrošači“ susreću na finansijskim tržištima i međusobno trguju hartijama od vrednosti, eventualno uz tehničku pomoć brokera, banaka i sličnih aktera, pri čemu se na kraju „potrošači“ zadužuju kod „štediša“: dobijaju novac, uz davanje hartije od vrednosti kojom priznaju dug i obećavaju isplatu iz budućih prihoda i imovine, i to u dogovoreno vreme i uz dogovorene uslove (kamatnu stopu i drugo). Na primer, ukoliko je firmi A potreban kapital radi proširenja poslova, ona može pozajmiti sredstva izdavanjem i prodajom sopstvenih obveznica, koje predstavljaju hartiju od vrednosti kojom se zajmodavcu B obećava periodična isplata određene sume novca u određenom broju perioda. Ta dužnička hartija (obveznica) može se nadalje preprodavati sve do potpune otplate.

Drugi kanal je *indirektno finansiranje*, odnosno finansijsko posredovanje kod koga između „štediša“ i „potrošača“ posreduju finansijske institucije, koje sada rade za sopstveni račun (donji deo prethodnog grafikona). Posredovanje finansijskih institucija olakšava tok sredstava od „štediša“ ka „potrošačima“ i čini ga efikasnijim. Tako banke, kao obično najvažniji finansijski posrednik, prikupljaju sredstva od većeg broja štediša i prenose ih manjem broju zajmoprimaca (funkcija agregacije), zatim obavljaju selekciju zahteva zajmoprimaca prema profitabilnosti projekata i pouzdanosti vraćanja i preuzimaju na sebe rizik plasmana do granice svog kapitala.

Na taj način, finansijski sistem, ukoliko dobro funkcioniše, obezbeđuje adekvatno formiranje štednje/akumulacije i alokaciju kapitala potrebnog za ekonomski rast. Logika sistema zasniva se na interesu svih da ostvare što veći i sigurniji profit, što je moguće samo kroz odabir najperspektivnijih ulaganja, onih koja donose najpovoljniju kombinaciju visoke buduće dobiti i niskog rizika. Banka, na primer, u težnji da ostvari što veću kamatnu stopu i što sigurniji plasman, procenjuje podnete zahteve za kreditima i bira one za koje smatra da obezbeđuju visoke prinose i što sigurniji povraćaj uloženog novca. I tada se finansiraju profitabilne investicije, dok one slabije ne uspevaju da nađu finansijere.

DIREKTNO FINANSIRANJE – FINANSIJSKA TRŽIŠTA

Već iz ovog elementarnog pregleda postaje jasno da je finansijski sistem vrlo razuđen, sa većim brojem instrumenata i igrača, kao i razgranatom strukturom. Sledećih nekoliko kategorizacija finansijskih tržišta ukazaće na njihove osnovne osobine i na instrumente koji se na tim tržištima kupuju i prodaju.

Tržište akcija i dužničkih instrumenata

Kada neko preduzeće želi da dođe do dodatnog novca, ono to može suštinski postići na dva načina: izdavanjem akcije i izdavanjem dužničkog instrumenta, na primer obveznice. Svakako, može uzeti i kredit kod banke ili nekog drugog finansijskog posrednika, što takođe ulazi u okvir zaduživanja.

Akcije su vlasničke hartije, odnosno one za vlasnika predstavljaju alikvotni deo vlasništva nad preduzećem. Ukoliko je preduzeće izdalo hiljadu akcija, onda jedna akcija predstavlja potvrdu o vlasništvu nad 1/1000 delom kapitala preduzeća. Kupac novoemitovanih akcija ulaže novac u preduzeće i postaje suvlasnik, a ne i poverilac: njemu preduzeće ne duguje ništa na ime uloga. Vlasnik akcija, kao i svi ostali vlasnici, ima pravo na deo profita preduzeća (umanjeno za poreze) tokom poslovanja i na deo imovine preduzeća prilikom likvidacije. Taj deo profita namenjen vlasnicima obično se isplaćuje periodično, u obliku tzv. dividende. Vlasnici akcija zarađuju, osim kroz dividende, i preko rasta cena akcija, kada on postoji, što se naziva kapitalnom dobiti (ukoliko je cena akcija porasla 10% u datom periodu, tada je vlasnik zaradio 10% na svoj kapital u datom preduzeću). Na kraju, vlasnik akcija ima prava i da glasa na skupštinama preduzeća o najvažnijim pitanjima – izboru uprave, poslovnoj politici, aktima preduzeća itd.

Prednost posedovanja akcija u odnosu na dužničke instrumente sastoji se u mogućnosti veće zarade u vremenima kada preduzeće dobro posluje, jer je tada zarada akcionara po pravilu znatno viša nego vlasnika obveznica, na primer. Kombinacija dividende i kapitalne dobiti tada nadmašuje uobičajenu kamatnu stopu koju prima vlasnik obveznice. S druge strane, vlasnik akcija je tzv. rezidualni poverilac, odnosno on ima prava na dohodak ili imovinu preduzeća tek kada se namire ostali poverioci, pa i oni po dužničkim obavezama. Kao vlasnik preduzeća, on zarađuje tek ukoliko nešto ostane po namirenju svih obaveza. Stoga je posedovanje akcija znatno rizičnije nego posedovanje obveznica: dok se poznate, unapred određene obaveze po dužničkim instrumentima plaćaju sve dok preduzeće ne ode u stečaj, dotle zarada po akcijama varira i može biti jednaka nuli u poslovno nepovoljnim godinama. Stoga se akcija smatra visokorizičnom hartijom od vrednosti.

Drugi način da preduzeće prikupi eksterna sredstva jeste zaduživanje. Za te svrhe može da izda obveznicu ili neki drugi sličan dužnički instrument i ih proda na tržištu zainteresovanim investitorima. Takva hartija od vrednosti jeste ugovorni dokument koji predviđa da će prodavac hartije (onaj koji uzajmljuje) isplatiti vlasniku hartije određen iznos novca (glavnicu i kamatu) po tačno specifikovanom vremenskom rasporedu (periodično ili odjednom). Od vremenskog profila isplate zavisi karakter hartije. Poslednja isplata označava datum dospeća hartije i po njoj se hartije dele na kratkoročne i dugoročne, eventualno i srednjoročni. Uobičajeno je da se dužničke hartije čiji je rok dospeća do godine dana smatraju kratkoročnim.

Vlasnik obveznice je kreditor preduzeća, te stoga nema nikakva vlasnička ili slična prava nad preduzećem, za razliku od akcionara. Njegov investicioni rizik je stoga znatno manji, pošto naplata potraživanja može doći u pitanje samo kod bankrota preduzeća, što je ipak redak događaj. Zbog te prilične sigurnosti plasmana, kamatne stope na dužničke hartije na razvijenim finansijskim tržištima nisu visoke, posebno kod prvorazrednih kompanija koje i jesu njihovi najčešći izdavaoci. Kako vidimo, kod akcija i obveznica na delu je čvrsta zakonitost: viši rizik jedne hartije prati veća potencijalna zarada, a u odnosu na sigurniju hartiju. Ova veza je neminovna i razumljiva pošto niko ne bi kupovao rizičniju hartiju ukoliko nudi manju ili jednaku zaradu kao sigurnija.

Emisija akcija vodi povećanju kapitala preduzeća, pa je tako po svom karakteru dugoročna, odnosno razvojna, jer cilja na investicije i trajno povećanje kapitala. Kod dužničkih hartija neke emisije su dugoročne i zato prevashodno razvojne, bez obzira na to da li su namenjene investicijama ili trajnom povećanju obrtnog kapitala. Emisija kratkoročnih hartija obično je namenjena trgovačkim poslovima ili premošćavanju privremenih deficita i zato nije razvojna, makar u užem značenju te reči.

Vrednost dužničkih hartija umnogome nadmašuje vrednost akcijskog kapitala na svetskom nivou, pa čak i u zemljama u kojima je akcionarstvo veoma razvijeno, kao u SAD ili Velikoj Britaniji. U Srbiji akcionarstvo zamire. Iako je iz privatizacije izašao veliki broj akcionarskih društava (to je bila zakonska odredba), kasnije je znatan broj napustio taj oblik organizovanja i transformisao se u društva sa ograničenom odgovornošću. Uzroci toga bili su slaba zaštita investitora od nepovoljnih poteza upravljača i prevelika složenost procedura za relativno mala preduzeća. Važnija akcionarska društva jesu banke (iako se akcijama mnogih ne trguje) i neka veća javna preduzeća čiji je deo kapitala raspodeljen građanima.

Primarno i sekundarno tržište

Vrednosne hartije koje izdaju „potrošači" inicijalno se kupuju i prodaju na tzv. primarnom tržištu, tako da sve hartije imaju svoje primarno, početno tržište. Tako, na primer, kada kompanija A želi da prikupi eksterne fondove (bilo akcijama, bilo obveznicama), ona emituje ove vrednosne hartije i prodaje ih na *primarnom tržištu*, obično uz pomoć specijalizovanih finansijskih institucija. Kasnija trgovina ovim hartijama pripada *sekundarnom tržištu*. Drugim rečima, primarno tržište jeste ono na kome emitent ili pokrovitelj emisije (underwriter) prodaju novoemitovane hartije, a sekundarno je ono na kome emitent više ne učestvuje u trgovini, već hartije kupuju i prodaju investitori. Stoga je različit i tok novca: dok je kod primarnog tržišta primalac emitent hartije (na primer proizvodna kompanija), dotle

je kod sekundarnog primalac investitor koji je prodao hartiju, pri čemu emitent ne učestvuje u transakcijama.

Primarno tržište i nije dobro poznato građanstvu, pošto se znatan deo aktivnosti prodaje novoemitovanih hartija odvija iza zatvorenih vrata finansijskih institucija. Glavnu ulogu tu igraju investicione banke, koje tehnički i konsultantski pripremaju i sprovode emisiju, određujući cenu hartije, garantujući da će same otkupiti neprodate količine hartije, animirajući potencijalne kupce i slično.

Ono što se obično podrazumeva pod klasičnom berzom jeste sekundarno tržište, na kome se trguje „starim", odavno postojećim akcijama ili devizama, derivatima i opcijama. Njegovo postojanje podstiče i primarno tržište, pošto mogućnost kasnije preprodaje hartije na sekundarnom tržištu podstiče investitore na aktivnost na primarnom tržištu. Jer, važan deo atraktivnosti investiranja leži u mogućnosti da investitor proda hartiju u trenutku kada to poželi, a bez (znatnih) gubitaka. Razvijeno tržište poseduje znatnu marketibilnost, tj. laku konvertibilnost jedne hartije u druge oblike finansijskih instrumenata i, pre svega, u gotov novac. Preciznije govoreći, marketibilnost označava lakoću s kojom jedna hartija od vrednosti može biti prodata, odnosno pretvorena u gotovinu, a što zavisi od neposrednih troškova trgovanja i od troškova prikupljanja informacija.[4]

Za uspešno funkcionisanje sekundarnih tržišta veoma je važna uloga berzanskih brokera i dilera. *Brokeri* su posrednici koji obavljaju kupoprodajnu transakciju uz naknadu, obično kao agenti investitora (najčešće prodavca). Upotrebljivost brokera potiče iz njegovog poznavanja tržišnih aktera i okolnosti i raspolaganja tehnologijom potrebnom za kupoprodaju. *Dileri* su akteri na finansijskim tržištima koji kupuju i prodaju vrednosne hartije za svoj račun, a mogu imati i ulogu brokera, biti i finansijski savetnici itd. Dileri, u stvari, održavaju kontinuirani rad berze i smatraju se njenim osnovnim akterima.

Trgovina na berzi i „preko šaltera"

Vlasnik može jednom izdate vrednosne hartije dugo da drži da bi ostvario dividendu i kapitalni dobitak, ali može i ubrzo po njihovom emitovanju da ih proda kako bi realizovao eventualni kapitalni dobitak ili umanjio gubitak. Ta trgovina na sekundarnom tržištu može se odvijati bilo na organizovan, centralizovan način (berza), bilo manje formalnim neposrednim, decentralizovanim načinom između kupca i prodavca („preko šaltera", OTC – Over-the-counter). Tradicionalno najvažnija razlika između ovih dvaju načina trgovine ležala je u geografiji: berzansko trgovanje odvijalo se na jednom mestu, u salama berzi u Njujorku, Londonu ili Beogradu, gde su se susretali agenti kupaca i prodavaca, dok se kupoprodaja „pre-

[4] Sa marketabilnošću ne treba mešati pojam likvidnosti, koji, slično, označava lakoću prodaje hartije, ali bez gubitka na vrednosti, dok kod marketabilnosti ovaj uslov ne postoji.

ko šaltera“ odvijala bilo gde da su se našli kupac i prodavac. Tehnološke promene praktično su uklonile ove razlike, tako da su danas kompjuterske mreže, s jedne strane, ukinule berzanske sastanke u salama berzi i, s druge, povezale „šaltere“ kupaca i prodavaca u jednu mrežu i omogućile im brzo i efikasno trgovanje.

Osnovna razlika između pomenutih načina trgovanja danas leži u osobinama mikrostrukture tržišta i regulaciji trgovanja. Tako su berze aukciona tržišta čiji je način funkcionisanja detaljno uređen, za razliku od šalterskih tržišta kod kojih dominiraju tzv. market mejkeri. Zatim, postoji široka spoljna regulacija kod berzi, koja, u osnovi, ne postoji kod „šalterskih“ kupoprodaja. Tako na berzi mogu učestvovati samo licencirani članovi berze, a može se trgovati samo registrovanim („listiranim“) akcijama. Da bi akcije mogle da budu registrovane, potrebno je da kompanija ispuni raznovrsne uslove, od kojih je verovatno najvažniji potpuno izveštavanje o poslovnim događajima i finansijskim rezultatima firme. Centralna ideja ove regulacije jeste povećanje transparentnosti poslovanja, a što bi trebalo da dovede do lakše i bolje procene rizika investiranja u njihove akcije, i to prvenstveno za manje iskusnu investicionu publiku (stanovništvo). Tome pomaže i činjenica da se na berzama najčešće kotiraju veće i poznate kompanije.

Trgovanje „preko šaltera“ ostavljeno je da bude neregulisano, u skladu sa principima slobodne trgovine i uverenjem da će se ovaj način kupoprodaje akcija odvijati među profesionalnim trgovcima, kojima nije potrebna zaštita državne regulacije. Istorijski je ovaj način prometa bio namenjen manjim, široj javnosti nepoznatim preduzećima, sa rizičnijim akcijama, ali se u poslednje vreme veoma proširio na ozbiljnije kompanije, posebno u tehnološkoj oblasti, a zbog administrativne jednostavnosti i brzine.

U Srbiji je broj listiranih akcija vrlo mali u odnosu na broj akcionarskih društava, a velika većina akcija nalazi se na tzv. MTP režimu (multilateralna trgovačka platforma), koji je prelazni oblik između berzanskog i „šalterskog“ poslovanja.

Srodna ovoj podeli jeste i klasifikacija na javna (public) i privatna (private) tržišta, a osnov je sličan: regulisano i neregulisano tržište. Javno tržište je berzansko i donosi sve odlike berze: regulaciju, velike obime transakcija akcijama poznatih firmi, relativno niske troškove transakcija, relativno laku procenu rizika na osnovu transparentnosti, ali i visoke troškove poštovanja regulacionih zahteva. S druge strane, privatno tržište obično je neregulisano ili lako regulisano. Na njemu se uglavnom nude cele emisije hartija od vrednosti, i to u direktnim pregovorima kompanije koja izdaje akcije i investitora. Prednosti ovog metoda jesu brzina i niski troškovi transakcije, a eventualni nedostatak nemogućnost kasnije prodaje na berzi (pošto hartija nije registrovana na berzi), znači niža marketibilnost hartije.

Tržišta novca i kapitala

Tržište novca i tržište kapitala fundamentalno se razlikuju po ročnosti poslova, iz čega proističu razlike u instrumentima, učesnicima i tehnologiji poslovanja.

Tržište novca je ono finansijsko tržište na kome se trguje samo kratkoročnim instrumentima (dospeće je kraće i znatno kraće od godine dana). Na ovom tržištu, komercijalne banke i druge finansijske i nefinansijske institucije i preduzeća prilagođavaju tekuću likvidnost (raspoloživost novca) svojim procenjenim potrebama, i to kroz pozajmljivanja drugima ili pozajmljivanje od drugih, kao i investicijama na kratke periode. Kada, na primer, jedna banka ima trenutni manjak sredstava u odnosu na potrebe, ona može izaći na međubankarsko tržište i od druge banke pozajmiti nedostajuća sredstva, i to na rok od jednog ili nekoliko dana i uz plaćanje skromne kamatne stope. Ili, ukoliko preduzeće raspolaže viškom novca u odnosu na planirane odlive za redovno poslovanje i investicije tokom sledećih pola godine, ono može kupiti državne polugodišnje obveznice i na njima zaraditi kamatu koja bi bila viša nego kamata koju bi prisvojilo od depozita u banci.

S druge strane, na tržištu kapitala trguje se dugoročnijim dužničkim hartijama od vrednosti (ročnosti obično preko godinu dana), kao i akcijama, koje svakako nemaju rok dospeća.

Glavni akteri na tržištu novca obično su banke i velike kompanije pošto tu vlada veća tržišna stabilnost, odnosno manja je fluktuacija uslova (kamata i slično). S druge strane, na razvijenijim tržištima kapitala kao investitori pretežno učestvuju finansijske institucije (penzijski i investicioni fondovi raznih vrsta, osiguravajuća društva itd.), pošto su njihove buduće novčane potrebe unapred dobro poznate tako da mogu da ulože novac na duži rok. Nešto veći rizik dugoročnih hartija u odnosu na kratkoročne u načelu je kompenzovan višim očekivanim prinosom, a na osnovu gvozdene zakonitosti da sigurni plasmani donose niski očekivani prinos, a visokorizični moraju da imaju visok očekivani prinos da bi iko pristao da u njih investira. Tako nemačke državne obveznice uvek imaju znatno nižu kamatnu stopu od srpskih ili grčkih budući da je verovatnoća bankrota nemačke države daleko manja.

Tržište derivata

Sledeće finansijsko tržište jeste tržište derivata, tj. kompleksnijih finansijskih instrumenata čija vrednost zavisi od (izvodi se iz) drugih vrednosti na kojima su derivati zasnovani, kao što su akcije, obveznice, roba, berzanski indeksi, devize, kamatne stope itd. Najčešći oblici derivata jesu fjučeri, forvardi, opcije i svopovi, o kojima će kasnije biti više reči. Derivatima se obično uklanja ili umanjuje rizik od promena kursa valute, kamatnih stopa ili cena robe, ali se koriste i u špekulativne svrhe. Ovi instrumenti su tek tokom poslednjih decenija zauzeli vidno mesto na na-

prednim berzama. U Srbiji se ne trguje derivatima, mada je ova trgovina dozvoljena pravilima Beogradske berze.

Devizno tržište

Najveće finansijsko tržište na svetu jeste devizno. Na njemu se svakodnevno kupuju i prodaju velike količine deviza, uglavnom zbog međunarodne trgovine, mada ima i špekulacija. Kupoprodaje se odvijaju promptno ili terminski. Promptno znači sa trenutnim obavljanjem kompletne transakcije, a terminski sa ugovorom o isporuci i plaćanju u nekom budućem momentu po unapred fiksiranoj ceni. U Srbiji je ovo najvažnije tržište, s obzirom na izrazitu ograničenost tržišta obveznica i, još više, akcija.

INDIREKTNO FINANSIRANJE – FINANSIJSKI POSREDNICI

Mnoga mala preduzeća ne mogu da prodaju svoje vrednosne hartije (bilo dužničke, bilo akcije) direktno investitorima na finansijskim tržištima jer ne poseduju dovoljno potrebnog znanja ili bi njihove emisije bile premale za ozbiljne investitore, ili bi troškovi emisije bili preveliki zbog malog obima i slično. Stoga je za mnoge firme jedini način da dođu do kapitala kako za likvidnost, tako i za investicije obraćanje finansijskim institucijama, odnosno *indirektan put* prikazan na prethodnom grafikonu. Tada finansijske institucije deluju kao *posrednici* između „štediša“ i „potrošača“ i konvertuju jedan finansijski instrument (na primer depozit) u drugi instrument (na primer zajam). Taj proces prenošenja fondova od „štediša“ ka „potrošačima“ naziva se finansijskim posredovanjem. Naravno, i velika preduzeća pribegavaju indirektnom finansiranju preko posrednika iz raznovrsnih razloga.

Pogledajmo bliže. Zašto uopšte postoje finansijski posrednici? Zar ne bi „štediše“ i „potrošači“ mogli da se sami susretnu i dogovore oko transfera, bez posrednika i bez plaćanja posredničkih provizija? Isključenje posrednika obično je lepa ideja, ali često nije racionalno preći na direktne odnose jer posrednici obavljaju korisnu funkciju na efikasniji način nego što su to u stanju sami pomenuti akteri pošto se u finansijskim poslovima javljaju transakcioni i informacioni troškovi kao nezaobilazne činjenice koje bitno utiču na tržišne relacije.

Transakcioni troškovi

Pod transakcionim troškovima podrazumevaju se svi troškovi koji prate jednu finansijsku transakciju – kako novčani, tako i u naporu i vremenu, jer

i „štediša“ i „potrošač“ moraju da podnesu različite troškove: troškove nalaženja partnera (onog drugog) sa odgovarajućim uslovima; troškove pisanja i registracije ugovora; troškove registracije emisije/transakcije kod nadležnih organa; troškove same transakcije (prenosa novca), posebno ukoliko se ne koriste bankarski računi; troškove ustanovljavanja kreditne sposobnosti zajmoprimca, troškove praćenja otplate zajma i slično.

Svi ovi i slični troškovi mogu dostići znatne iznose ukoliko se plaćaju za transakciju u režiji „štediše“ i „potrošača“. S druge strane, u finansijskim institucijama ovi troškovi su daleko niži i one, kao na primer banke, svojom ekspertizom i ekonomijom obima mogu da ih snize u velikoj meri. Na primer, banci je lako da nađe drugu stranu u transakciji zbog brojnosti svojih kontakata, a pojedincu vrlo teško. Ili, advokatski honorar za dobro napisan ugovor može dosta koštati privatne aktere (nekoliko stotina evra za ugovor vredan pet hiljada evra), dok banka koristi formularni ugovor koji je za nju praktično besplatan.

Finansijski posrednici su u stanju da smanje transakcione troškove zbog svojih stručnih kapaciteta i ekonomije obima (veliki broj istih ili sličnih transakcija), što omogućava bitno sniženje troškova po dinaru transakcija. Stoga se i „štedišama“ i „potrošačima“ više isplati da posluju sa finansijskim institucijama nego da sami privatno organizuju međusobno povezivanje. Ovo posebno važi za manje i srednje aktere, dok najveći možda mogu i sami da obave transakciju na relativno jeftin način.

Asimetrija informacija

Ova asimetrija označava situaciju kada prodavac i kupac ne raspolažu jednakim informacijama već jedan (obično prodavac) zna više od drugog (obično kupca). Klasičan je primer sa polovnim automobilima, kada prodavac zna njegove mane, a kupac ne. Kod finansijskih poslova rizike otplate duga obično daleko bolje zna onaj koji uzajmljuje nego onaj koji daje novac jer dužnik bolje poznaje svrhu pozajmljivanja, na primer investiciju, pa bolje poznaje i visinu prinosa i rizike neuspeha, kao i svoju spremnost na vraćanje duga. U slučaju nepostojanja leka za asimetriju, informacija do zajma neće ni doći jer „štediša“ neće biti spreman da nepoznatom čoveku sa maglovitim razlozima poveri svoj novac. I ovde je problem veći za manje dužnike pošto su oni najveći dobro poznati zbog detaljnog finansijskog izveštavanja i opšte pažnje ekonomske javnosti.

Asimetrija informacija donosi dve vrste posledica: negativnu selekciju i moralni hazard. Pod negativnom selekcijom podrazumeva se pojava da se oni sa najvećim rizikom nevraćanja duga pojavljuju kao najveći i najagilniji tražioci pozajmice, pa dobijaju najviše novca ukoliko se ne nađe lek za problem. Obično su spremni da najviše prikriju i svoje finansijsko stanje i rizik aktivnosti koje žele da finansiraju.

Ukoliko bi, na primer, banka na ovu opasnost odgovorila opštim podizanjem cene zajmova (kamatne stope), tada bi odbila dobre zajmotražioce, dok bi ovi problematični ostali i bili spremni da prihvate sve uslove samo da bi dobili novac.

Pod moralnim hazardom podrazumeva se pojava povećanja rizika zaduživanja posle njegovog odobrenja jer dužnik može, na primer, upotrebiti novac na nešto drugačiji način nego što je planirano, verujući da time povećava šanse na uspeh, mada to nije tačno. Jasan podsticaj za povećanje rizika plasmana postoji i nalazi se u činjenici da eventualni dobitak od povećanog rizika prisvaja dužnik (otplata ostaje ista), dok propast duga podnosi poverilac.

Ukoliko poverioci (banke i investitori u dužničke hartije) ne bi našli način da se suprotstave negativnoj selekciji i moralnom hazardu, obim njihovih plasmana znatno bi se smanjio, i to na štetu ekonomske aktivnosti i rasta. Ipak, određena zadovoljavajuća rešenja postoje, iako nisu savršena: osnovno je prikupljanje dodatnih informacija. Finansijske institucije suprotstavljaju se negativnoj selekciji prikupljanjem informacija o svrsi zaduživanja i kreditnoj sposobnosti dužnika, a moralnom hazardu detaljnim i restriktivnim ugovorima.

* * *

Banke i druge finansijske institucije uglavnom se uspešno nose sa transakcionim i informacionim problemima, i to na osnovu sopstvene ekspertize u savladavanju informacionih teškoća i ekonomije obima u savladavanju transakcionih troškova. Da nije tako, poslovanje preko finansijskih posrednika (indirektno finansiranje) ne bi bilo dominantan oblik finansiranja u savremenom svetu, čak i u SAD koje su više nego drugi okrenute direktnom finansiranju i tržištima hartija od vrednosti.

Vrste finansijskih institucija

U svetu postoji velika raznolikost finansijskih institucija, što je posledica različite razvijenosti finansijskih sistema, istorije njihovog razvoja i tekuće regulative. Najopštija podela bila bi na depozitne i nedepozitne institucije, gde bi u depozitne došle banke i slične institucije, a u nedepozitne sve ostale. Nešto razvijenija, ali i dalje nepotpuna podela bila bi sledeća:

DEPOZITNE INSTITUCIJE
- banke
- štedno-kreditne zadruge i asocijacije

OSIGURAVAJUĆE INSTITUCIJE
- životno osiguranje
- osiguranje od nesrećnog slučaja
- penzijsko osiguranje

INVESTICIONO POSREDOVANJE
- investicioni fondovi
- investicione banke
- investicione kompanije itd.

Banke. Banke su finansijske institucije koje prikupljaju depozite građana, privrede i državnih institucija, bilo kao depozite po viđenju (tekući računi) koji se mogu odmah podići ili iskoristiti, bilo kao oročene depozite, čija je upotreba nemoguća ili ograničena do određenog datuma. Tako prikupljena i druga sredstva (pozajmljena od drugih finansijskih institucija) banke plasiraju u raznovrsne zajmove: potrošačke zajmove građanima, hipotekarne, zajmove privredi, državi, lokalnoj samoupravi itd.

Štedno-kreditne zadruge i asocijacije. Slično bankama, ove institucije prikupljaju depozite i daju zajmove, a razlikuju se od banaka po tome što su obično specijalizovane u nekom smislu: ili pripadaju određenoj grupi ljudi ili se bave određenim vrstama kredita. Tako su zadruge obično male i neprofitne i organizuju ih grupe zaposlenih u jednoj firmi ili jednoj delatnosti ili za određenu vrstu zajmova (potrošački ili stambeni krediti).

Životno osiguranje. Ovo osiguranje obezbeđuje kompenzaciju izgubljenih prihoda u slučaju prerane smrti osiguranika, a u nekim zemljama i usled penzionisanja. Kompenzacija može biti u obliku jednokratnog plaćanja ili periodično. Prihod osiguravajućih kuća jeste premija po polisi osiguranja, a prikupljeni novac one delimično ulažu u akcije i obveznice, pošto životno osiguranje obično poseduje i štednu komponentu. Budući da su rashodi aktuarski predvidljivi i stabilni, to se investicije po ovom osiguranju mogu plasirati u dugoročne, visoko prinosne hartije, kao što su obveznice i akcije, i na taj način obezbediti povoljnija kompenzacija za korisnika polise.

Osiguranje od nesrećnog slučaja. Obuhvata raznovrsne oblike osiguranja čija je svrha finansijska kompenzacija u slučaju nepovoljnih događaja za osiguranika. Kod osiguranja lica to su posledice nesrećnog slučaja, uključujući i dopunsko i putno zdravstveno osiguranje, a kod gubitka imovine to mogu biti osiguranje od požara, krađe, sudara, ali i osiguranje od gubitka na ekonomskoj aktivnosti (loša žetva, propuštena zarada i slično), odnosno sve ono čija se verovatnoća događanja može aktuarski predvideti. Osiguranici mogu biti kako pojedinci, tako i organizacije (preduzeća itd.). Za razliku od životnog osiguranja, osiguranje od nesrećnog slučaja jeste čisto osiguranje od rizika i ne poseduje štednu komponentu, tj. osi-

guraniku se ne predaje neki višak nad iznosom sume za pokriće štete. Pošto su ovi događaji manje predvidljivi od onih kod životnog osiguranja, to su i njihova investiciona ulaganja više okrenuta kratkoročnim, vrlo likvidnim namenama.

Penzijsko osiguranje. Ono obezbeđuje dohodak osiguranicima kada zađu u starije godine pa im se smanji radna sposobnost, i to na ime penzijskog doprinosa koji su uplaćivali zaposleni i/ili poslodavac tokom radnog veka zaposlenog. Postoje dve vrste ovog osiguranja: prvo je takozvano PAYG, tj. sa jednakim prihodima i rashodima na računu fonda, znači bez rezervi i investiranja, kao što je danas državni fond u Srbiji; drugo je fundirano (kapitalsko), kod koga se prilivi investiraju i time uvećavaju buduća prava penzijskih osiguranika. Ovi drugi fondovi su aktivni investitori i, pošto im je odliv vrlo predvidljiv, obično ulažu u dugoročne, visokoprinosne finansijske investicije. Tokom poslednjih decenija u razvijenim zemljama izbili su u red najvećih investitora na finansijskim tržištima.

Investicioni fondovi. Ovi investicioni fondovi prikupljaju novac kroz prodaju sopstvenih akcija, a investiraju ga u obveznice i akcije drugih firmi. U odnosu na sopstveno direktno investiranje na tržištu hartija od vrednosti, investiranje preko investicionih fondova ima nekoliko prednosti za manje akcionare: omogućuje im smanjenje rizika, i to zbog ulaganja u različite hartije[5]; omogućava veću zaradu zbog smanjenja transakcionih troškova i profesionalnog menadžmenta. Investitor ostvaruje zaradu sa rastom vrednosti akcije fonda, takođe snosi gubitak sa smanjenjem cene akcije. Vrednost akcije fonda zavisi od kretanja vrednosti akcija drugih preduzeća koje se nalaze u posedu (vlasništvu) investicionog (otvorenog) fonda.

Investicione banke. I pored naziva, ovo nisu banke u pravom smislu jer ne primaju depozite i ne daju zajmove. Bave se različitim poslovima, s tim da svi podrazumevaju vrhunsku ekspertizu. Njihova je osnovna uloga pomoć velikim kompanijama, ponekada i državnim institucijama, da obezbede potrebna sredstva emisijom akcija ili obveznica, počevši od savetodavne uloge prilikom pripreme plana do njegove neposredne realizacije i prodaje hartija iz emisije. Sledeća važna uloga investicionih banaka jeste stručna i operativna pomoć kod spajanja i pripajanja većih kompanija.

Rizici finansijskih institucija

Posredujući između „štediša“ i „potrošača“, finansijske institucije, bar u teoriji, lepo zarađuju na razlici između kamatne stope po kojoj pribavljaju sredstva od „štediša“ i kamatne stope po kojoj pozajmljuju novac „potrošačima“, s tim da je ova druga svakako viša. Ugodan život finansijskih institucija kvari ne samo međusobna

[5] Ulaganje u jednu akciju (akciju jedne kompanije) svakako je rizičnije nego ulaganje u nekoliko različitih akcija. U svakodnevnom životu ista logika izražava se kroz izreku da ne treba stavljati sva jaja u istu korpu.

konkurencija, koja smanjuje raspon između pomenutih kamatnih stopa, već i veći broj rizika koji ugrožavaju profit, čak preteći gubicima.

Potpuno izbegavanje rizika nije ni moguće, ni pametno: dobit bi bila mala, što bi donelo pad cena akcija finansijske institucije i nezadovoljni akcionari bi smenili njen menadžment. Ni prevelik rizik, i pored izgleda na velike dobitke, nije poželjan jer se lako može završiti propašću finansijske institucije. Stoga je osnovni zadatak finansijskih institucija da nađu najpovoljniju dugoročnu kombinaciju između profitabilnosti i rizika, odnosno opasnosti od neuspeha. Pogledajmo ukratko osnovne rizike.

Kreditni rizik. Prilikom pozajmljivanja novca „potrošačima", bilo kroz kredite, bilo kod kupovine njihovih hartija od vrednosti, finansijska institucija zna da ulazi u kreditni rizik, tj. da se javlja mogućnost da dužnik ne vrati glavnicu ili ne plati kamatu, ili ne u dogovorenom iznosu ili ne u dogovoreno vreme, ili sve to istovremeno, što je svakako najnepovoljnija varijanta. Da bi umanjile ovaj rizik, finansijske institucije preduzimaju više strategija:

- detaljna finansijska analiza kako samog zajma, tako i dužnika, uključujući i rejtingovanje koje rade specijalizovane agencije, kako bi se procenila verovatnoća neplaćanja duga;
- razvijanje dugoročnih odnosa sa pojedinim klijentima, čime se oni bliže upoznaju i vezuju za instituciju, što vodi smanjenju kreditnog rizika;
- diverzifikovanje portfelja, tj. orijentacija na veći broj manjih kredita ili investicija u hartije umesto oslanjanje na nekoliko velikih dužnika; smanjenjem zavisnosti od velikih dužnika smanjuje se i kreditni rizik za finansijsku instituciju;
- pažljivo praćenje finansijskog stanja dužnika tokom trajanja dužničko-poverilačkog odnosa kako bi se uočile promene u njegovoj sposobnosti plaćanja i reagovalo na odgovarajući način;
- osnovna „strategija" banaka jeste dobijanje odgovarajućeg sredstva obezbeđenja, bez obzira na to da li je reč o pokretnoj ili nepokretnoj imovini.

Tržišni rizik. Sličan rizik kod akcija, kao vlasničkih hartija, jeste kolebanje cene akcija na tržištu. Ono može nastati iz više razloga, kao što su lošije perspektive samog preduzeća, kolebanje celog tržišta i slično. Iako vrednost akcija dugoročno raste, akcije pojedinih akcionarskih društava mogu kratkoročno ili dugoročno da opadaju. Ovaj rizik je obično znatno izraženiji nego kreditni, pa se zato akcije smatraju rizičnijim oblikom investiranja nego što su obveznice.

Rizik likvidnosti. Nelikvidnost je stanje u kome finansijska institucija ne raspolaže dovoljnim novcem (gotovinom) da namiri svoje obaveze. Tako rizik nelikvidnosti predstavlja opasnost da finansijska institucija ne uspe da obezbedi dovoljno novca za potrebne isplate, kao banka deponentima, osiguranje korisnicima osiguranja, penzijski fond penzionerima, investicioni fond svojim akcionarima...

Osnovni mehanizam za umanjenje ovog rizika jeste postojanje rezervi, kao što je obavezna rezerva koju za banke propisuje centralna banka zemlje koja zabranjuje da se plasiraju celokupni depoziti.

Problem nelikvidnosti može nastati kako zbog lošeg poslovanja finansijske institucije, tako i zbog spoljnih okolnosti (finansijska panika). Ukoliko je institucija dobro poslovala, a ipak zašla u nelikvidnost, verovatno je da će uspeti da nađe spoljni zajam za njegovo premošćavanje. Ali, ukoliko je uzrok nelikvidnosti bila poslovna politika, tada je znatna verovatnoća da će ona propasti, bilo doslovno, bilo da će je preuzeti neko uspešniji. Drugim rečima, u trenucima nelikvidnosti presudna je spoljna pomoć – da li će ona doći ili neće zavisi od dugoročnog zdravlja (profita/gubitka) date finansijske institucije.

Kamatni rizik. Ugovorena kamatna stopa na zajam može na kraju doneti propuštenu dobit ili čak gubitak ukoliko dođe do nepovoljnog kretanja tržišnih kamatnih stopa. Na primer, fiksna kamatna stopa za dinarski kredit može se pokazati realno negativnom ukoliko neočekivana inflacija bude viša. Ili, ukoliko porastu kamate na depozite, može doći do smanjenja zarade banke stoga što ona ne može da poveća ugovorenu kamatnu stopu na kredite.

Valutni rizik. I varijacije kursa mogu uticati na finansijsku poziciju finansijske institucije koja posluje različitim valutama. Tako su one koje trguju devizama neposredno izložene riziku prilikom promene kursa (vrednost deviza koje poseduju može biti smanjena zbog pada nekih valuta). Ili, kurs valute koju duguje finansijska institucija (bilo po depozitima, bilo po primljenim zajmovima) može porasti u odnosu na kurs valute zajmova koje je ona dala ili obveznica koje je kupila, sa rezultirajućim gubicima; na primer, banka se zaduži u inostranstvu u evrima, a u Srbiji odobri kredit u dinarima, pa kurs evra poraste tokom otplate kredita.

Regulacioni rizik. To je rizik da će promene relevantnih zakona i druge regulacije promeniti vrednost, odnosno zaradu hartije od vrednosti ili finansijske institucije, pa i karakter tržišta. Jer, promena regulacije može povećati troškove poslovanja, smanjiti atraktivnost investicija i promeniti ceo ambijent finansijske delatnosti. Tako, na primer, bitno proširenje zaštite potrošača povećava troškove i čini manje profitabilnom finansijsku delatnost.

Politički rizik. Veće političke promene, uključujući i promene vlade, mogu dovesti do bitnih promena u prinosu investicija jer su u novim političkim okolnostima mogući zaokreti u finansijskoj politici zemlje: od regulatornih promena, preko ograničenja kretanja kapitala (kapitalne kontrole) do proglašavanja bankrota itd. Politički rizik posebno se vezuje za zemlje u razvoju, kod kojih je zaštita svojinskih prava relativno slaba, a političke promene često bitne. Znatan politički rizik jedne zemlje svakako odbija inostrane investicije, a može dovesti i do odliva domaćeg kapitala. U ekonomski vodećim zemljama postoje državne agencije koje

osiguravaju neke poslove sa zemljama u razvoju, pa time i štite od političkog rizika, ali je to svakako nedovoljno.

* * *

Protiv pomenutih i drugih rizika ne postoji siguran lek. Najbolje što jedna finansijska institucija može da učini jeste da stalno pokušava da predvidi događaje i da se priprema za njih, odnosno da brzo reaguje ukoliko do njih zaista dođe. Postoji jedna mogućnost zaštite od nekih rizika – tzv. hedžing – ali ona košta (o tome kasnije).

REGULACIJA FINANSIJSKOG SISTEMA

Finansijski sistem obično je visoko regulisan i u velikoj većini zemalja predstavlja jedan od najregulisanijih ekonomskih sektora. Osnovni motivi regulacije jesu zaštita potrošača i investitora od zloupotreba i gubitaka usled neinformisanosti i osiguranje zdravlja finansijskog sistema, odnosno njegova stabilnost.

Zaštita potrošača. Glavni razlog ovog tipa regulacije jeste zaštita potrošača i malih privrednika od složenosti finansijskog sistema, odnosno od opasnosti da finansijski profesionalci iskoriste svoje nadmoćno znanje i nepravedno nadigraju ili prevare svoje slabo obaveštene klijente, i to ne samo na finansijskom planu već i na pravnom, prilikom sklapanja ugovora. Većina regulacije obično se odnosi na zaključivanje kredita i na držanje računa. Tako i Srbija poseduje *Zakon o zaštiti korisnika finansijskih usluga*, kojim su regulisane brojne stvari: od sadržaja ugovora o raznim finansijskim poslovima, preko zabrane diskriminacije do odredaba o obavezi finansijske institucije da informiše korisnika finansijskih usluga o mnogim elementima od uticaja na njegov položaj.

Zaštita investitora. Druga grupa kojoj može biti potrebna zaštita jesu investitori, tj. oni koji poveravaju svoj novac finansijskoj instituciji kupovinom bilo njenih akcija, bilo obveznica, pa čak i držanjem svog novca na računu. Osnovni metod zaštite jeste propisivanje obaveze finansijskoj instituciji da javnosti podnosi izveštaje o svom finansijskom stanju (promet, zarada, imovina) i važnim događajima koji su od interesa za investitore. Na taj način ekspertska finansijska analiza stanja finansijske institucije omogućava se ne toliko manjim investitorima, koliko velikim i, posebno, profesionalnim finansijskim analitičarima koji o svojim nalazima obaveštavaju javnost, pomažući time i malim investitorima.

Pored obaveštavanja, regulacijom se obično pokušavaju sprečiti zloupotrebe, kao što su insajderska trgovina[6] koja vodi manipulaciji cenama hartija od vrednosti, kršenje fiducijarne obaveze prema klijentima i direktne prevare.

Cilj je svih ovih metoda da pomognu investitoru da što bolje proceni rizik ulaganja kako bi se redukovali pomenuti problemi sa asimetrijom informacija i moralnim hazardom. Svakako, država, u načelu, ne pruža investicione savete, pa svaki investitor sam mora odabrati investiciju i preuzeti prateći rizik na sebe.

Stabilnost finansijskog sistema. Važnost stabilnosti finansijskog sistema za realnu ekonomiju posvedočena je tokom poslednje finansijske krize, 2008. godine. Naime, tada je kriza izbila kao finansijska, a ubrzo se prenela na celu ekonomiju i dovela do višegodišnje recesije, odnosno do pada bruto domaćeg proizvoda u razvijenom delu sveta i do usporavanja rasta u zemljama u razvoju. Takav sled događaja nije neočekivan jer je odavno očigledno da finansijski sistem „podmazuje" realnu ekonomiju i da sa nedovoljnim podmazivanjem i realna ekonomija slabo napreduje ili čak dolazi u krizu.

S druge strane, poslovanje mnogih finansijskih institucija, a posebno banaka kao najvećeg i najvažnijeg dela finansijskog sistema, počiva na poverenju. Jer, banke, na primer, poseduju malo sopstvenog kapitala i uglavnom plasiraju prikupljene depozite stanovništva, privrede i državnih institucija. Pošto su depoziti plasirani u kredite i pošto banke poseduju skromne rezerve gotovine za isplatu depozita (koja je dovoljna za normalna vremena), to pokušaj većeg broja ulagača u turbulentnim vremenima da podignu svoj novac iz banke dovodi banku u nepriliku i, u odsustvu spoljne pomoći, čini je nelikvidnom (nije u stanju da isplati tražene depozite) i vodi propasti. Krah jedne banke ne bi predstavljao veliki problem kada se nepoverenje ne bi širilo dalje i ulagači drugih banaka pokušali da podignu svoje depozite. To je već bankarska panika, kada ceo bankarski sistem dolazi u tešku krizu iako su banke suštinski zdrave (solventne). A propast banka može podstaći širenje nepoverenja na osiguravajuća društva i druge finansijske institucije i dovesti do velike finansijske krize u kojoj svi gube novac i imovinu – i štediše, i osiguranici, i penzioneri (iz privatnih fondova), i privreda... Bankarske panike poznate su iz istorije, kako u svetu (na primer 1929) tako i kod nas (bankarska kriza iz 1931).

Da bi se umanjio rizik izbijanja finansijskih kriza, države preduzimaju različite regulatorne mere. Pomenućemo neke:

---

[6] Insajderska trgovina (insider trading) jeste trgovina hartijama od vrednosti u kojoj učestvuju pojedinci koji poseduju relevantne informacije koje nisu javne, već su raspoložive samo nekim pojedincima (obično direktorima ili drugim izvršnim službenicima u firmi). Na osnovu takvih informacija insajder može ostvariti neopravdanu dobit. Jedan primer je saznanje da će preduzeće uskoro objaviti neočekivano povoljan finansijski rezultat, što će svakako dovesti do skoka cena njegovih akcija. Svakako, direktor firme može da iskoristi informaciju o dobroj zaradi i pre njenog objavljivanja da kupi na tržištu akcije po „staroj", tekućoj ceni i tako lako ostvari ekstraprofit. U uređenim zemljama za to je predviđena zatvorska kazna i oduzima se dobit.

- finansijska institucija, a posebno banka, ne može se osnovati i poslovati (dozvola se u svakom trenutku može oduzeti) bez dozvole državnog organa koji procenjuje kvalitet osnivača i njihov uloženi kapital;
- posebno strogi propisi o finansijskom izveštavanju finansijskih institucija, sa obaveznom revizijom i slično;
- osiguranje depozita do određene visine (Srbija 50 hiljada evra, SAD 250 hiljada dolara), što bio trebalo da umiri manje i srednje deponente u vremenu krize i odvrati ih od navale na banke;
- ograničenje kamatnih stopa, pošto neki veruju da konkurencija među bankama za privlačenje depozita vodi previsokim kamatnim stopama; tako je 2011. godine jedan guverner NBS neformalno organizovao smanjenje kamatnih stopa u Srbiji itd.
- postojanje obaveznih rezervi i upravljanje njima.

Tome regulatornom aparatu trebalo bi dodati i instrumentarijum ekonomske politike, počevši od monetarne.

Ukoliko ove i slične mere prevencije ne spreče krizu, kao poslednje sredstvo javlja se centralna banka, sa funkcijom poslednjeg osiguranja finansijskog sistema. Naime, centralna banka, na osnovu svoje sposobnosti da kreira novac, može da u trenucima krize finansijski podrži one finansijske institucije za koje proceni da su zdrave iako su trenutno zapale u nelikvidnost. Tokom poslednje finansijske krize centralne banke podržavale su finansijske sisteme ogromnim svotama novca, pokušavajući da održe poverenje investitora i potrošača u finansijske institucije i umanje negativne efekte finansijske krize na ekonomski život. U tome su svakako imale izvesnog uspeha.

Ipak, finansijska regulacija potencijalno ima i negativne strane, koje ne treba zaboraviti i zanemariti:

1. regulator može biti nedorastao zadatku, posebno u manje razvijenim zemljama, i stoga stvarati više problema nego što će ih rešiti;
2. regulacija stvara moralni hazard, tj. navodi ljude da se ponašaju na isuviše rizičan način: na primer, kada država osigurava depozit, manji i srednji ulagači ne brinu se za kvalitet banke kojoj poveravaju svoje depozite pošto su zaštićeni osiguranjem, već samo gledaju visinu ponuđene kamatne stope; time se produžuje život i čak podstiče postojanje neefikasnih banaka;
3. moguća posledica prekomerne i pogrešne regulacije jeste i tzv. regulatorna arbitraža, kod koje akteri koriste slabosti i neusklađenosti u regulaciji za izbegavanje same regulacije; na primer, transakcija se može prebaciti iz jedne zemlje u drugu gde je regulacija povoljnija;
4. težnja ka regulaciji podstiče interesne grupe iz finansijskog sektora da utiču na rešenja regulacije u svom, a ne u interesu društva, što im povremeno uspeva uz pomoć finansijskih i drugih veza sa političkom sferom;

5. primena ekstenzivne regulacije iziskuje znatne troškove, što povećava troškove poslovanja i podiže barijere ulasku novih konkurenata u sektor; time se favorizuju velika preduzeća[7] i ograničava konkurencija, što vodi stvaranju oligopolske ili kartelske strukture tržišta.

Regulacija finansijskog sistema može doneti znatne koristi, ali i rizike za njegovo poslovanje, kao i za kretanje ekonomije u celini. Nema sumnje da zbog neregulisanog tržišta finansijskih usluga lako mogu da se jave ozbiljne tržišne greške, ali je jednako nesumnjivo da i državna intervencija lako može biti pogrešna i pogoršati funkcionisanje finansijskog sistema.

STRUKTURA FINANSIJSKIH SISTEMA

U savremenom svetu

Osnovna podela finansijskih sistema prati navedenu dihotomiju između direktnog i indirektnog finansiranja, odnosno finansiranja preko tržišta novca i kapitala i preko finansijskih institucija. Strukturne razlike tržišta kapitala između pojedinih zemalja i grupa zemalja prilične su i prikazane su u sledećoj tabeli.

Tabela 1.1 – Veličina tržišta kapitala: neki indikatori, 2013. godine, bilioni dolara

	Kapitalizacija tržišta akcija	Obveznice	Aktiva banaka	Ukupno	Ukupno u % BDP-a
Svet	62,6	97,3	126,7	286,6	379,7
Evropska unija	12,6	30,0	48,7	91,3	546,7
Francuska	2,1	4,7	9,1	16,0	570,1
Nemačka	2,0	4,4	8,3	14,7	393,1
Ujedinjeno Kraljevstvo	4,0	5,8	10,4	20,2	754,0
SAD	22,3	34,5	15,9	72,7	433,5
Japan	4,6	12,3	11,5	28,4	576,5
Kina	3,4	4,1	20,2	27,6	291,7
Ostali	19,6	16,5	30,4	66,1	241,3

Izvor: *Navigating Monetary Policy Challenges and Managing Risks, Global Financial Stability Report*, IMF, Tab. 1 Annex, April 2015.

[7] Ovo je otvoreno rekao i šef Goldman Sachsa, vodeće investicione banke; videti Wall Street Journal, 11 February 2015.

Naglašeni oslonac na bankarski sektor pokazuje Evropska unija (posebno je to činilo Ujedinjeno Kraljevstvo), ali i zemlje u razvoju, odnosno ostale. Kod njih su banke glavni mobilizator štednje u zemlji i alokaciji štednje na projekte, odnosno namene, zatim u nadgledanju investicionih odluka i uopšte poslovanja korporativnih menadžera i obezbeđenju smanjenja rizika. Vlasnički način finansiranja privrede, preko tržišta akcija, veoma je skroman i koristi se samo za najveće kompanije.

Tržište obveznica od posebne je važnosti u SAD i Japanu, a SAD i Velika Britanija su najvažnije zemlje u kojima je tržište hartija od vrednosti veoma razvijeno i u kojima ono kanališe znatan deo sredstava u kompanije, utiče na korporativno upravljanje (preko akcionara) i potpomaže redukciju rizika.

Ranija istraživanja pokazala su da su zemlje anglosaksonskog prava – sa jačom zaštitom akcionara, kvalitetnijim računovodstvenim standardima, nižim nivoom korupcije i bez formalne zaštite bankarskih depozita – sklonije osloncu na finansijsko tržište, dok su zemlje francuskog građanskog prava, slabije zaštite akcionara, kreditora i ugovora, nižih računovodstvenih standarda, više korupcije i više inflacije manje sklone osloncu na tržišna rešenja i imaju slabije razvijene finansijske sisteme. Sa ekonomskim razvojem i jačanjem instituta pravnog sistema postepeno raste uloga finansijskih tržišta (Demirgüç-Kunt i Levine, 2001).

Veoma dugo među istraživačima vodi se polemika o tome koji je od pomenuta dva modela finansijskog sistema bolji sa ekonomskog stanovišta, ali bez definitivnih rezultata.[8] Iz same činjenice da ova dva modela postoje u najrazvijenijim zemljama sveta proizilazi da oba mogu da ostvare dobre rezultate, iako poseduju različite vrline i slabosti. Ovde ćemo pomenuti najnoviji nalaz iz istraživačkog odeljenja Evropske centralne banke, koji kaže da je veliki oslonac Evrope na bankarstvo sistemski rizičan[9] i da vodi nižoj stopi privrednog rasta, pa se stoga sugeriše promena regulacione strategije u korist finansijskih tržišta (Langfield i Pagano, 2015).

U Srbiji

U našoj zemlji finansijski posrednici igraju daleko veću ulogu u finansiranju privrede i stanovništva nego finansijska tržišta, što je u skladu sa evropskim modelom finansijskih sistema. Pogledajmo aktuelnu strukturu finansijskih posrednika:

[8] Videti sledeće poglavlje.

[9] Tj. postoji realan rizik krize celog bankarskog sistema.

Tabela 1.2 – Struktura institucija finansijskog sektora, 2014. godine

	Broj	Aktiva, mlrd. din.	Aktiva, u %
Ukupno	78	3.227	100
Banke	29	2.969	92,0
Državne	6	571	17,7
Privatne domaće	2	187	5,8
Privatne strane	21	2.211	68,5
Osiguranje	27	169	5,2
Privatni penzijski fondovi	6	24	0,7
Lizing	16	65	2,0

Izvor: Narodna banka, http://www.nbs.rs/internet/latinica/18/pregled_grafikona.pdf, posećeno 28.6.2015.

Među finansijskim posrednicima uverljivo dominiraju banke, čak sa 92% učešća u aktivi celog sektora. Banke su tako osnovni, praktično jedini domaći izvor finansiranja privrede i stanovništva. Malo učešće u aktivi sektora imaju osiguranje, kod koga dominira neživotno osiguranje koje ne obezbeđuje novac za ulaganja već samo pokriva štetu, a minimalno privatno penzijsko osiguranje, koje veći deo novca drži u obliku državnih obveznica.

Tržište akcija u Srbiji veoma je skromno. Ukupna tržišna kapitalizacija Beogradske berze iznosila je 26. juna 2015. godine 6,04 milijarde evra,[10] a to odgovara vrednosti neke srednje firme iz sveta za koju je malo ko čuo (na primer, trgovina Williams-Sonoma, SAD). Što je još nepovoljnije, promet akcija je daleko niži nego što bi sugerisala ukupna kapitalizacija i kreće se u proseku ispod jednog miliona evra dnevno.[11] Uzrok tome jeste visoka koncentracija svojine najvećih firmi kod jednog ili dva vlasnika, koji nisu zainteresovani za berzansku trgovinu akcijama. Ovo je prirodna posledica modela privatizacije koji je favorizovao prodaju većinskog paketa tzv. strateškom partneru. Sa stanovišta ekonomskog razvoja najnepovoljnije je to što u Srbiji berza uopšte ne služi onome što bi trebalo da joj je najvažnija funkcija – unosu investicionog kapitala u privredu kroz emisiju novih akcija – pa se i to malo prometa svodi na kupoprodaju postojećih akcija, odnosno promenu vlasništva nad preduzećima. Očigledno je da je aktivnost Beogradske berze suštinski zamrla, pa se ozbiljno postavlja pitanje smisla njenog postojanja.

[10] Prema http://www.belex.rs/trgovanje/kapitalizacija, posećeno 28.6.2015.

[11] Promet akcija Beogradske berze iznosio je samo 173,5 miliona evra u 2014. godini, prema http://www.belex.rs/trgovanje/izvestaj/godisnji, posećeno 28.6.2015.

Od tržišta akcija daleko je važnije tržište obveznica. Ali, na njemu na dominiraju državne institucije (Republika Srbija i lokalna samouprava), koje na taj način pokrivaju svoje deficite, i Narodna banka, koja tako vodi monetarnu politiku. Korporativne obveznice su vrlo retke i emisije su malog obima. Trenutno je aktivno samo 15 obveznica čiji su emitenti privredna preduzeća, ali najvećim delom male firme sa kratkoročnim obveznicama vrednim manje od jednog miliona evra. Nešto veću vrednost emisije imale su samo dve obveznice, a najveća samo četiri miliona evra.[12]

Finansijski sistem Srbije je nerazvijen, sa velikom dominacijom bankarskog sektora i kreditnog odnosa. Pribavljanje novca kroz emisije hartija od vrednosti, bilo akcija, bilo dužničkih hartija, veoma je retko i gotovo zanemarljivog značaja za ekonomski razvoj.

KAMATNE STOPE

Od kada je izmišljen novac, ljudi ga pozajmljuju jedni drugima. Neki su to činili besplatno, ne tražeći nikakvu naknadu od svojih bližnjih, a drugi, brojniji, tražili su kompenzaciju za uslugu u obliku kamate, što je rentalna cena novca.[13] Znači, kao što se za iznajmljen stan plaća kirija (rentalna cena), tako se i za pozajmljeni novac plaća kamata kao rentalna cena novca. Ta cena (kamatna stopa) obično se izražava kao godišnji procenat na nominalni iznos pozajmljene sume novca: na primer, pozajmljeno je 1000 dinara, dužnik će za godinu dana vratiti 1070 dinara, kamata je 70 dinara, a kamatna stopa 7% (70/1000). Za osobu koja uzima pozajmicu kamata je trošak koji se plaća za trošenje dohotka pre nego što je zarađen, a za osobu koja daje pozajmicu kamata je nagrada za odlaganje potrošnje do trenutka vraćanja pozajmice.

Nominalna kamatna stopa jeste ona kamatna stopa koja se standardno uključuje u ugovore o zajmu, kako je pomenuto u prethodnom pasusu. Međutim, u ove finansijske odnose zajmodavca i zajmoprimca uključuje se jedna spoljna veličina koja kvari računicu i remeti nameravane odnose pozajmljenog i vraćenog – to je inflacija, kao česta pojava u savremenom svetu. Ukoliko bi u prethodnom primeru inflacija bila 7% posmatrane godine, realna vrednost vraćene glavnice bila bi umanjena za inflacionih 7%, pa bi plaćena nominalna kamatna stopa od 7% samo nadoknadila taj gubitak i zajmodavac bi realno primio samo onoliko koliko je dao, bez ikakve zarade, odnosno bez kompenzacije za pozajmljeni novac. Stoga se prilikom ugovaranja zajma inflacija uzima u obzir – i to predviđena buduća, a ne prošla – kako bi nominalna kamata uključila i ovu inflacionu komponentu. Tako su, na primer, kamatne stope u Srbiji i na vrlo sigurne dugove znatno veće nego u

[12] Prema http://www.crhov.rs/?Opcija=5&TipHartije=kratkorocne, posećeno 28.6.2015.

[13] Za zanimljiv odnos hrišćanstva i kamata videti u: Mijatović (2012).

zapadnoj Evropi zbog očekivanja da će u Srbiji inflacija biti viša nego u većem delu okruženja.

Realna kamatna stopa jednaka je nominalnoj samo ukoliko ne postoji inflacija. Ukoliko postoji, realna je jednaka nominalnoj umanjenoj za inflaciju. U prethodnom primeru realna kamatna stopa jednaka je nuli (nominalna 7% minus inflacija 7% = 0). Ona nije vidljiva na tržištu, pošto se tu najčešće nudi i ugovara samo nominalna. Ipak, realna kamatna stopa je važnija, odnosno spada u važne ekonomske kategorije jer predstavlja stvarne troškove pozajmljivanja novca u jednoj ekonomiji.

Dugoročni faktori određivanja visine realnih kamatnih stopa jesu *produktivnost kapitalnih investicija* i *vremenske preferencije* pojedinaca kod potrošnje.

Kapitalne investicije su investicije u realnu imovinu proizvodnog i uslužnog sektora koje povećavaju bruto domaći proizvod date zemlje (fabrike, oprema, poslovni prostor itd). Te investicije se preduzimaju radi prinosa, odnosno toka gotovinske zarade koja se ostvaruje po realizaciji investicionog projekta. Da bi se isplatila, jedna investicija mora da donese više prihoda od troškova. Što je viši prinos, to je i projekat uspešniji i njegovo finansiranje opravdanije. No, da li će jedan potencijalni projekt biti izveden, zavisi od tekuće visine kamatne stope na domaćem finansijskom tržištu: ukoliko je procenjeni prinos, na primer, 7%, a kamatna stopa 10%, očigledno je da se investicija ne bi isplatila, odnosno da bi zarada bila niža od troškova kapitala, pa se investitor neće upustiti u investiciju. Ali, ukoliko je kamatna stopa 5%, tada je investicija profitabilna. Na taj način, što je viša kamatna stopa, to manji broj investicionih projekata može biti finansiran, pošto ih je manje.

Ali, i visina kamatne stope zavisi od broja dobrih projekata: što ih je više, to će i kamatna stopa biti viša u datoj zemlji. Jer, tada veliki broj dobrih projekata traži finansiranje i može da „podnese" višu kamatnu stopu. Drugim rečima, što je u jednoj privredi više dobrih investicionih mogućnosti, izraženih visokim prinosom na kapital, to će i kamatna stopa biti viša jer povećana tražnja za investicionim finansiranjem podiže kamatne stope.

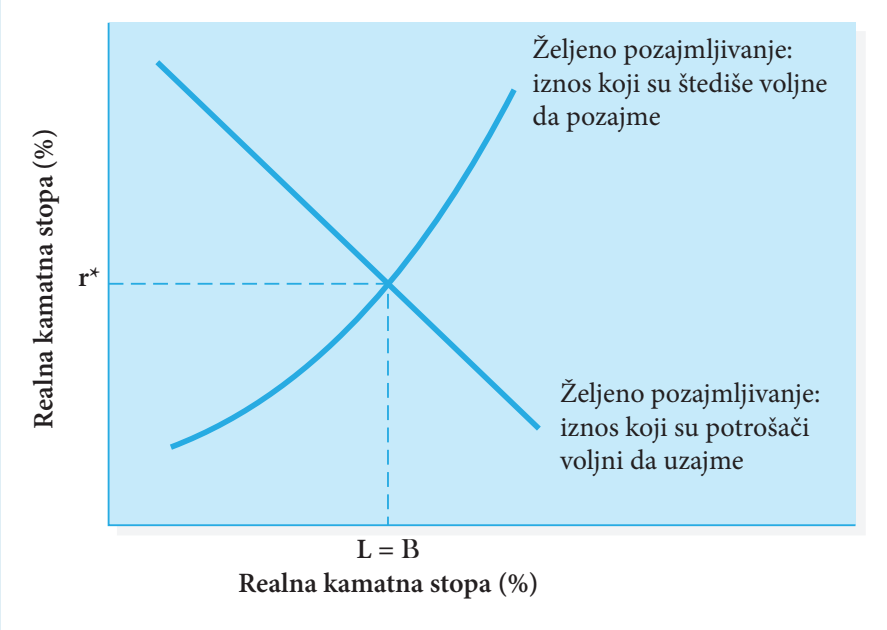
Vremenske preferencije su ekonomski naziv za pojavu da pojedinci više vole da raspolažu datim iznosom novca sada nego za godinu dana bilo stoga što će radije utrošiti taj novac na zadovoljavanje sopstvenih potreba danas bilo zato što mogu da tu sumu ulože i odmah ostvare zaradu (na primer, kroz kamatu) umesto da čekaju godinu dana. Da bi ipak pristali da se privremeno odreknu upotrebe novca, potrebno im je obezbediti finansijsku naknadu za čekanje u obliku izvesne svote novca zvane kamata. Na primer, pojedinac A će se odreći potrošnje od 100 dinara ukoliko za godinu dana dobije 105 dinara. Pojedinac B je spreman da to isto učini za 110 dinara. Njihove stope preferencija se razlikuju, što stvara mogućnost saradnje: pojedinac A će pozajmiti 100 dinara pojedincu B, a koji će za godinu vra-

titi 107 dinara pojedincu A. I svi su zadovoljni: u odnosu na svoje stope vremenske preferencije pojedinac A zaradio je dva dinara, a pojedinac B prištedeo je tri dinara.

Niska kamatna stopa podstiče pojedince da malo štede i puno troše, dok ih viša kamatna stopa podstiče na smanjenje potrošnje i povećanje štednje.

Ravnotežna kamatna stopa. Osnovni model određivanja kamatne stope prikazan je na sledećem grafikonu:

Slika 1.2 – Determinante realnih kamatnih stopa



Izvor: D. S. Kidwell, D. W. Blackwell, D. A. Whidbee, R. W. Sias: *Financial Institutions, Markets, and Money*, 2011.

Kamatna stopa određuje se kroz uobičajene odnose ponude i tražnje. Tako su „štediše“ spremne da ponude više novca „potrošačima“ ukoliko je kamatna stopa viša jer tako zarađuju više. Ali, kada je kamatna stopa visoka, „potrošači“ su spremni da manje potroše jer im je to sada preskupo, tj. neki od njih odustaju od pozajmljivanja radi potrošnje. Kao i ostali „potrošači“, i privredna preduzeća manje investiraju kada kamatna stopa poraste, pošto se iz kruga finansiranih investicija isključuju one sa nižom profitabilnošću, tj. one koje se ne isplate pri visokim troškovima kapitala (kamatnim stopama).

Kamatna stopa koja uravnotežuje tržište, tj. izjednačuje ponudu i tražnju, jeste r* na prethodnom grafikonu. Pri toj kamatnoj stopi sredstva koja nude „štediše" jednaka su sredstvima koja potražuju „potrošači". Ova kamatna stopa obezbeđuje da masa ušteđenih sredstava u datoj ekonomiji bude alocirana tako da zadovoljava preferencije pojedinaca o odnosu sadašnje i buduće potrošnje i da su finansirani svi investicioni projekti čiji su prinosi veći od troškova kapitala.

Pored pomenutih, na ponudu i tražnju u dugoročnom okviru, pa time i na ravnotežnu kamatnu stopu, utiču i drugi činioci. Tako na tražnju za dugoročnim zajmovima utiču:

- stopa privrednog rasta, pošto, na primer, njegovo ubrzanje podstiče povećanje investicija i tražnju za njihovim finansiranjem;
- brzina tehnološkog napretka, pošto se ubrzanjem, na primer, stvaraju nove investicione mogućnosti i povećava tražnja za kreditiranjem;
- promena oporezivanja privrede (poreza na dobit itd.), pošto se, na primer, njegovim smanjenjem povećavaju profitabilnost poslovanja i investicije;
- demografske promene itd.

Na ponudu, s druge strane, mogu uticati:

- agregatna promena vremenskih preferencija pojedinaca;
- oporezivanje individualnih dohodaka, kada im, na primer, smanjenje poreza ostavlja više novca na raspolaganju, pa time i uvećava ponudu;
- politika centralne banke, koja, na primer, povećanjem ponude novca ili smanjenjem svoje kamatne stope može dovesti do smanjenja tržišne realne kamatne stope itd.

Ovde smo pomenuli osnovne elemente dugoročnog okvira određivanja ravnotežne kamatne stope. Na kratak rok važniji su neki drugi elementi i njima se bave druge teorije, a danas je najpopularnija teorija kamata zasnovana na tzv. raspoloživim („loanable") fondovima. Potrebno je takođe napomenuti da je dosadašnje izlaganje bilo okrenuto domaćim činiocima, dok će u sledećem odeljku biti reči i o inostranim uticajima.

FINANSIJSKA GLOBALIZACIJA

Iako su raznovrsne međunarodne finansijske veze oduvek postojale, tek se od 1970-ih godina može govoriti o razmahu koji se označava pojmom finansijska globalizacija. Ona svakako predstavlja važan deo ekonomske globalizacije, odnosno ekonomske integracije nacionalnih ekonomija u povezan, iako ne i jedinstven okvir. Pomenimo osnovne tipove savremenih finansijskih tokova povezanih sa privredom, a preko nacionalne granice:

- *strane direktne investicije*, koje predstavljaju ulaganje jednog preduzeća u drugo, ali iz druge zemlje, povezuju realne privrede različitih zemalja i obično unapređuje preduzeća u koja se ulažu strane investicije;
- *strane investicije u hartije od vrednosti* (akcije i obveznice), jer investitori u potrazi za dobrim plasmanom stalno ispituju odnos rizika i očekivane zarade kako na domaćem, tako i na inostranim finansijskim tržištima i
- *inostrani zajmovi*, koje za privredne investicije, a radi sticanja dobiti, obično odobravaju banke i slične finansijske institucije.

Za četvrt veka ovi finansijski tokovi doživeli su eksponencijalan rast: od 0,5 biliona dolara u 1980. do 11,8 biliona u 2007. godini (Dobbs i Lund, 2013). Kada bi se tome dodalo i zaduživanje država u inostranstvu, iznos bi bio još impozantniji.[14] Raznovrsni su uzroci ovog rasta: prevladavanje shvatanja da dotadašnje restrikcije na kretanje kapitala nanose štetu svima, prelazak sa fiksnih na plivajuće kurseve (i stvaranje velikog tržišta deviza), pretvaranje SAD iz poverilačke u dužničku naciju velikog obima, rast velikih multinacionalnih kompanija, ujednačavanje propisa i poslovnih procedura, IT tehnologije i slično.

Finansijska globalizacija trebalo bi da ima pozitivne efekte na ekonomski rast kroz pozitivan efekat na proširenje kapitala. Naime, standardna ekonomska teorija predviđa da će finansijska globalizacija dovesti do neto tokova kapitala iz zemalja koje su bogate kapitalom u zemlje siromašne kapitalom stoga što će u ovim drugim prinosi na jedinicu uloženog kapitala biti veći. To prelivanje kapitala trebalo bi da dopuni domaći kapital u zemljama siromašnim kapitalom i snizi njegovu cenu, pa da tako podstakne investicije. Pojedini tipovi tokova, kao direktne investicije, donose ne samo kapital već i nove tehnologije, organizaciju i znanje u zemlje koje ih primaju i time doprinose ekonomskom napretku.

Pored pozitivnih strana, finansijska globalizacija donosi i određene rizike koje ne treba zanemariti. Prvi je realna mogućnost da se finansijska kriza uzrokovana na jednoj svetskoj tački proširi kroz široku povezanost i na druge, iako nisu ništa loše učinile. Takav slučaj dogodio se tokom poslednje finansijske krize (od 2008. nadalje), koja je nastala u SAD i raširila se gotovo na ceo svet, sa štetom za sve. Drugi rizik odnosi se na mogućnost da se strani kapital naglo povuče iz zemlje u razvoju, i to zbog nepoverenja nastalog usled političkih ili ekonomskih zbivanja, ostavljajući duboku krizu u domaćem finansijskom i ekonomskom sistemu. Najpoznatiji takav događaj zbio se tokom tzv. azijske krize 1997. godine. Rizike povećava i nedovoljna solidnost institucionalne strukture mnogih zemalja u razvoju, počevši od slabe vladavine prava, preko česte političke nestabilnosti i korupcije, do grešaka ekonomske politike i nedovoljnih stručnih kapaciteta regulatornih tela.

---

[14] Tako su marta 2015. SAD (država i centralna banka) inostranstvu dugovale 6,8 biliona dolara; videti http://www.treasury.gov/ticdata/Publish/debta2015q1.html

Ekonometrijska istraživanja veze finansijske globalizacije i ekonomskog rasta ne daju definitivne rezultate: neke analize našle su pozitivan efekat, a neke nisu. Očigledno je da veza nije jednoznačno i nedvosmisleno pozitivna, odnosno da pojedine teorijske pretpostavke nisu zadovoljene u praktičnom životu, kao i da postoji negativno dejstvo pomenutih rizika.

Tokom poslednje finansijske krize smanjen je obim finansijskih tokova preko granice, pa je time finansijska globalizacija doživela povlačenje. Zanimljivo je da je do pada došlo u razvijenim zemljama, posebno u Evropi, dok su tokovi ka zemljama u razvoju ostali stabilni. To je, po svemu sudeći, znak povećane otpornosti finansijskih sistema zemalja u razvoju (IFF, 2014, s. 34).

DRUGO POGLAVLJE – FINANSIJSKO POSREDOVANJE I PRIVREDNI RAST: TEORIJSKI I EMPIRIJSKI NALAZI

MEHANIZAM PRIVREDNOG RASTA

Privredni rast verovatno je jedan od najviše istraživanih ekonomskih fenomena. Ništa neočekivano. Upravo on omogućava da siromašna društva, društva siromašnih pojedinaca, uvećavajući vrednost proizvodnje, pa time i raspoloživi dohodak, postaju bogata društva – društva bogatih pojedinaca. Nekada davno, na samim počecima ljudske civilizacije, sva su društva bila siromašna – nije bilo bogatih ljudi. Privredni rast je to promenio.

Budući da je finansijsko posredovanje objašnjeno u prethodnom poglavlju, preostaje da se definiše i drugi ključni pojam iz naslova ove knjige.[15] Privredni rast nije ništa drugo do porast ukupnog obima proizvodnje u posmatranoj privredi, najčešće privredi jedne zemlje, u određenom periodu – godinu dana, na primer. Iz drugog ugla posmatrano, reč je o porastu ukupne vrednosti stvorene u procesu proizvodnje unutar privrede određene zemlje, iskazane bruto domaćim proizvodom (stoga se privredni rast iskazuje stopom porasta BDP-a), pa time i porastu ukupnog raspoloživog dohotka. Veoma je bitno uočiti da se proizvodnja, bar u uslovima tržišne privrede, zasniva na veoma velikom broju individualnih, decentralizovanih, nekoordinisanih i slobodnih odluka izuzetno velikog broja pojedinaca – vlasnika proizvodnih faktora, kapitala, ljudskog kapitala i radne snage. Oni slobodno odlučuju o tome da li da sopstvene proizvodne faktore uvećavaju, kao i da li će da ih plasiraju u (određenu) proizvodnju – da ih angažuju, što znači da započnu i realizuju različite poslovne poduhvate. Bez slobodnih odluka vlasnika proizvodnih faktora da to učine, nema ni privrednog rasta. Ukoliko se omogući da oni svoje proizvodne faktore uvećavaju i angažuju, i to u ekonomski efikasnim poslovnim poduhvatima, tada dolazi do rasta proizvodnje, odnosno do privrednog rasta. Drugim rečima, privredni rast ne pada sa neba, nego je posledica slobodnih odluka pojedinaca koji čine posmatrano društvo.

Imajući to u vidu, povećanje obima proizvodnje, tj. privredni rast, može da se zasniva na dva osnovna izvora. Prvi izvor privrednog rasta jesu povećanje količine akumuliranih proizvodnih faktora i rast njihove angažovane količine – što

[15] Definisanje koje sledi zasniva se na nalazima iznetim u najcenjenijim međunarodnim udžbenicima koji se bave privrednim rastom: Barro i Sala-i-Martin (2005), Weil (2009) i Aghion i Howitt (2009).

je akumulirana i angažovana veća količina proizvodnih faktora, veći je obim proizvodnje, što znači da je veća vrednost koja se proizvodnjom stvara, a to uslovljava privredni rast, kao i njegovo ubrzanje. Ovaj nalaz važi kako za sve proizvodne faktore zajedno, tako i za svaki pojedinačni proizvodni faktor: kapital, ljudski kapital i radnu snagu. Ovaj uvid je posledica jednog od osnovnih nalaza ekonomske teorije: granični proizvod svakog proizvodnog faktora uvek je pozitivna veličina. Shodno tome, što je veća količina bilo kog angažovanog proizvodnog faktora, pri nepromenjenim drugim veličinama (*ceteris paribus*, kako se to kaže u ekonomskoj nauci) neminovno dolazi do privrednog rasta – to je privredni rast zasnovan na akumulaciji proizvodnih faktora. Akumulacija fizičkog kapitala (ulaganja u nova postrojenja koja dovode do prirasta fonda tog proizvodnog faktora), akumulacija finansijskog kapitala (ulaganja u različite finansijske instrumente ili poslove), akumulacija ljudskog kapitala (ulaganje u obrazovanje, bez obzira na to da li je reč o školovanju ili obrazovanju uz rad[16] i bolje zdravlje ljudi) i akumulacija radne snage (uvećanje kontingenta radno sposobnog stanovništva) omogućavaju da poraste ukupna količina angažovanih proizvodnih faktora, pa time, usled pozitivne vrednosti graničnog proizvoda, dolazi do rasta obima proizvodnje, što znači do privrednog rasta. Ovakav privredni rast veoma često naziva se grubim (*crude*) privrednim rastom, budući da ne dolazi do promene produktivnosti angažovanih proizvodnih faktora, već samo do njihove akumulacije i do rasta njihove angažovane količine.

Ponekad se ova vrsta privrednog rasta naziva i rastom zasnovanim na investicijama. Karakterističan je za zemlje koje se nalaze na nižem nivou razvijenosti, što znači za siromašne zemlje. Zbog toga je u slučaju tih zemalja potrebno obezbediti sve ono što stvara podsticaje za investicije, odnosno potrebno je omogućiti da se visokim stopama investicija uvećaju kapaciteti kojima će se omogućiti povećanje proizvodnje i sam privredni rast.[17] Najznačajniji podsticaj za investiranje jesu visoke stope očekivanih prinosa, tj. visoke stope prinosa korigovane za rizik koji snosi investitor. Rizici koje snosi investitor umanjuju se odgovarajućim institucionalnim okvirom, pre svega vladavinom prava i dobrom zaštitom privatnih svojinskih prava. Visina stope prinosa zavisi od dejstva velikog broja faktora, ali je izvesno da uvećane barijere ulasku (što znači smanjena konkurencija) omogućavaju uspostavljanje tržišne moći i na taj način povećanje stope prinosa, a to se ponekad naziva i monopolskom rentom.

Pokazalo se, međutim, da privredni rast zasnovan na akumulaciji proizvodnih faktora ima svoja znatna ograničenja. Prvo od njih leži u zakonu o opadajućim

[16] Ponekad se u literaturi insistira upravo na ovoj razlici, ukazuje se na veoma velike efekte obrazovanja uz rad (learning by doing). Više o tome videti u: Lucas (1988).

[17] U literaturi se ponekad može pronaći sintagma „potencijalni privredni rast". To je upravo porast sposobnosti posmatrane privrede da uveća obim proizvodnje, odnosno nivo bruto domaćeg proizvoda. Da li će do toga doći, zavisi od tražnje, odnosno da li je nivo tražnje za onim što se proizvodi dovoljno visok da se realizuje proizvodni potencijal, odnosno potencijalni privredni rast.

prinosima. Reč je o tome da sa uvećanjem količine angažovanog proizvodnog faktora dolazi do opadanja njegovih graničnih prinosa – prirast proizvodnje sa dodatnom jedinicom određenog proizvodnog faktora, iako i dalje postoji, sve je manji i manji. Drugo, ne mogu se svi proizvodni faktori akumulirati istom brzinom. Najbrže se može akumulirati kapital, koji je u potpunosti veštački proizvodni faktor. Akumulacija radne snage, koja se odvija najsporije, zavisi od demografskog procesa i od svih onih faktora koji ga uslovljavaju. Brzina akumulacije proizvodnih faktora, pri kojoj mora da se poštuje njihova određena kompozicija, određena je, dakle, brzinom akumulacije onog proizvodnog faktora čija je akumulacija najsporija. Stoga i ne čudi što je empirijska analiza izvora privrednog rasta najrazvijenijih zemalja sveta u poslednjih dvesta godina jasno pokazala da je akumulacija proizvodnih faktora „odgovorna" za manji deo zabeleženog privrednog rasta, odnosno da njoj pripada manji deo „zasluga" za današnje bogatstvo najrazvijenijih zemalja.[18] Stoga je pažnju potrebno posvetiti drugom izvoru privrednog rasta, onom koji je najzaslužniji za transformaciju nekada siromašnih zemalja u danas bogate. Reč je o ukupnoj faktorskoj produktivnosti.

Porast ukupne faktorske produktivnosti dovodi do rasta proizvodnje, što znači i do privrednog rasta, pri nepromenjenoj količini angažovanih proizvodnih faktora. Suštinski, ukupna faktorska produktivnost pokazuje uspešnost s kojom se akumulirani i angažovani proizvodni faktori koriste i na taj način transformišu u proizvod. Što je viši nivo ukupne faktorske proizvodnje u posmatranoj privredi, *ceteris paribus* viši je i nivo proizvodnje, pa je time i viši raspoloživi dohodak. Dinamički posmatrano, što je brži rast ukupne faktorske proizvodnje u posmatranoj privredi, *ceteris paribus* brži je i privredni rast, pa je time i viša njegova stopa. Ukupna faktorska produktivnost u sebi sadrži dve osnovne komponente, odnosno, iz drugog ugla posmatrano, ona zavisi od dva osnovna faktora: (1) primenjene tehnologije i (2) efikasnosti proizvodnje.

Ekonomska nauka pod tehnologijom podrazumeva celokupno primenjeno praktično znanje kojim se proizvodni faktori, pri njihovoj datoj alokaciji, angažuju u određenoj proizvodnji i pretvaraju u proizvod. Tehnologija se, shodno tome, može svesti na relevantne informacije o procesu proizvodnje – procesu kojim se stvara vrednost angažovanjem proizvodnih faktora. Unapređenje tehnologije, proces koji se označava kao tehnološki progres, uslovljava povećanje obima proizvodnje za datu količinu angažovanih proizvodnih faktora. Iz drugog ugla posmatrano, to znači da se isti obim proizvodnje može postići uz manju količinu angažovanih proizvodnih faktora. Pri tome ne dolazi ni do kakve realokacije proizvodnih faktora iz jednog poslovnog poduhvata u drugi.[19]

---

[18] Videti: Jorgensen (2009).

[19] Ukoliko dođe do manjeg angažovanja proizvodnih faktora pri datom obimu proizvodnje usled dejstva tehnološkog progresa, dolazi do njihovog oslobađanja, budući da nisu u potpunosti angažova-

Što je intenzivniji tehnološki progres, viša je stopa privrednog rasta. Nalazi teorije privrednog rasta, kao discipline ekonomske teorije, upućuju na to da u uslovima tzv. stabilnog stanja, što znači dinamičke ravnoteže u kojoj se nalazi određena privreda, stopa njenog rasta zavisi isključivo od stope tehnološkog progresa. Stoga je od ključne važnosti odgovoriti na pitanje: Od čega zavisi stopa tehnološkog progresa? Odgovor je veoma jasan: Od uspešnosti delatnosti istraživanja i razvoja. Naime, što je intenzivnija ova delatnost (što je više proizvodnih faktora u njoj angažovano) i što je veća efikasnost resursa alociranih u nju, može se očekivati više tehnoloških inovacija, što znači intenzivniji tehnološki napredak. Pri tome, kao što investicije u fizički kapital u proizvodnji zavise od podsticaja kojima su izloženi investitori, ista regularnost postoji i u slučaju ulaganja u istraživanje i razvoj. Drugim rečima, tehnološki napredak nije egzogen, ne pada s neba, nego zavisi od snage podsticaja investitorima da resurse ulažu u istraživanje i razvoj i da ih u toj delatnosti efikasno koriste. Još jedna bitna napomena – za privredni rast i porast ukupne faktorske produktivnosti relevantne su jedino one tehnološke inovacije koje se primenjuju u svakodnevnoj proizvodnji. Drugim rečima, potrebno je da tehnološke inovacije postanu poslovne inovacije. Nove tehnologije koje se, bilo iz kog razloga, ne upotrebljavaju u svakodnevnoj proizvodnji, koje ne dovode do poslovnih inovacija, nemaju nikakve posledice po privredni rast – kao da, u ovom pogledu, nisu ni nastale.

Što je viši nivo razvijenosti određene privrede, poslovne inovacije predstavljaju sve značajniji izvor privrednog rasta. Investiranje fizičkog kapitala, iako se i dalje nastavljaju, naročito investicije u zamenu zastarelih pogona, nisu više presudne za dinamičan privredni rast razvijenih, bogatih zemalja, već se on ostvaruje rastom ukupne faktorske produktivnosti zasnovanom na poslovnim inovacijama. Zbog toga je od izuzetnog značaja za te zemlje da njihovo institucionalno okruženje stvara podsticaje preduzetnicima da inoviraju. Pokazalo se da je snažan konkurentski pritisak najznačajniji generator podsticaja ove vrste, pa je stoga za privredni rast razvijenih zemalja potrebno obezbediti nesputanu konkurenciju, a to se najbolje postiže ukoliko se obezbedi sloboda ulazaka novih konkurenata. Od velikog značaja je razumeti da je tehnološki napredak neprestan, da nije jednokratan. Slobodna konkurencija i snažan pritisak koji ona stvara podstiču neprestano ulaganje u istraživanje i razvoj i inoviranje, kako bi se predupredilo tehnološko i poslovno zaostajanje za konkurencijom. Ceo ovaj proces izgleda poput hodanja na pokretnim stepenicama u suprotnom smeru – potrebno je brzo hodati da se ostane na mestu, a još brže kako bi se napravio neki pomak. Upravo taj mehanizam

ni svi proizvodni faktori, pa stoga kao posledica tehnološkog progresa može da se javi realokacija tog dela proizvodnih faktora. To je, međutim, samo posledica tehnološkog progresa, ukoliko preduzetnici odluče da ne povećaju obim proizvodnje, već da održavaju postojeći obim proizvodnje uz novu tehnologiju.

omogućava održivost tehnološkog napretka, pa time i održivost (visoke) stope privrednog rasta.[20]

Nije, međutim, tehnološki progres jedini izvor uvećanja ukupne faktorske produktivnosti. Njena druga komponenta jeste efikasnost proizvodnje. Promena te efikasnosti jeste ona promena ukupne faktorske produktivnosti do koje dolazi uz nepromenjenu tehnologiju, kao i uz nepromenjenu količinu angažovanih resursa, a vezana je za određenu realokaciju resursa, odnosno prilagođavanje proizvodnog procesa, što dovodi do uvećanja obima proizvodnje. Iz drugog ugla posmatrano, neefikasnost proizvodnje dovodi do razlike između potencijalnog proizvoda (onog koji bi, pri datoj tehnologiji, bio stvoren efikasnom alokacijom svih raspoloživih proizvodnih faktora) i stvarnog – stvarni proizvod manji je od potencijalnog. Samim tim, povećanje efikasnosti dovodi do rasta obima stvarnog proizvoda i do njegovog približavanja potencijalnom. Maksimizovana efikasnost znači nepostojanje razlike između potencijalnog i stvarnog proizvoda. Najnepovoljniji, sa stanovišta društvenog blagostanja i privrednog rasta, su oblici neefikasnosti ukoliko su proizvodni faktori angažovani u onim aktivnostima koje uopšte ne stvaraju vrednost (poput, na primer, kriminala), uopšte nisu angažovani (poput nezaposlene radne snage ili neuposlenih kapaciteta) ili je došlo do neodgovarajuće alokacije proizvodnih faktora između različitih grana, odnosno između različitih poslovnih poduhvata koji stvaraju vrednost, pa stoga nije maksimizovana ekonomska efikasnost. Pod neodgovarajućom alokacijom resursa podrazumeva se alokacija koja može da se primeni tako da se, uz nepromenjenu količinu angažovanih resursa i nepromenjenu tehnologiju, uveća obim proizvodnje. Postojanje različitih vrsta „promašenih investicija", „dugogodišnjih gubitaša" i sličnih pogona pokazuje da u takvoj privredni postoje velike neefikasnosti.

Privredni rast koji se zasniva na povećanju efikasnosti svakako je veoma poželjan, budući da se ne angažuju dodatni resursi, već se postojeći koriste na bolji, efikasniji način, ali uz njega je vezano bitno ograničenje. Povećanja efikasnosti su jednokratna. Kada se jedanput poveća nivo efikasnosti sopstvene privrede, to ne može da se učini drugi put. To je najbolje pokazala tranzicija zemalja centralne i istočne Evrope. Njihov privredni rast je na samom početku, posle tzv. tranzicione recesije, u najvećoj meri bio zasnovan na povećanju efikasnosti, upravo zbog toga što su se zatvarali postojeći, neefikasni pogoni, a proizvodni faktori iz tih pogona realocirani su u nove, efikasne. To se, međutim, može uraditi samo jedanput,

[20] Budući da se razlikuju osnovni izvori rasta siromašnih i bogatih zemalja, jasno je da ova konstelacija stvara tzv. zamku srednjeg nivoa razvijenosti. Pri dostizanju srednjeg nivoa razvijenosti menja se osnovni izvor rasta. Zamka leži u tome da se blagovremeno promeni institucionalni okvir koji pogoduje novim izvorima rasta, pre svega inovacijama. Ukoliko se ovakva promena dogodi prerano, potkopaće se rast zasnovan na investicijama. Ukoliko se ona dogodi prekasno, potkopaće se rast zasnovan na inovacijama. Savremena Kina je tipičan primer zemlje koja se nalazi na srednjem nivou razvijenosti i kojoj preti navedena zamka. Videti: Sing *et al.* (2011).

pa je zbog toga, sa napretkom tranzicije, došlo do usporavanja rasta efikasnosti i umanjenja njenog značaja kao izvora rasta tranzicionih zemalja. Što je neka zemlja manje napredovala u procesu tranzicije, pre svega u pogledu restrukturiranja sopstvene privrede, veće su joj mogućnosti za privredni rast zasnovan na uvećanju efikasnosti. Ipak, za razliku od uvećanja ukupne faktorske efikasnosti zasnovane na tehnološkom napretku i inovacijama, ovo uvećanje, zasnovano na povećanju efikasnosti, neminovno je jednokratno.

Na ovaj način identifikovani su svi izvori privrednog rasta. To nam omogućava da preliminarno identifikujemo vezu između finansijskog posredovanja i svakog od uočenih izvora, odnosno, iz drugog ugla posmatrano, komponenti privrednog rasta.[21] Najjednostavnija je veza između finansijskog posredovanja i akumulacije proizvodnih faktora, naročito kapitala. Reč je o sledećem: izvor kapitala je štednja – bez štednje nema kapitala. Finansijsko posredovanje, s jedne strane, stvara podsticaje za štednju, a, s druge, omogućava da se uspostavi veza između onih koji štednjom raspolažu, a ne žele da je investiraju u fizički kapital, i onih koji žele da je investiraju u fizički kapital, ali njome ne raspolažu. Isto se odnosi i na investicije u ljudski kapital – i u ovom slučaju potreban je novac kako bi se pokrili određeni troškovi ovakvog investiranja, na primer troškovi školovanja. I za to je, ukoliko ne postoji državna intervencija kojom se u potpunosti iz budžeta pokrivaju ovi troškovi, potrebno finansijsko posredovanje.

Nadalje, finansijsko posredovanje potrebno je kako bi se finansirale investicije u istraživanje i razvoj, upravo one delatnosti kojima se stvaraju tehnološki progres i poslovne inovacije zasnovane na njemu. I u ovom slučaju posredi su investicije u fizički i ljudski kapital, samo što su ove investicije specifične, pre svega zbog toga što su vezane za viši stepen rizika. Tehnološki progres u određenoj zemlji, pa i u određenom preduzeću, ne mora da bude posledica sopstvenog istraživanja i razvoja, već transfera tehnologije iz drugih, tehnološko naprednih zemalja, onih koje su bliže granici dostupne tehnologije. Taj transfer je složen poslovni poduhvat i podrazumeva ulaganja u sam transfer (kupovina licence, na primer) i podizanje novih proizvodnih kapaciteta zasnovanih na tim, novim tehnologijama, kao i obuku zaposlenih u primeni novih tehnologija – sve je to potrebno finansirati, pa dobro finansijsko posredovanje pospešuje i ovu vrstu tehnoloških i poslovnih inovacija.[22]

[21] Dekompozicija privrednog rasta (growth accounting) predstavlja postupak u kome se izračunava koliki je doprinos svake od tih komponenata privrednom rastu zemlje. Analize ove vrste najčešće se svode na tri komponente: akumulacija kapitala, akumulacija radne snage i ukupna faktorska produktivnost. Više o tome videti u: Weil (2009).

[22] Acemoglu, Aghion i Zilibotti (2006) formulisali su model koji opisuje način na koji pojedinačno preduzeće odlučuje da li će se upustiti u istraživanje i razvoj ili će pristupiti transferu najsavremenije tehnologije. Model je pokazao da je i jedno i drugo olakšano uz finansijsko posredovanje, nezavisno od toga za koju su se strategiju poslovnih inovacija preduzeće i njegovo poslovodstvo opredelili.

Konačno, finansijsko posredovanje omogućava podizanje nivoa efikasnosti privrede. To ono čini *ex ante*, time što se pri samom posredovanju vrši selekcija poslovnih poduhvata, i to tako što se finansiraju samo oni efikasni, odnosno najefikasniji među njima. To ono čini i *ex post*, time što omogućava da se finansira sve što je potrebno učiniti kako bi došlo do realokacije proizvodnih faktora iz neefikasnih poslovnih poduhvata u neke nove, efikasne, odnosno barem efikasnije.

Izvesno je da finansijsko posredovanje sveobuhvatno utiče na privredni rast, budući da deluje na sve njegove izvore, na sve njegove komponente, pa je stoga potrebno detaljno razmotriti mehanizme i kanale kojima se taj uticaj omogućava.

TEORIJSKO OBJAŠNJENJE VEZE FINANSIJA I PRIVREDNOG RASTA

Bez obzira na uočene uzročno-posledične veze između finansijskog posredovanja i privrednog rasta, među ekonomistima, čak i među nobelovcima, ne postoji saglasnost u pogledu značaja te veze. Jedan od njih, Robert Lukas, navodi da je finansijsko posredovanje „znatno precenjena" determinanta privrednog rasta.[23] Prema tom mišljenju, za privredni rast ključno je ono što se dešava u realnom sektoru, ključne su odluke preduzetnika za preduzimanje poslovnih poduhvata u ovom sektoru, a finansijski sektor samo će da prati potrebe realnog. Drugim rečima, realni sektor iskazuje tražnju za uslugama finansijskog posredovanja, a finansijski sektor samo „prati" realni i zadovoljava njegovu tražnju. Nasuprot tome, Merton Miler, još jedan nobelovac, navodi da je „tvrdnja da finansijsko posredovanje doprinosi privrednom rastu stav toliko očigledan da ne zavređuje ozbiljnu raspravu".[24]

Ipak, možda nisu posredi stavovi koji isključuju jedan drugog. Kada se Lukasov stav podrobnije analizira, na osnovu njega može se zaključiti da autor tvrdi da finansijsko posredovanje ne uzrokuje privredni rast. U tom pogledu nema razlike između Lukasa i Milera, budući da ovaj drugi tvrdi da finansiranje posredovanja „doprinosi" privrednom rastu, a ne da ga uzrokuje. Očigledno je da ne postoji dilema oko toga da li finansijsko posredovanje pospešuje privredni rast, već se samo postavlja pitanje snage ove uzročno-posledične veze.

Navedena dilema, međutim, ukazuje na postojanje još jednog analitičkog problema, a to je dvosmernost veze. Naime, već je u prethodnom poglavlju pokazano da postoje brojni mehanizmi kojima finansijsko posredovanje pospešuje privredni rast. Međutim, izvesno je da privredni rast, pre svega rast i jačanje realnog

[23] Više o tome videti: Lucas (1988). Ipak, Lukas jasno stavlja do znanja da smatra da neodgovarajuće finansijske institucije, pa time i nedovoljno finansijsko posredovanje, predstavlja ograničenje privrednom rastu. U tom smislu, navedeni Lukasov stav, koji on na samom početku svog članka, izrečen je više kao upozorenje čime se on neće baviti u tom radu.

[24] Videti: Miller (1998).

sektora pospešuju rast finansijskog sektora i napredovanje finansijskog posredovanja, stvarajući tražnju za njegovim (postojećim i novim) uslugama, pre svega uslugama finansijskog posredovanja, istovremeno nudeći sve veću količinu bogatstva (akumulirane štednje) o kome treba brinuti, uvećavajući, na taj način, osnovu za ponudu finansijskog posredovanja. Iako je ovde reč o analitičkom problemu, što znači o potrebi analitičkog razdvajanja ova dva uticaja, naročito pri empirijskom istraživanju, u stvarnosti je postojanje dvosmerne veze poželjno, budući da se iskazuje simbioza realnog i finansijskog sektora. Jačanjem jednog neminovno dobija i onaj drugi.

Na prvi pogled reklo bi se da dileme o značaju finansijskog posredovanja mogu da dovedu i do dileme na planu ekonomskih politika. Na primer, da li treba da se menja bilo šta ukoliko finansijski sektor uvek i u potpunosti odgovara na zahteve realnog u pogledu finansiranja privrednog rasta? Naravno da ne treba da se menja – neko može da kaže – budući da sama činjenica da finansijski sektor u potpunosti odgovara na tražnju iz realnog pokazuje da je dobar institucionalni okvir u kojem on posluje – da je institucionalni okvir takav da mu omogućava da odgovori na te zahteve. No, treba biti oprezan kod ovakvog rezonovanja. Razvoj finansijskog sektora i njegovo produbljivanje dolaze sa obe strane. Na strani tražnje, realni sektor postavlja nove zahteve, kako u pogledu količine, tako i u pogledu novih usluga. Međutim, na strani ponude, finansijski sektor svojim inovacijama nudi one nove usluge koje pospešuju poslovanje realnog sektora, a koje taj sektor nije imao u vidu. Upravo zbog toga, kako navodi Robert Šiler (Robert Shiller), još jedan nobelovac, institucionalni okvir u kome posluje finansijski sektor treba da bude takav da omogućava i pospešuje inovacije, ove usluge kojima će finansijski sektor podržati poslovanje realnog.

Budući da smo razjasnili osnovne stvari vezane za celinu odnosa finansijskog i realnog sektora, odnosno, iz drugog ugla posmatrano, odnosa finansijskog posredovanja i privrednog rasta, možemo da pređemo da razmatranje pojedinačnih mehanizama uzročno-posledične veze između finansijskog posredovanja i privrednog rasta. Pritom, koristimo uobičajenu podelu tih mehanizama koja se može pronaći u savremenoj literaturi.[25] Svaki od mehanizama koji sledi relevantan je za svaki od izvora privrednog rasta navedenih u prethodnom odeljku.

Mobilizacije štednje

U svakom od navedenih izvora privrednog rasta može se sagledati uloga koju ima kapital. Stoga se postavlja pitanje njegovog porekla – Kako nastaje kapital? Reč je o u potpunosti veštačkom proizvodnom faktoru koji nastaje štednjom.

[25] Podela mehanizama uticaja preuzeta je, uz izmenjeni redosled, iz: Levine (2005).

Akumulacija kapitala jeste posledica štednje: (privremenog) odricanja od potrošnje. Naime, svako ko raspolaže dohotkom slobodno odlučuje da li će celokupni (raspoloživi) dohodak da potroši ili će da određeni njegov deo privremeno ostavi po strani, kako bi uvećao neku svoju buduću potrošnju.

Postoji nekoliko osnovnih motiva štednje pojedinaca. Jedan je tzv. štednja iz predostrožnosti, tj. ostavljanje dela dohotka za pokrivanje nekih nepredviđenih troškova do kojih može doći u budućnosti. Ovakva vrsta štednje predstavlja svojevrsni vid osiguranja. Zaista, ukoliko pojedinac ili domaćinstvo nisu osigurani protiv takvog događaja, bez obzira na to iz kog razloga, onda je opravdana ovakva štednja. Ukoliko neko, na primer, nema zdravstveno osiguranje, onda je opravdano da štednjom formira određeni novčani fond koji može da pokriva troškove lečenja, ukoliko do takvih troškova uopšte dođe.

Drugi motiv predstavlja tzv. izravnavanje potrošnje tokom životnog ciklusa. Reč je o tome da se pojedinci ponašaju tako da maksimizuju svoju ukupnu potrošnju, potrošnju tokom celog svog života, a ne samo potrošnju u jednom trenutku. U nekim fazama životnog ciklusa raspoloživ dohodak je niži nego u drugima, odnosno niži nego što bi bila ciljana potrošnja, pa se stoga pojedinci ponašaju tako da u periodima života u kojima imaju visoki dohodak (obično srednje godine života) njegov deo ostavljaju po strani, kako bi ga koristili u kasnijem životnom dobu.

Otuda je jasan motiv štednje uvećanje potrošnje u budućnosti. Pri ovakvoj štednji postoje dva osnovna motiva. Jedan je prevazilaženje nedeljivosti u potrošnji. Reč je o tome da su pojedina trajna potrošna dobra skupa, odnosno da je cena jedne njihove jedinice toliko visoka da uopšte ne mogu da se kupe korišćenjem tekućih prihoda, odnosno trenutno raspoloživog dohotka pojedinca ili domaćinstva. Kupovina stana ili kuće, na primer, predstavlja tipičnu transakciju te vrste, mada se ovome mogu dodati i mnoga druga trajna potrošna dobra. Naravno, ovaj problem može se rešiti na drugi način, a to je uzimanjem kredita (ukoliko je raspoloživ), ali njegova otplata ne predstavlja ništa drugo do prisilnu štednju. Jednostavno, dohodak potreban za servisiranje obaveza prema poveriocu (vraćanje glavnice i plaćanje kamate) izuzima se iz tekuće potrošnje dužnika, pa sa stanovišta štednje ima iste efekte. Drugi motiv leži u tome da se štednjom danas može ostvariti veći dohodak u budućnosti, pa će potrošnja u budućnosti biti veća od potrošnje u sadašnjosti koja može da se ostvari ukoliko se potroši celokupan dohodak. Međutim, racionalni pojedinci više vrednuju potrošnju u sadašnjosti od iste takve potrošnje u budućnosti – postoje intertemporalne preferencije. Ukoliko je, međutim, povećanje vrednosti (budućeg) dohotka usled njegove štednje i pripisivanje kamate dovoljno veliko da kompenzuje intertemporalne preferencije, ljudi će štedeti.

Dakle, prva uloga finansijskog sistema jeste da stvori podsticaje pojedincima, vlasnicima proizvodnih faktora, da štede. Pri tome, ključne kategorije vezane za te podsticaje jesu sigurnost glavnice (ušteđevine), njena likvidnost (mogućnost

da se brzo pretvori u gotovinu kojom se može slobodno raspolagati) i visina prinosa od štednje. Ove tri kategorije obično imaju suprotan predznak – što je veća sigurnost glavnice i veća njena likvidnost, niži je prinos od štednje, i obrnuto.

Sledeća uloga finansijskog sistema jeste prikupljanje štednje pojedinaca, odnosno domaćinstava. Prikupljanje te štednje znači da se pojedinci dobrovoljno odriču slobodnog raspolaganja tom štednjom i da je vezuju za određene finansijske instrumente. U tome finansijski sistem treba da obezbedi dve osnovne stvari. Jedna je minimizacija transakcionih troškova, budući da je svako dobrovoljno odricanje slobodnog raspolaganja štednje vezano za ugovor kojim se reguliše ta transakcija i definišu prava i obaveze zainteresovanih strana. Velikim brojem istovetnih, odnosno sličnih ugovora ove vrste, javlja se svojevrsna ekonomija obima kojom se minimizuju ti transakcioni troškovi. Finansijski sistem koji rutinski obavlja ove transakcije neminovno obara transakcione troškove, minimizuje ih, i na taj način ih olakšava. Time se pospešuje prikupljanje štednje, što je i osnova finansijskog posredovanja.

Jedan od osnovnih razloga visokih transakcionih troškova ove vrste leži u snažno izraženoj asimetriji informacija između onoga koji prikuplja tuđu i onoga koji polaže svoju štednju. Ta asimetrija je u korist onoga koji prikuplja tuđu štednju, budući da on njome posle prikupljanja raspolaže. Stoga se javljaju otvorena pitanja onoga koji polaže štednju, na primer: Koliko je moja glavnica sigurna, da li će mi biti vraćena, koliko lako mogu da je pretvorim u gotovinu, da li će mi prinosi biti isplaćeni u celosti? Što je veća asimetrija informacija, manja je pouzdanost koju osećaju vlasnici štednje, budući da su oni koji štede svesni te asimetrije, pa je stoga manja verovatnoća da će štednja biti prikupljena. Dobar finansijski sistem omogućava umanjenje te asimetrije i stvaranje poverenja, pa time i uspešno prikupljanje štednje od domaćinstava.

Sve navedeno važi za svaki mehanizam finansijskog posredovanja, odnosno za sve finansijske instrumente. Nije reč samo o štednim depozitima u bankama, na koje se, bar u Srbiji, prvo pomisli kada se razmatra prikupljanje štednje. Ista pitanja postavljaju se i u slučaju obveznica, akcija ili bilo kojeg od finansijskih derivata.

Kao što je već navedeno, oni koji štede nisu, odnosno ne moraju da budu oni koji investiraju. Zbog toga je potrebno povezati one koji imaju štednju i one koji žele tu štednju da investiraju. Oni koji imaju štednju ustupaju je samo ukoliko za to dobijaju određenu naknadu, a oni koji je koriste spremni su da tu naknadu (cenu kapitala) plate. Stoga je jasno da se javljaju i ponuda i tražnja za štednjom, tj. za kapitalom.

Razlikuju se strukture te ponude i tražnje. Ponuda kapitala najčešće je veoma disperzovana, veliki broj ljudi raspolaže relativno malim fondom štednje, dok je tražnja za njim koncentrisana, relativno mali broj poslovnih poduhvata traži kapital za realizaciju, ali reč je o velikim poduhvatima, koji, po pravilu, daleko nadmašuju

vrednost fonda štednje pojedinca, odnosno pojedinačnog domaćinstva. Finansijski sistem prikuplja štednju i time je ukrupnjava, čime se omogućava finansiranje svih poslovnih poduhvata, nezavisno od njihove veličine. Poslovni poduhvati vezani su za nedeljivosti, koje se razlikuju od grane do grane, tako da se njihova veličina, budući da je tehnološki uslovljena, nikako ne može smanjiti. Jednostavno, da nema finansijskog posredovanja koje omogućava mobilizaciju i ukrupnjavanje fonda štednje, pojedini poslovni projekti ne bi bili realizovani, što bi imalo loše posledice za proizvodnju i privredni rast.

Na primer, formiranje novog akcionarskog društva kojim se realizuje veliki poslovni poduhvat može da se finansira emitovanjem i prodajom akcija na primarnom tržištu. Ove akcije kupuje veoma veliki broj pojedinaca, vlasnika štednje, i na taj način svoju štednju prepušta akcionarskom društvu koje će je investirati u nove pogone potrebne za realizaciju svog poslovnog poduhvata. Alternativno, veliki broj vlasnika štednje svoju štednju relativno malog pojedinačnog fonda deponovaće kao oročeni ulog u banku, a banka će na osnovu svih tih objedinjenih depozita odobriti kredit velikog iznosa za finansiranje velikog poslovnog poduhvata. Upravo su to mehanizmi mobilizacije štednje kojima se prevazilaze nedeljivosti poslovnih poduhvata, omogućava njihovo finansiranje i pospešuje njihova uspešna realizacija. Time se pospešuje privredni rast posmatrane zemlje.

Nije u pitanju samo mobilizacija štednje kao preduslov akumulacije fizičkog kapitala i kao izvor privrednog rasta. Bez odgovarajuće mobilizacije štednje nema ni investicija u ljudski kapital.[26] Nadalje, u poslovne poduhvate koji se finansiraju iz ovako mobilisane štednje spadaju i oni u oblasti istraživanja i razvoja. Kao što je već navedeno, bez realizacije tih poslovnih poduhvata nema tehnoloških, pa time ni poslovnih inovacija, veoma bitnog izvora privrednog rasta. Konačno, mobilizacija štednje na opisani način omogućava da se finansiraju veliki poslovni poduhvati, oni kojima se prevazilaze nedeljivosti u procesu proizvodnje, pa se time realizuje ekonomija obima, čime se uvećava efikasnost.

Treba napomenuti da postoji štednja koja nije predmet finansijskog posredovanja. To je štednja korporacija, odnosno, šire posmatrano, svih privrednih društava. Štednja korporacija predstavlja onaj deo profita koji nije, u vidu dividende, raspodeljen vlasnicima sopstvenog kapitala te korporacije, već je reinvestiran u tu ili u neku drugu korporaciju.[27] Na ovaj način direktno se, bez ikakvog finansijskog

[26] Reč je o tome da investicije u ljudski kapital, pored vremena i napora (učenje zahteva i jedno i drugo) onoga koju u sopstveni ljudski kapital ulaže, podrazumevaju i određene fiksne troškove, poput troškova nastavnika, školske opreme i tome slično. Sa stanovišta onoga koji ulaže u sopstveni ljudski kapital ili njegove porodice, ovi troškovi predstavljaju izdatke i neminovno se, ukoliko nema državne intervencije i javne potrošnje, pokrivaju iz štednje. U suprotnom, navedeni troškovi pokrivaju se iz oporezivanja, čime se umanjuje raspoloživi dohodak, pa time i štednja.

[27] Sredstva potrebna za kapitalne transakcije kojima se preuzimaju druga preduzeća makar jednim svojim delom pribavljaju se iz neraspoređene dobiti.

posredovanja, uvećava kapital privrednih društava. Već sama definicija štednje korporacije upućuje na to da u ovom slučaju nije posredi finansijsko posredovanje. Upravo tako – da nema finansijskog posredovanja, osnovni izvor investicija privrednih društava bilo bi reinvestiranje profita. A to je, jednostavno, isuviše malo da bi se omogućio bilo kakav značajan privredni rast.

Obezbeđivanje informacija i alokacija kapitala

Osnovni problem s kojim se suočava pojedinačni vlasnik fonda štednje koji bi želeo svoju štednju da plasira jeste prikupljanje informacija o raspoloživim poslovnim poduhvatima u koje ta štednja može da se plasira. To se odnosi na informacije o opštim privrednim kretanjima, o samom poslovnom poduhvatu, o privrednom društvu (ukoliko postoji) koje taj poduhvat treba da sprovede, o njegovoj upravi i načinu na koji ona vodi to preduzeće itd. Očigledno je da je posredi veliki broj relevantnih informacija koje je potrebno prikupiti za mnoštvo poslovnih poduhvata, kako bi se donela dobra odluka o tome u koji od njih plasirati sopstvenu štednju. Štaviše, troškovi prikupljanja ovih informacija fiksni su u odnosu na iznos štednje koji se plasira – oni su isti za jedan poslovni poduhvat, nezavisno od toga kolika je vrednost pojedinačnog plasmana u njega.[28]

Mnogi vlasnici štednje jednostavno ne raspolažu adekvatnim znanjima u pogledu prikupljanja i prerade informacija potrebnih za donošenje odluke o plasiranju štednje. Naravno, oni mogu iznajmiti specijalizovane agencije za prikupljanje tih podataka, ali to ništa ne menja na planu alokacije troškova – te troškove i dalje snose vlasnici štednje, a iskazani su u tržišnoj ceni navedenih usluga, odnosno naknade za ovu uslugu koju naplaćuju specijalizovane agencije. U uslovima u kojima su navedeni troškovi fiksni, sa stanovišta iznosa plasmana lako se može dogoditi da su čak i viši od mogućeg plasmana jednog štediše, pa i od ukupnog fonda njegove štednje. U takvim uslovima jasno je da se navedene informacije uopšte neće ni prikupljati, što znači da neće ni doći do plasmana štednje, pa time ni do realizacije poslovnog poduhvata. Bez toga, bez investicije kapitala u taj projekat kako bi se on realizovao, nema ni povećanja proizvodnje, pa, stoga, ni privrednog rasta.

Institucije koje se bave finansijskim posredovanjem u prilici su da realizuju ekonomiju obima pri prikupljanju informacija o poslovnim poduhvatima. One te informacije prikupljaju ne samo uz najmanje troškove već i na najbolji način, tako da se time prevazilazi informacioni problem pri plasiranju štednje, pa time i

[28] Gotovo da se isti stav može izneti za troškove prikupljanja informacija u zavisnosti od veličine poslovnih poduhvata. Naime, postoje izražene nedeljivosti na tom planu, mada se, ipak, ne može govoriti o tome da su u pitanju fiksni troškovi. Veliki poslovni poduhvati ipak su složeniji od malih, što znači da je potrebno prikupiti veći broj informacija, a to dovodi do rasta troškova. Taj rast, međutim, nije linearan, tako da na određenim nivoima postoje elementi ekonomije obima.

pri realizaciji poslovnih poduhvata. Takva finansijska institucija, banka na primer, budući da je prikupila štednju većeg broja štediša, svojih klijenata, time što su oni vlastitu štednju deponovali u njoj (na primer kao oročene depozite), u prilici je da sama u potpunosti finansira određeni poslovni poduhvat i da realizuje celokupnu ekonomiju obima u prikupljanju informacija o tom poslovnom poduhvatu.[29] Isto tako, ukoliko je reč o prikupljanju štednje putem emisije akcija na primarnom tržištu kapitala, celokupne informacije o poslovnom poduhvatu za koji se na ovaj način prikuplja štednja pruža investiciona banka koja je pokrovitelj te emisije.

Pored navedene ekonomije obima u prikupljanju relevantnih informacija, pri finansijskom posredovanju javlja se još jedna pogodnost u tom pogledu. Ona je vezana za činjenicu da institucije koje se bave finansijskim posredovanjem, upravo zbog toga što raspolažu, stvarno ili potencijalno, velikim fondom štednje, mogu da prikupe informacije o velikom broju poslovnih poduhvata koji se razmatraju u posmatranoj privredi – gotovo o svakom relevantnom projektu te vrste. To je prvi korak ka selekciji poslovnih poduhvata koji će biti finansiran. U najboljem je interesu institucija koje se bave finansijskim posredovanjem da izaberu najbolje, najefikasnije poslovne poduhvate, one koji stvaraju najveću vrednost i koji dovode do najviše stope privrednog rasta. Razlog za to je očigledan – podržavanjem najboljih poslovnih projekata finansijski posrednici maksimizuju sopstveni profit.

Dakle, ne samo da prikupljanjem relevantnih informacija finansijsko posredovanje omogućava i poboljšava *ex ante* vrednovanje poslovnih projekata koji stoje na raspolaganju nego na osnovu inherentnih podsticaja u svom poslovanju omogućava odgovarajuću selekciju poslovnih poduhvata, i to tako da se realizuju samo oni najbolji, oni kojima se poboljšava alokacija proizvodnih faktora, oni koji u najvećoj meri uvećavaju ukupnu faktorsku produktivnost, pa stoga i oni poslovni poduhvati koji omogućavaju ubrzanje privrednog rasta.

Načelno posmatrano, upravo se na taj način maksimizuje efikasnost posmatrane privrede, budući da se uspostavlja optimalna alokacija proizvodnih faktora. Naravno, stav o maksimizaciji efikasnosti podrazumeva savršenu selekciju poslovnih poduhvata pri finansijskom posredovanju, što znači da se finansijski podržavaju isključivo najefikasniji poslovni poduhvati, a potreban, mada ne i dovoljan uslov za to jeste savršena informisanost onih koji donose odluke u procesu finansijskog posredovanja. U stvarnosti, međutim, u tom procesu selekcije moguće su greške koje se multiplikuju na osnovu nesavršenih informacija o poslovnim poduhvatima koji su kandidati da budu realizovani. Nije reč, međutim, o tome da finansijsko

[29] Iako deponenti banke ne plaćaju direktno cenu ovakvog prikupljanja informacija, oni je plaćaju posredno, nižim kamatnim stopama po kojima primaju kompenzaciju od banke (pasivnu kamatu) za svoje depozite. Naime, troškovi prikupljanja informacija o poslovnim poduhvatima jesu troškovi banke koji se nadoknađuju iz kamatne margine, tj. iz razlike između aktivne i pasivne kamatne stope. Za datu aktivnu kamatnu stopu, pasivna kamatna stopa bi, da nema troškova prikupljanja informacija, bila manja. Tu se krije cena prikupljanja informacija koju plaćaju vlasnici štednje.

posredovanje dovodi do savršene, optimalne alokacije proizvodnih faktora i do maksimizovane efikasnosti. Poenta je u tome da bi bez finansijskog posredovanja selekcija projekta bila daleko gora, efikasnost privrede bila daleko niža, a alokacija proizvodnih faktora bila daleko više udaljena od optimalne. Što je finansijsko posredovanje bolje uređeno, što su manje greške pri selekciji poslovnih poduhvata, veća je efikasnost, odnosno alokacija proizvodnih faktora manje je udaljena od optimalne.[30]

Finansijsko posredovanje podrazumeva postavljanje određenih kriterijuma koje poslovni poduhvati treba da zadovolje kako bi dobili finansijsku podršku, bez obzira na to da li je reč o pozajmljivanju kapitala ili o ulaganju u sopstveni kapital. U slučaju pozajmljivanja kapitala, taj kriterijum je određeni iznos kamatne stope, a upravo on ima selektivnu funkciju pri alokaciji proizvodnih faktora. Poslovni poduhvat može biti realizovan jedino ukoliko je očekivana stopa prinosa iznad kamatne stope koju preduzetniku nudi finansijski posrednik. Shodno tome, činjenica da određeni poslovni projekti nisu realizovani zbog toga što nisu dobili finansijsku podršku samo po sebi ne znači ništa loše. Naprotiv, budući da oni nisu realizovani zbog toga što su njihovi očekivani prinosi niži od kamatne stope, odnosno, iz drugog ugla posmatrano, što su njihovi prinosi niži od prinosa boljih poslovnih poduhvata, dobro je, sa stanovišta efikasnosti i privrednog rasta, što nisu realizovani. U tom kontekstu treba uvek sagledavati veoma popularne „žalbe" na visoke kamatne stope, odnosno tvrdnje koje stižu iz poslovne zajednice da oni koji se bave finansijskim posredovanjem, naročito banke, ne omogućavaju investicije, pa time ni privredni rast. Za dobrobit društva u celini dobro je što takvi projekti nisu realizovani.[31]

Naime, reč je o tome da treba da se realizuju upravo najunosniji, najprofitabilniji poslovni projekti, oni koji generišu najvišu stopu prinosa za vlasnike kapitala, budući da najviše doprinose porastu efikasnosti privrede, uvećanju ukupne faktorske produktivnosti, privrednom rastu zemlje, što znači porastu društvenog

[30] Modelski se može pokazati dvosmernost ove uzročno-posledične veze. S jedne strane, finansijsko posredovanje proizvodi bolje poslovne informacije, poboljšava alokaciju resursa i pospešuje privredni rast, ali sve to čini uz određenu cenu koju plaćaju strane koje učestvuju u tom posredovanju (štediše i preduzetnici, tj. investitori u najširem smislu). S druge strane, privredni rast dovodi do rasta raspoloživog dohotka, i na strani ponude i na strani tražnje za finansijskim posredovanjem, što dalje dovodi do njegovog jačanja i proizvodnje još boljih poslovnih informacija i stoga bolje alokacije proizvodnih faktora, što dodatno ubrzava privredni rast. Više o ovoj simbiozi koja stvara pozitivnu povratnu spregu videti u: Greenwood i Jovanovic (1990).

[31] Argument da banke guše privredni rast time što ne odobravaju kredit svakom od ponuđenih poslovnih poduhvata mogao bi da bude relevantan isključivo pod jednom pretpostavkom: ukoliko bi se u svakom trenutku raspolagalo neograničeno velikom štednjom, tj. neograničenim iznosom kapitala. Štednja je, kao i svi drugi resursi, ograničena, pa stoga ima i svoju cenu, a onaj koji tu cenu ne može da plati i ne treba da je dobije. Što je manja raspoloživa štednja u određenoj privredi, a to je obično tako u siromašnim, a ne bogatim zemljama, potrebna je oštrija selekcija poslovnih poduhvata.

blagostanja. Osnova efikasne privrede jeste alokacija proizvodnih faktora na najefikasnije poslovne projekte. Ovakva selekcija u interesu je celog društva, ne samo preduzetnika koji realizuju te poduhvate i vlasnika kapitala koji učestvuju u njihovom finansiranju. Dakle, društveni je interes da se realizuju upravo najunosniji poslovni poduhvati, a ne oni sa niskom stopom prinosa.

To se naročito odnosi na poslovne projekte zasnovane na inovacijama. Upravo su ti poslovni poduhvati ključni za privredni rast razvijenih, odnosno bogatih zemalja. Da bi se to ostvarilo, potrebno je da se podrže ovakvi poslovni poduhvati, i to ne svi, već da se napravi selekcija inovacija i da se za realizaciju izaberu inovativni projekti koji će biti najuspešniji u pogledu prinosa, što znači u pogledu uvećanja ukupne faktorske produktivnosti. Zbog toga se može zaključiti da će na ovaj način finansijsko posredovanje, koje prepoznaje ovakve poduhvate, pospešiti poslovne inovacije u privredi kao celini i uticati na privredni rast putem uvećanja ukupne faktorske produktivnosti.[32]

Pribavljanje informacija i efikasna alokacija resursa putem finansijskog posredovanja ostvaruju se bez obzira na to koji se finansijski instrumenti koriste i koje su finansijski institucije uključene u to posredovanje. Emitovanje akcija na primarnom tržištu, na primer, obezbeđuje informacije o novom poslovnom poduhvatu, a te informacije pruža investiciona banka kao pokrovitelj te emisije. Pruža ih svim zainteresovanim štedišama – svima koji razmišljaju da svoju ušteđevinu ili bar jedan njen deo plasiraju u sopstveni kapital novog privrednog društva. A što je taj poduhvat ekonomski efikasniji ili inovativniji, veći je iznos sredstava koja će se prikupiti, budući da će cena po kojoj se otkupljuju akcije pri emisiji biti viša. Investiciona banka je motivisana da obezbedi detaljne i tačne poslovne informacije o projektu i da cenu akcija pri emisiji podigne na najviši nivo po kome mogu biti prodate upravo zbog toga što je to u njenom najboljem interesu – kao i svim privrednim društvima, bila ona iz realnog ili finansijskog sektora, cilj je investicione banke da maksimizuje profit.[33]

Posebno je pitanje finansiranja investicija u ljudski kapital. Ukoliko na tom planu ne postoji nikakva državna intervencija, kojom bi se u potpunosti pokrivali propratni troškovi investiranja u ljudski kapital svakog zainteresovanog, a budući da investicije u ljudski kapital zahtevaju finansijske resurse kako bi se pokrili ti propratni troškovi, inicijalna raspodela dohotka/bogatstva dovodi do toga da u

[32] Više o tome videti u: Kind i Levine (1993) i Morales (2003). Naravno, što je bolje finansijsko posredovanje u selekciji poslovnih projekata, više je poslovnih inovacija, pa je time i viša stopa rasta ukupne faktorske produktivnosti. Ipak, osnovna je razlika između postojanja finansijskog posredovanja (ma koliko ono nesavršeno bilo) i situacije u kojoj ga nema.

[33] O formalnom modelu koji pokazuje da produbljivanje tržišta (sopstvenog) kapitala, na kome se trguje vlasničkim hartijama od vrednosti pojačava podsticaje finansijskim posrednicima da pribavljaju informacije o poslovnim poduhvatima uz blagotvorne efekte na efikasnost alokacije kapitala, kao i ostalih proizvodnih faktora više videti u: Merton (1987).

ljudski kapital ulažu oni koji su bogati (najbogatiji), a ne oni koji su talentovani (najtalentovaniji). Drugima rečima, u takvim okolnostima najtalentovaniji nemaju priliku da taj svoj talenat maksimalno iskoriste i od njega formiraju veliki sopstveni ljudski kapital.[34] Štaviše, postoje nedeljivosti i pri ovakvim investicijama (školarina se uplaćuje za celu godinu, ponekad za celo školovanje), a dobro finansijsko posredovanje omogućava da se one prevaziđu.

Dakle, ne samo da se obezbeđuje akumulacija proizvodnih faktora i njihovo angažovanje u poslovnim poduhvatima, nego se izborom najboljih poslovnih poduhvata omogućava da ti proizvodni faktori budu angažovani na najbolji mogući način, čime se uvećava efikasnost posmatrane privrede. Ne samo da porastom akumulacije i angažovanja pospešuje privredni rast.

Na primer, loše finansijsko posredovanje (neefikasan bankarski sistem) nije problem sam po sebi, već i on stvara distorzije u pogledu alokacije resursa. Finansiraju se oni poslovni poduhvati koji, sa stanovišta efikasnosti, tj. sa stanovišta privrednog rasta, ne bi trebalo da budu finansirani, što umanjuje efikasnost privrede i obara stopu privrednog rasta.

Nadgledanje realnog sektora i unapređenje korporativnog upravljanja

Ukoliko uspešno finansijsko posredovanje omogući prikupljanje (proizvodnju, kako se ponekad navodi) svih relevantnih informacija o potencijalnim poslovnim poduhvatima i obezbedi *ex ante* efikasnu alokaciju resursa, to, međutim, ne znači da će ta alokacija biti *ex post* efikasna. Drugim rečima, postavlja se pitanje da li i kako finansijsko posredovanje može da dovede do efikasnog nadgledanja poslovnog projekta i načina na koji se koristi kapital u njemu, odnosno u privrednom društvu koje je taj kapital primilo, nezavisno od toga da li je posredi sopstveni ili pozajmljeni kapital. U onoj meri u kojoj je tako nešto ostvarivo, s jedne strane, povećaće se iznos prikupljene štednje, a, s druge, uvećavaće se efikasnost alociranog kapitala i drugih proizvodnih faktora, što sve ubrzava privredni rast.

U osnovi, ovaj mehanizam se svodi na pitanje korporativnog upravljanja (onako kako ga poima standardna agencijska teorija): U kojoj meri vlasnici kapitala, bez obzira na to da li su ga investirali ili pozajmili, mogu da kontrolišu poslovanje koje se zasniva na plasmanu tog kapitala? Agencijski problem pojačava se u uslovima asimetrije informacija, a ona se pojačava u okolnostima u kojima postoji velika disperzija vlasništva, budući da mali akcionari nemaju potrebna znanja da bi kontrolisali poslovanje korporacije, odnosno delanje njene uprave. Štaviše, javlja

[34] Upravo se u ovom ograničenju nalaze argumenti onih koji tvrde da je osnovni kanal kojim ekonomska nejednakost negativno utiče na privredni rast upravo neefikasno investiranje u ljudski kapital. Više o modeliranju potrebe za finansijskim posredovanjem u slučaju investicija u ljudski kapital videti u: Galor i Zeira (1993).

se problem slepog putnika,[35] budući da mali akcionari nemaju prevelike podsticaje da unaprede poslovanje korporacije i uvek očekuju da će to umesto njih da učini neko drugi. Teorijski i empirijski se pokazalo da postojanje velikih vlasnika može da reši ovaj problem, ali se uspostavljanjem takvih vlasnika umanjuju mogućnosti za prikupljanje kapitala, a javljaju se i drugi problemi, počev od ugrožavanja prava manjih vlasnika, pa do uticaja na državne politike kojima se može doći do neodgovarajućeg institucionalnog okvira sa stanovišta privrednog rasta.

Ipak, pokazalo se da postoji dovoljno veliki broj mehanizama kojima i u uslovima disperzovanog vlasništva nad sopstvenim kapitalom korporacija finansijsko posredovanje može da dovede do zadovoljavajuće *ex post* kontrole poslovanja i na taj način unapređenja korporativnog upravljanja i realizacije poslovnih poduhvata, što dovodi do unapređenja efikasnosti, povećanja ukupne faktorske produktivnosti i ubrzavanja privrednog rasta.

Već je odavno poznat mehanizam kojim se prinadležnosti uprave korporacije, pre svih njenih najviših menadžera, vezuju za rezultate poslovanja, a verovatno da je najznačajniji podsticaj za dobro i efikasno vođenje korporacije njeno neprijateljsko preuzimanje, kojim se stvaraju uslovi za smenu uprave. Upravo su reputacija koju najviši menadžeri stiču na tržištu radne snage i loši efekti na tu reputaciju koje stvara neodgovarajuće vođenje korporacija u prošlosti (tj. loši poslovni rezultati, što obara cenu menadžerske radne snage) najznačajniji podsticaji na ovom planu. Stoga je od ključne važnosti da se omogući što slobodnije neprijateljsko preuzimanje, nezavisno od toga da li će do njega doći ili ne. Već sama pretnja da će do njega doći predstavlja najsnažniji podsticaj menadžerima da dobro rade svoj posao i uspešno vode poslovne poduhvate, odnosno korporacije koje su im poverene.

Institucionalno ukrupnjavanje investitora u procesu finansijskog posredovanja doprinosi boljem nadgledanju realnog sektora i uvećanju *ex post* efikasnosti. Ukoliko se pojavljuje posrednik u investiranju, poput, na primer, investicionih fondova, onda on, kao veliki investitor, ima snažne podsticaje da dobro nadgleda poslovanje korporacije u koju je uložio kapital. To čini za sve investitore koji su njemu prepustili svoju ušteđevinu, odnosno kapital. Time se izbegava problem slepog putnika koji se javlja kod malih investitora. Štaviše, na ovaj način realizuje se svojevrsna ekonomija obima u pogledu troškova nadgledanja korporacija, budući da oni ne zavise od količine uloženog sopstvenog kapitala (fiksni su). Upravo se u prevazilaženju te nedeljivosti mogu naći uzroci ove ekonomije obima, kojom se podstiče *ex post* efikasnost, pa time i privredni rast.

[35] Problem slepog putnika (free rider) nastaje u slučaju javnog dobra, tj. u situaciji u kojoj nije moguće isključiti korisnika nekog dobara ili usluge koji nije platio korišćenje. Stoga svaki korisnik takvog dobra/usluge nema nikakav podsticaj da plati korišćenje, nadajući se da će to učiniti neko drugi. Budući da svi korisnici imaju identičan podsticaj – „platiće neko drugi" – do ponude javnog dobra uopšte i ne dolazi.

Ex post kontrola poslovnih poduhvata, tj. privrednih društava koja ih realizuju, javlja se i u slučaju finansijskog posredovanja koje se zasniva na pozajmljivanju kapitala. Reč je o tome da postojanje ugovorene obaveze servisiranja duga, što podrazumeva pravovremeno vraćanje glavnice i plaćanje kamate, predstavlja snažan pritisak na upravu korporacije da dobro radi svoj posao i obezbedi odgovarajuće prinose iz kojih bi se servisirale obaveze. Pokazalo se da se na ovaj način umanjuje količina slobodne gotovine kojom raspolaže korporacija, što tera menadžere da umanjuju troškove, uvećaju efikasnost i da pristupaju inovacijama, kako bi se uredno servisirali dugovi, pa sve to blagotvorno utiče na privredni rast zemlje zasnovan na povećanju efikasnosti i ukupne faktorske produktivnosti.[36] Bilo koji neuspeh na ovom planu obara reputaciju menadžera, pa time smanjuje njegove buduće prihode na tržištu radne snage. Naravno, što je veći finansijski leveridž jednog preduzeća, tj. što je veća njegova zaduženost u odnosu na ukupan kapital (pasivu u bilansu stanja), snažnije deluje ovaj mehanizam kontrole efikasnosti.[37]

Dakle, finansijsko posredovanje ne samo što obezbeđuje *ex ante* efikasnu alokaciju proizvodnih faktora već odgovarajućim nadgledanjem korporacija utiče i na to da se obezbedi ex post efikasnost alokacije proizvodnih faktora, pa time pospešuje rast ukupne faktorske produktivnosti i ubrzava privredni rast.

Umanjenje i preraspodela rizika

Rizik je neizbežan u poslovnim odlukama. U uslovima neizvesnosti, u kojima niko ne zna šta će se dogoditi u budućnosti, rizik ne može da se eliminiše. Zbog toga se postavlja pitanje kako može da se umanji, kako da se preraspodeli i šta na tom planu može da učini finansijsko posredovanje. Ova dilema je veoma važna jer najveći broj onih koji štede imaju averziju prema riziku i trude se da svojim ponašanjem umanjuju rizik sa kojim se susreću. U uslovima u kojima nema finansijskog posredovanje, takvo njihovo sasvim racionalno ponašanje nikako ne doprinosu privrednom rastu. Najgore što, sa tog stanovišta, može da se dogodi jeste da se ušteđevina drži u „slamarici“ ili bilo kojoj modernoj verziji tog „finansijskog instrumenta“.

Postoje dve osnovne vrste rizika s kojima se suočavaju vlasnici štednje kada žele da je plasiraju. Jednu vrstu čini rizik samog poslovnog projekta, što znači rizik da se izgubi plasirana štednja (glavnica) i da prinosi na tu glavnicu budu ispod očekivanih. Poslovni poduhvati razlikuju se po stepenu rizika. Neke od poslovnih projekata, onih koji su inovativni, koji obezbeđuju visoku efikasnost upotrebe u

[36] Više o tome videti u: Aghion *et al*. (1999).

[37] I u ovom slučaju očigledno je da je reč o svojevrsnoj ekonomiji obima. Umesto da svaki pojedinačni štediša banke nadgleda poslovanje korporacije kojoj je pozajmio novac, taj posao za sve njih „odrađuje“ banka, čime se prevazilaze veće nedeljivosti u ovom pogledu.

njima angažovanih proizvodnih faktora, karakterišu (nominalni) visoki prinosi, ali i visok stepen rizika – mogućnost ne samo da do visokih prinosa ne dođe nego i da se izgubiti štednja koja je u taj poslovni poduhvat plasirana. Neke druge poslovne poduhvate karakteriše nizak rizik – veoma je mala verovatnoća da neće doći do očekivanih prinosa i da će štednja koja je u takve projekte plasirana biti izgubljena, ali posredi su poduhvati koji nisu inovativni i koji ne obezbeđuju visoku efikasnost upotrebe u njima angažovanih proizvodnih faktora.

Ukoliko ne bi bilo finansijskog posredovanja, vlasnici (koji u velikoj većini imaju snažnu averziju prema riziku) svoju štednju plasirali bi isključivo u niskorizične poslovne poduhvate, što znači da visokorizični poslovni poduhvati uopšte ne bi bili realizovani. Sa stanovišta privrednog rasta – to bi bilo pogubno. Upravo su visokorizični, inovativni poslovni poduhvati ključni za privredni rast – jedino se njihovom realizacijom može ostvariti dinamičan privredni rast (tj. njegova visoka stopa), a bez finansijskog posredovanja ne bi moglo da dođe do njihove realizacije.

Naime, reč je o tome da finansijskim posredovanjem dolazi do diverzifikacije rizika. Institucije koje se bave finansijskim posredovanjem raspolažu velikom količinom prikupljene štednje i stoga mogu da ta sredstva plasiraju u dovoljno veliki broj poslovnih poduhvata, različitih sa stanovišta rizika. Iako se ovim ne menja pojedinačni rizik svakog od onih poslovnih projekata koji se finansira, on se ovakvom diverzifikacijom uprosečava (finansijskim jezikom rečeno – umanjuje se nesistematski rizik), pa postaje prihvatljiviji za pojedinačnog vlasnika štednje. Shodno tome, iako pojedinačni štediša ne želi da direktno finansira visokorizične projekte, spreman je da svoju štednju prepusti dobro diverzifikovanim finansijskim posrednicima, koji potom finansiraju realizaciju i, između ostalih, visokorizičnih poslovnih poduhvata. Otuda je finansijsko posredovanje ključno sa stanovišta finansiranja inovativnih, visokorizičnih projekata, pogotovo imajući u vidu da su veoma često ovakvi poduhvati vezani za snažne nedeljivosti, što znači da je potrebno prikupiti veliki iznos kapitala za finansiranje samo jednog takvog visokorizičnog projekta.[38]

Ne samo da finansijsko posredovanje omogućava realizaciju inovativnih projekata već utiče i na njihov broj. Naime, ukoliko se inovativni, visokorizični poslovni poduhvati uopšte ne finansiraju, ne postoji nikakav podsticaj preduzetnicima da ih čak i osmišljavaju, a kamoli da se u njih upuštaju. Jačanjem finansijskog posredovanja i uvećavanjem mogućnosti da se inovativni, po pravilu visokorizični poslovni poduhvati realizuju, raste broj takvih poduhvata koji se osmišljavaju – povećava se njihova ponuda, a time se uvećava ukupna faktorska produktivnost, pa

[38] Svi navedeni nalazi zasnovani su na rezultatima formalnog modela u kome postoje dve vrste projekata. Jedni su visokorizični uz znatne nedeljivosti, a drugi su niskorizični. Uz to, pojedinci koji donose odluke imaju averziju prema riziku, a kapital je ograničeni proizvodni faktor. Više o navedenom modelu videti u: Acemoglu i Zillibotti (1997).

stoga i dolazi do ubrzanja privrednog rasta. Dakle, ne samo da finansijsko posredovanje uvećava procenat inovativnih poslovnih poduhvata koji se realizuju nego uvećava i broj poslovnih poduhvata te vrste, kako u apsolutnom, tako i u relativnom iznosu, u odnosu na ukupan broj poslovnih poduhvata u posmatranoj privredi.[39]

Finansijsko posredovanje omogućava prikupljanje velikih iznosa štednje i zajedničko istovremeno finansiranje velikog broja različitih poslovnih poduhvata. To znači da se stvara zajednica rizika kojom se umanjuje rizik koji snosi finansijski posrednik, pa time i oni koji njemu prepuštaju plasman sopstvene štednje. Reč je o sledećem: rizik se definiše kao varijabilitet ishoda, u ovom slučaju prinosa poslovnih poduhvata. Uvećavanjem broja poslovnih poduhvata koji se istovremeno finansiraju, delovanjem zakona o velikim brojevima, umanjuje se relativna verovatnoća ekstremnih ishoda, pa se time i umanjuje rizik koji snose oni koji finansiraju te poduhvate. Čak i u slučaju u kome se uvećava broj istovetnih poslovnih poduhvata koje finansira jedan finansijski posrednik, iako se uvećavanjem broja tih poduhvata uopšte ne menja očekivana vrednost njihovih prinosa (budući da su istovetni), sa svakim dodatnim poduhvatom koji se finansira umanjuje se ukupan rizik plasmana finansijskog posrednika. A što je manji rizik koji snosi finansijski posrednik, manji je *ceteris paribus* i rizik koji snose oni koji mu poveravaju svoju štednju.

Druga vrsta rizika koja postoji u slučaju plasiranja štednje jeste tzv. rizik likvidnosti. Reč je o sledećem: direktnim plasmanom štednje u određeni poslovni poduhvat, ta štednja na određeno vreme neminovno postaje zarobljena, i to zbog različitih tehnoloških razloga koji određuju brzinu obrta kapitala, kao i brzinu amortizovanja stalne imovine (osnovnih sredstava). Ukoliko tokom tog perioda dođe do nečega što ekonomisti nazivaju šokom, a to se svodi na potrebu da se gotovinom pokriju određeni nepredviđeni izdaci, onda štednja koja je plasirana ne može da se pretvori u gotovinu, budući da ima nizak stepen likvidnosti. Ovim postaje jasno da vlasnici štednje osećaju veliku averziju prema riziku likvidnosti, naročito imajući u vidu da je jedan motiv za štednju tzv. štednja iz predostrožnosti, upravo zbog mogućnosti da dođe do šokova i iznenadnih jednokratnih uvećanja izdataka, bez obzira na to koji su izdaci u pitanju i koje je njihovo poreklo.

Nasuprot tome, poslovni poduhvati mogu se podeliti na one koji imaju nizak stepen likvidnosti angažovanog kapitala, i to su, po pravilu i u velikoj meri, poduhvati koje odlikuju visoki prinosi, dakle efikasni projekti, i one koji imaju visok stepen likvidnosti angažovanog kapitala, i to su, po pravilu, projekti koje odlikuju niski prinosi, što znači da se njihovom realizacijom relativno umanjuje efikasnost privrede u celini i usporava privredni rast. Ukoliko ne bi bilo finansijskog posre-

[39] Na ovaj način se, u stvari, pospešuje tehnološki progres, budući da nije reč o tome koje nove tehnologije postoje nego da li su primenjene u proizvodnom procesu. Više o formalnom modelu na kome se zasnivaju nalazi o povećanju ponude inovativnih poslovnih poduhvata, pa time i ubrzavanju tehnološkog progresa, videti u: King i Levine (1993).

dovanja, uočena averzija vlasnika štednje prema riziku likvidnosti značila bi da bi bili finansirani samo veoma likvidni poslovni poduhvati sa brzim obrtom kapitala, odnosno kratkim vremenom povraćaja investicije. A to, očigledno, ne bi bilo dobro sa stanovišta privrednog rasta.

Finansijsko posredovanje umanjuje rizik likvidnosti s kojim se suočavaju vlasnici štednje, odnosno kapitala. Kao i u prethodnom slučaju, posredi je diverzifikacija rizika. Banka, na primer, plasira kapital i u jedne (niskolikvidne) i u druge (visokolikvidne) poslovne poduhvate, pa je stoga rizik likvidnosti s kojim se ona suočava prosek pojedinačnih rizika i stoga je prihvatljiviji za deponente. Štaviše, savremeno bankarstvo u potpunosti razdvaja rizik likvidnosti svojih plasmana i rizik likvidnosti koji snose deponenti. Rizik likvidnosti za deponente postoji u slučaju oročenih depozita, a njega banka kompenzuje, odnosno bar pokušava da kompenzuje plaćanjem odgovarajuće premije na rizik u vidu više pasivne kamatne stope u odnosu na depozite po viđenju. Konačno, rizik likvidnosti finansijsko posredovanje ublažava mogućnošću da vlasnici (zarobljene) štednje dobiju kredit od banke kojim pokrivaju iznenadne troškove (šokove), a obaveze na osnovu tog kredita servisiraju u relativno dugom periodu, u zavisnosti od ročnosti kredita.

Najveći doprinos umanjivanju rizika likvidnosti dali su određeni instrumenti finansijskog posredovanja, poput obveznica i akcija. Reč je o sledećem: kupovinom obveznica ili akcija, kupac svoju štednju čini nelikvidnom u toku određenog perioda (ročnosti obveznice kao dužničke hartije od vrednosti) ili trajno (akcije kao vlasničke hartije od vrednosti). Ipak, i jedne i druge hartije od vrednosti mogu da se prodaju i kupuju na sekundarnom tržištu. Prodajom hartija od vrednosti njihov vlasnik obezbeđuje gotovinu, što znači da i dužničke i vlasničke hartije od vrednosti mogu da budu veoma likvidne. Koliki je stepen njihove likvidnosti zavisi od toga koliko dobro funkcioniše sekundarno tržište hartija od vrednosti, naročito koliko je „duboko". Ovakva tržišta pružaju svojevrsno osiguranje od rizika likvidnosti, što dovodi do plasiranja štednje u hartije od vrednosti i finansiranje svih poslovnih poduhvata, nezavisno od toga koliko je takva investicija likvidna.[40] To omogućava da se finansiraju i investicije niske likvidnosti koje su ključne za inovacije, porast ukupne faktorske produktivnosti i ubrzanje privrednog rasta.[41]

[40] Formalni model pokazuje da je upravo želja za osiguranjem od rizika likvidnosti u uslovima u kojima ex ante nije poznato koga je od pojedinaca sa plasiranom štednjom zadesio šok, tj. iznenadni jednokratni izdaci, dovela do stvaranja sekundarnog tržišta hartija od vrednosti, onog na kome se za gotovinu mogu razmenjivati ranije emitovane hartije od vrednosti. Više o tome videti u: Diamond i Dybvig (1983).

[41] Pokazalo se da su proizvodi koji su se pojavili u prvoj deceniji prve industrijske revolucije u Velikoj Britaniji već odavno bili poznati – izumi na osnovu kojih su oni nastali pronađeni su znatno pre same industrijske revolucije. Međutim, tek je inovacija u pogledu finansijskog posredovanja, a to je dobro razvijeno sekundarno tržište hartija od vrednosti, omogućila da nova tehnološka rešenja budu primenjena, što je i dovelo do tehnoloških inovacija, i to takvih da ih danas poznajemo kao industrijska revolucija. Više o tome videti u: Hicks (1969).

Dakle, dobro razvijena sekundarna tržišta hartija od vrednosti od ključnog su značaja za obezbeđenje vlasnika štednje, odnosno kapitala, od rizika nelikvidnosti, pa time i za finansiranje poslovnih poduhvata koji svojom specifičnom tehnologijom, a naročito inovacijama, uslovljavaju niski stepen likvidnosti sredstava plasiranih u njih.

Konačno, treba napomenuti da vlasnici štednje, odnosno kapitala, nisu jedini koji se suočavaju sa rizikom nelikvidnosti. To isto se odnosi i na preduzeća – ona unutar kojih se realizuju ti poduhvati. Bez obzira na planiranje izdataka, uvek su mogući šokovi različitih vrsta, kojima se jednokratno uvećavaju izdaci. Finansijsko posredovanje kojima se preduzećima obezbeđuju obrtna sredstva potrebna za finansiranje (naraslih) izdataka donosi poboljšanje na planu upravljanja sredstvima i optimizacije likvidnosti unutar privrednog društva.

Pospešivanje razmene

Još je osnivač ekonomske nauke Adam Smit (Smith) ukazao na to da društvena podela rada omogućava specijalizaciju, što dovodi do povećanja ukupne faktorske produktivnosti, pa time i privrednog rasta zasnovanog na porastu efikasnosti. Umesto da svi proizvode sve, privredna društva specijalizuju se za proizvodnju malog broja (srodnih) proizvoda i na taj način, specijalizacijom, omogućavaju povećanje ukupne faktorske produktivnosti i ubrzanje privrednog rasta. Štaviše, specijalizacija – usredsređenost na proizvodnju malog broja proizvoda – podstiče i inovacije.

Međutim, specijalizacija neminovno dovodi do uvećane razmene između privrednih subjekata, što znači i do povećanog broja transakcija na tržištu. Time se uvećavaju i transakcioni troškovi koji utiču na nivo razmene – što su viši transakcioni troškovi, niži je nivo razmene, pa je stoga i niži nivo specijalizacije, što prati i umanjenje ukupne faktorske produktivnosti. Jedna vrsta transakcionih troškova proizlazi iz nedeljivosti koje se veoma često javljaju pri razmeni – postoje određeni fiksni troškovi transakcije nezavisno od toga kolika je vrednost same transakcije. Brojna su ograničenja u pogledu pokrivanja tih troškova. Iako je razmena, koja podrazumeva njihovo pokrivanje ekonomski racionalna, tj. poželjna sa stanovišta učesnika u njoj, oni se često suočavaju sa ograničenjima u pogledu likvidnosti (dobar deo transakcionih troškova jesu izdaci), što može da ugrozi samu transakciju, pa time i razmenu. Finansijsko posredovanje olakšava prevazilaženje takvog ograničenja u pogledu likvidnosti (gotovinskog ograničenja), proširuje obim razmene i time stvara osnovu za produbljivanje specijalizacije sa svim pozitivnim efektima takvog produbljivanja na privredni rast. Postoje različiti instrumenti ovakvog finansijskog posredovanja, ali su ipak najčešće u pitanju trgovinski krediti kojima se uklanja navedeno gotovinsko ograničenje.

Proširenje razmene i efektivno uvećanje tržišta, do kojeg dolazi usled finansijskog posredovanja, dovode do još više pozitivnih efekata u pogledu uvećanja efikasnosti, pa time i ukupne faktorske produktivnosti. Prvo, uvećanje tržišta na kome se plasiraju sopstveni proizvodi, kako navodi nobelovac Džordž (George) Stigler, svakom proizvođaču omogućava da realizuje ekonomiju obima, što znači da se obaraju troškovi po jedinici proizvoda, a to znači da se uvećava proizvodna efikasnost, što dovodi do rasta ukupne faktorske produktivnosti i pospešivanja privrednog rasta. Drugo, povećanje intenziteta razmene na tržištu, do koga dovodi finansijsko posredovanje, neminovno pojačava konkurentski pritisak kome su izloženi svi učesnici na tržištu. A taj pritisak stvara podsticaj svim učesnicima na tržištu da minimizuju sopstvene troškove za dati obim proizvodnje, odnosno da minimizuju prosečne troškove jer se jedino na taj način u uslovima zaoštrene konkurencije može maksimizovati profit.[42]

Budući da su ovim sagledani osnovni mehanizmi kojima finansijsko posredovanje utiče na privredni rast, potrebno je razmotriti osnovna pitanja vezana za karakter finansijskog sistema, pre svega na uporednu analizu pogodnosti i slabosti finansijskog sistema zasnovanog na bankarskim ili nebankarskim institucijama.

Uporedna analiza: bankarski ili nebankarski finansijski sistem

Navedena dilema, zasnovana na institucijama, može da se formuliše na različite načine. Na primer: Da li je reč o plasmanu pozajmljenog ili sopstvenog kapitala? Takođe: Da li su posredi fiksni ili varijabilni prinosi plasiranog kapitala? Sa stanovišta preduzetnika koji preduzimaju poslovne poduhvate, odnosno sa stanovišta preduzeća koja se finansiraju, dilema je da li ona pozajmljuju kapital uz unapred preuzete obaveze vraćanja glavnice i plaćanja kamate ili primaju sopstveni kapital uz obaveze plaćanja dividendi koje su proporcionalne poslovnim rezultatima privrednog društva.

U zavisnosti od toga kako se finansiraju poslovni poduhvati, odnosno kako su preduzeća prikupila kapital za njihovo finansiranje, formira se i struktura kapitala (strana pasive u bilansu stanja) pojedinačnog preduzeća. Što je veći deo kapitala prikupljen pozajmljivanjem, veći je finansijski leveridž posmatranog preduzeća – laičkim rečnikom, veća je njegova zaduženost. Da li veća zaduženost pojedinačnog privrednog društva ima efekte na njegovo poslovanje i na njegovu vrednost? Nema, bar u uslovima savršenog finansijskog tržišta. To je osnovni nalaz Miler–Modiljani-

[42] Savremena industrijska organizacija, kao disciplina ekonomske nauke, troškove deli na egzogene, one na koje proizvođač ne može da utiče, i endogene. Pojačan konkurentski pritisak stvara podsticaje proizvođaču da umanji endogene troškove. Budući da njihovo umanjivanje zahteva određeni napor, to znači da ono generiše specifične troškove. Umanjivanje endogenih troškova odvijaće se sve dok je granična korist od tog umanjivanja veća od graničnih troškova tog umanjivanja. Više o tome videti u: Tirole (1998).

jeve teorije, u kojoj se tvrdi da u uslovima savršenog finansijskog tržišta ne postoji nikakva razlika u vrednosti preduzeća u zavisnosti od stepena njegove zaduženosti. Dakle, preduzeća se u takvim uslovima ponašaju na isti način nezavisno od stepena zaduženosti, tj. od strukture svog kapitala.

Međutim, u stvarnosti ne postoji savršeno finansijsko tržište, tako da se postavlja pitanje: Da li je sa stanovišta privrednog rasta bolje finansirati putem pozajmljivanja kapitala ili putem investiranja u sopstveni kapital privrednog društva. Odgovor na ovo pitanje potrebno je razmotriti u svetlu ranije izloženih mehanizama kojima se uspostavlja uzročno-posledična veza između finansijskog posredovanja i privrednog rasta.

Prva razlika leži u mogućnosti *ex post* kontrole poslovnog poduhvata, odnosno privrednog društva koje je finansirano. Već je ukazano na to da agencijski problem koji se javlja u slučaju disperzovane strukture vlasništva onemogućava dobru kontrolu uprave preduzeća, odnosno nadzora nad njegovim poslovanjem. A ukazano je i na probleme do kojih dolazi sa ukrupnjavanjem vlasništva. Takođe, ukazano je i na to da velika zaduženost privrednog društva i njegova obaveza vraćanja glavnice i plaćanja kamate stvaraju snažne podsticaje njegovoj upravi za efikasno poslovanje i stvaranje dovoljno velikog viška gotovine koji omogućava uredno servisiranje obaveza prema poveriocu.

Ipak, relativne pogodnosti jednog ili drugog načina *ex post* kontrole i podsticanja efikasnosti zavise od razvijenosti tržišta sopstvenog kapitala, pre svega berze, i njegove dubine. Što je razvijenije to tržište, što je veći promet akcija na njemu i što je veća njegova kapitalizacija u odnosu na BDP, snažnije deluju već uočeni mehanizmi *ex post* kontrole, poput mogućnosti neprijateljskog preuzimanja i reputacije menadžera na tržištu ove vrste radne snage koje je vezano za tržište kapitala. Ukratko, dobro razvijeno i duboko tržište kapitala omogućava dobru *ex post* kontrolu poslovnih poduhvata i njihove efikasnosti. Nasuprot tome, delotvornost bankarske *ex post* kontrole ne zavisi mnogo od razvijenosti tržišta pozajmljenog kapitala – pritisak za uredno servisiranje duga ne zavisi od toga. Stoga se može reći da u tom smislu ovaj pritisak uvek deluje.[43] To znači da u slučaju nerazvijenog tržišta kapitala banke imaju prednost u pogledu *ex post* kontrole u odnosu na tržište sopstvenog kapitala. Međutim, razvoj tržišta sopstvenog kapitala označava da raste njegova relativna prednost u ovom pogledu, pa banke gube prednost koju su imale.

Druga bitna razlika leži u sposobnosti preuzimanja rizika i finansiranja visokorizičnih poduhvata. Budući da banke diverzifikacijom svojih plasmana uma-

[43] Ovim se ne spori mogućnost da pritisak ex post kontrole varira od jednog do drugog dužnika. Na primer, može se očekivati da u slučaju dugogodišnjeg dužnika banke, onoga koji je uvek redovno izvršavao svoje kreditne obaveze, ex post kontrola bude nešto slabija. Iz drugog ugla posmatrano, za takvu, slabiju ex post kontrolu u pregovorima oko uslova kreditnog ugovora može se izboriti onaj (potencijalni) dužnik koga banka želi da ima za svog klijenta. Naime, u želji da sklopi kreditni ugovor sa takvim dužnikom, banka je spremna na ustupke u pogledu ex post kontrole.

njuju prosečan rizik koji snose, to im omogućava da, pored niskorizičnih, finansiraju i visokorizične poslovne poduhvate. Ipak, pojedini poslovni poduhvati, naročito oni koji su veoma inovativni i čija realizacija pretpostavlja formiranje potpuno novog privrednog društva, često prevazilaze rizik koji su banke spremne da prihvate. Apetit banaka za ovako rizične poduhvate, bez obzira na to koliko su visoki njihovi očekivani prinosi, jednostavno je isuviše mali da bi se odlučile da pozajme kapital.[44] Nasuprot tome, postoje pojedinačni investitori, vlasnici štednje, koji su spremni da prihvate kombinaciju visokih očekivanih prinosa i visokog rizika, bar za deo svojih plasmana. Oni mogu da plasiraju svoj kapital kao sopstveni kapital ovih poslovnih poduhvata, bilo direktno, kupovinom akcija na njihovom primarnom tržištu, bilo indirektno putem kupovine investicionih jedinica u investicionim fondovima koji potom kupuju akcije ovakvih preduzeća u nastanku, naročito onih investicionih fondova koji su specijalizovani za ulaganja u visokorizične poslovne poduhvate.

Na osnovu svega navedenog, čini se da nije pravo pitanje da li je bolja jedna (zasnovana na bankama) ili druga (ona koja to nije) vrsta finansijskog sistema. Ove dve vrste finansijskog sistema se, očigledno, dopunjuju, treba da simultano postoje, a kolika će biti relativna snaga jednog ili drugog zavisi od velikog broja faktora koji veoma često nisu pod kontrolom vlasti i onih koji bi želeli da upravljaju procesom finansijskog razvoja.

Teorijska kontroverza: finansijsko posredovanje i usporavanje privrednog rasta

Svi dosad obrazloženi mehanizmi vode ka teorijskom zaključku da finansijsko posredovanje pospešuje privredni rast, odnosno da se može očekivati da će povećanje nivoa finansijskog posredovanja dovesti do uvećanja stope privrednog rasta. Međutim, u literaturi skorijeg datuma pominju se mogućnosti da, pri određenim uslovima, povećanje nivoa finansijskog posredovanja dovede do usporavanja privrednog rasta. Posredi su uslovi u kojima je finansijski sistem veoma dobro razvijen, što znači da je relativna veličina finansijskog sektora (u odnosu na realni sektor) velika. Uočava se, u takvim uslovima, nekoliko mehanizama kojima se možda može objasniti navedeni paradoksalni rezultat.

Prvi mehanizam odnosi se na finansijsku nestabilnost, odnosno fluktuacije kojima je (neminovno) izložen finansijski sektor. Reč je o sledećem: finansijski sektor je inherentno nestabilniji od realnog sektora. Zbog toga je privreda u kojoj je relativno mali udeo finansijskog sektora u svim privrednim aktivnostima relativno stabilna. To je posledica činjenice da su neizvesnost i pripadajući rizik u finansij-

[44] Iz drugog ugla posmatrano, može se reći da toliko visoke kamatne stope koje bi bile odgovarajuća premija na rizik (koje bi kompenzovale averziju banke prema riziku) jednostavno ne mogu da se naplate.

skom sektoru daleko viši nego u realnom, što znači da je veći stepen nesavršenosti informacija, pa su češće greške onih koji donose poslovne odluke.[45] Stoga, sa povećanjem učešća finansijskog sektora, dolazio do uvećanja njegovog značaja i sa stanovišta nestabilnosti celokupne privrede. To znači da se javljaju dva efekta sa suprotnim smerom dejstva. S jedne strane, pomoću već izloženih mehanizama, povećanje nivoa finansijskog posredovanja dovodi do uvećanja stope privrednog rasta. S druge strane, međutim, povećanje nivoa finansijskog posredovanja dovodi do relativnog porasta finansijskog sektora, što uvećava nestabilnost privrede u celini, a to ima negativne efekte na privredni rast i obara njegovu stopu. Posle određenog nivoa relativne (u odnosu na realni sektor) razvijenosti finansijskog sektora, počinje da dominira drugi efekat, tako njegovo dalje povećanje, odnosno podizanje nivoa finansijskog posredovanja dovodi do usporavanja privrednog rasta.[46] Posledice delovanja ovakvog mehanizma jesu takve da se identifikuju svojevrsni opadajući prinosi finansijskog posredovanja, a oni, ukoliko je u pitanju samo ovaj mehanizam, deluju od najnižeg nivoa tog posredovanja. Naravno, otvoreno je pitanje: Koji je to nivo razvijenosti pri kome se javlja negativan granični „proizvod" finansijskog posredovanja? Može se očekivati da je, ukoliko uopšte i postoji u stvarnosti, taj nivo prilično visok.

Drugi mehanizam koji može da dovede do opadajućeg, pa čak i negativnog graničnog proizvoda intenziteta finansijskog posredovanja takođe je zasnovan na odnosu veličine realnog i finansijskog sektora. Ukoliko rast finansijskog sektora ne prati odgovarajući rast realnog, onaj koji ne bi doveo do promene relativne veličine jednog, odnosno drugog sektora, tada dolazi do realokacije proizvodnih faktora, od kojih je najznačajnija radna snaga, od realnog sektora ka finansijskom. Ovakva realokacija radne snage, budući da se realni sektor suočava sa njenom nestašicom, pogotovu one sa najvišim nivoom ljudskog kapitala, dovodi do usporavanja privrednog rasta.[47] Međutim, potrebni uslovi da prethodni iskaz bude tačan jesu da ukupna faktorska produktivnost realnog sektora bude viša nego finansijskog i da zakon o opadajućim prinosima u realnom sektoru deluje slabije nego u finansijskom. Bez simultane ispunjenosti oba navedena uslova prethodni iskaz nije tačan. Samo po sebi, sa stanovišta usporavanja privrednog rasta, nije bitno to što dolazi do realokacije proizvodnih faktora iz jedne delatnosti u drugu sve dok ne dolazi do realokacije u onu delatnost koja ima nižu ukupnu faktorsku produktivnost. Stoga sve dok se ne pokaže da finansijske usluge imaju nižu faktorsku produktivnost,

[45] Značaj ovog argumenta naročito je povećan posle najnovije globalne finansijske krize. Videti: Aizeman *et al*. (2015).

[46] Više o ovom mehanizmu videti u: Kaminsky i Reinhart (1999). Alternativno, teorijski se može pretpostaviti da pozitivan efekat finansijskog posredovanja na privredni rast u ovakvim situacijama deluje na dugi rok, dok negativan deluje na kratak. Više o ovom modelu dejstva unapređenja finansijskog posredovanja na privredni rast videti u: Loayza i Ranciere (2006).

[47] Videti: Bolton, Santos i Scheikman (2011).

kako pre, tako i posle realokacije proizvodnih faktora, nema ni opasnosti za ovakvo usporavanje privrednog rasta na koje se ukazuje u ekonomskoj literaturi.

No, navedeni teorijski nalazi svakako su zanimljivi, budući da nam pomažu da bolje razumemo prirodu uzročno-posledične veze između finansijskog posredovanja i privrednog rasta. Štaviše, upravo ovakvi nalazi predstavljaju teorijsku osnovu za objašnjavanje nelinearnosti u pogledu navedene veze. Rezultati istraživanja nelinearnosti pomažu nam da bolje razumemo navedenu vezu, naročito njenu transformaciju sa promenom nivoa razvijenosti posmatrane privrede, kao i nivoa razvijenosti finansijskog sektora.

EMPIRIJSKI NALAZI O VEZI FINANSIJSKOG POSREDOVANJA I PRIVREDNOG RASTA

Pre nego što se razmotre najznačajniji rezultati empirijskih istraživanja veze finansijskog posredovanja i privrednog rasta, potrebno je da se ukaže na neke od osnovnih metodoloških problema ovakvog istraživanja.

Prvi problem te vrste jeste merenje jedne i druge veličine. Ne postoje veći problemi merenja privrednog rasta (osnovne zavisne promenljive u ovakvim istraživanjima), mada ponekad treba voditi računa o problemima merenja izvora privrednog rasta. Na primer, ponekad je potrebno meriti prirast fonda kapitala kako bi se došlo da zaključka o tome kako finansijsko posredovanje utiče na akumulaciju proizvodnih faktora. Dugogodišnja istraživanja izvora rasta ukazala su na nabolje načine merenja fonda kapitala u pojedinoj zemlji, najčešće putem kumuliranja investicija.

Daleko je interesantniji problem merenja finansijskog posredovanja, tj. njegovog intenziteta. Jedna mogućnost za to jeste merenje ukupne dubine finansijskog sektora, i to tako što se u odnos stavi vrednost ukupnih obaveza (pasive) celokupnog finansijskog sistema, uključujući i plasmane centralne banke (što znači i gotovinu koja čini novčanu masu), s jedne strane, i vrednost bruto domaćeg proizvoda, s druge. Očigledno da ovaj indikator nije najbolji pokazatelj finansijskog posredovanja, budući da je deo plasmana centralne banke novac namenjen obavljanju transakcija, a ne finansijskom posredovanju. Shodno tome, ovaj indikator precenjuje nivo finansijskog posredovanje, a stepen tog precenjivanja varira od jedne privrede do druge, a varira i u vremenu, što ovaj indikator čini nepouzdanim. Drugi indikator finansijskog posredovanja pokušava da reši navedeni problem, i to tako što u odnos stavlja iznos bankarskih kredita i ukupnih plasmana centralne banke, praktično monetarnu masu u posmatranoj privredi. Iako se ovde jasno razgraničava novac namenjen obavljanju transakcija i onaj koji se koristi u finansijskom posredovanju, jasno je da ovaj indikator ne predstavlja relativni nivo

finansijskog posredovanja, budući da se može iskazati isključivo u odnosu na nivo bruto domaćeg proizvoda. Drugi problem leži u tome što ovaj indikator predstavlja pokazatelj finansijskog posredovanja koje se zasniva na pozajmljivanju kapitala, i to samo onog koji pozajmljuju banke, a ne na celokupnom finansijskom posredovanju, onom koje uključuje i investiranje kapitala. Budući da se zemlje razlikuju po strukturi svojih finansijskih sistema, zanemarivanje finansijskog posredovanja koje se zasniva na investiranju kapitala može da dovede do grešaka u zaključivanju. Prvi problem može se rešiti tako što se koristi indikator koji predstavlja odnos plasiranih kredita privatnom sektoru i bruto domaćeg proizvoda. Ovim se rešava prvi od navedenih problema, ali ne i drugi, budući da je ovo indikator isključivo finansijskog posredovanja zasnovanog na pozajmljivanju kapitala, i to kapitala koji dužnicima pozajmljuju banke.[48] Mali pomak predstavlja proširivanje ovog indikatora, tako da su u njega uključen i kapital koji su dužnicima pozajmile nebankarske (nedepozitne) finansijske institucije.

Uključivanje finansijskog posredovanja koje se zasniva na investiranju kapitala u empirijsko istraživanje podrazumeva formulisanje indikatora kojim će se iskazati razvijenost berze. Najbolji pokazatelj ove vrste jeste odnos između ukupne vrednosti kapitalnih transakcija na berzi i ukupne vrednosti akcija svih korporacija kotiranih na berzi (kapitalizacija berze). Ovim indikatorom posredno se pokazuje koliko je razvijena berza, budući da njegovi visoki iznosi govore da se često trguje i da su transakcioni troškovi niski, što ukazuje na dobru razvijenost tržišta sopstvenog kapitala. Na primer, u slučaju SAD i Japana zabeležen je nivo ovog indikatora od skoro 0,5 (vrednost trgovine na berzi tokom godinu dana gotovo je jednaka polovini njene kapitalizovane vrednosti na kraju godine), dok je u slučaju nekih drugih zemalja u kojima tržište sopstvenog kapitala nije toliko dobro razvijeno (Bangladeš i Egipat, na primer) vrednost ovog indikatora svega 0,06 ili čak i manja.[49] Ovaj indikator razvijenosti finansijskog posredovanja daleko je primereniji nego alternativni, a to je odnos kapitalizovane vrednosti berze i bruto domaćeg proizvoda. Ovaj indikator, naime, ne govori ništa o tome koliko se lako alociraju resursi, već samo, praktično, koliki je deo kapitala kotiran na berzi.[50]

---

[48] o znači da nije obuhvaćeno finansijsko posredovanje zasnovano na pozajmljivanju kapitala putem obveznica ili nebankarskih kredita. Navedena tri indikatora su u svom istraživanju koristili King i Levine (1993).

[49] Videti: Levine i Zervos (1998).

[50] Primera radi, od zemalja koje imaju isti odnos fonda kapitala i bruto domaćeg proizvoda (nije ništa drugo do kapitalni koeficijent) ona zemlja u kojoj je veći deo fonda kapitala alociran u korporacije (otvorena akcionarska društva) u odnosu na društva sa ograničenom odgovornošću imaće viši navedeni indikator, ali to neće biti posledica boljeg, odnosno razvijenijeg finansijskog posredovanja u pogledu sopstvenog kapitala. Nadalje, u ovom slučaju treba uzeti u obzir da se između zemalja razlikuje produktivnost kapitala, pa se stoga i razlikuju njihovi kapitalni koeficijenti. Ukoliko bi bila ista efikasnost, razvijenije zemlje, one bogate kapitalom, usled delovanja zakona o opadajućim prinosima imale bi viši kapitalni koeficijent. Ukoliko se pretpostavi da je efikasnost pozitivno ko-

Indikatori razvijenosti finansijskog posredovanja u slučaju pozajmljivanja i investiranja kapitala ne mogu da se kombinuju i tako dobije jedan indikator razvijenosti finansijskog posredovanja. Zbog toga ih je potrebno uključiti u regresioni (ekonometrijski) model kao dve međusobno nezavisne (što one i jesu) objašnjavajuće promenljive. Upravo je to učinjeno u jednom od najznačajnijih empirijskih istraživanja.[51] Rezultati su pokazali da su ocene parametara i uz jednu i uz drugu objašnjavajuću promenljivu statistički značajne, što ukazuje da finansijsko posredovanje, bilo da je reč o pozajmljenom (krediti) ili o sopstvenom kapitalu, pospešuje privredni rast. Pri tome su korišćene tri različite zavisne promenljive: stopa privrednog rasta (rasta BDP-a), porast fonda kapitala *per capita* i rast ukupne faktorske produktivnosti.[52] Na osnovu iskazanih rezultata, očigledno je da dobro finansijsko posredovanje pospešuje privredni rast, i to delovanjem na oba njegova izvora: akumulaciju proizvodnih faktora (u ovom slučaju kapitala) i povećanje ukupne faktorske produktivnosti.

Međutim, čak i korišćenje oba ova pokazatelja, kao indikatora razvijenosti finansijskog posredovanja, nije obuhvatilo jedan bitan, u nekim zemljama veoma značajan instrument finansijskog posredovanja, a to su obveznice. Pregled po zemljama, na primer zemljama sa najrazvijenijim finansijskim sistemima, pokazuje da su plasmani kapitala u obveznice čak nešto malo veći od plasmana u akcije, tj. u vlasničke hartije od vrednosti.[53] Ipak, treba voditi računa da su u slučaju obveznica u pitanju državne obveznice, odnosno obveznice javnog sektora, kojima se pokrivaju deficiti u državnim budžetima ili budžetima lokalnih zajednica. Te vrste obveznica, iako su instrument finansijskog posredovanja, ipak nisu od velikog značaja za privredni rast. One imaju posredni uticaj na privredni rast u onoj meri u kojoj su rashodi budžeta kapitalni rashodi, namenjeni izgradnji infrastrukture kojom se uvećava ukupna faktorska produktivnost privrede. U tom smislu, bilo bi, po svemu

relirana sa nivoom razvijenosti, onda se može pretpostaviti da bogate zemlje imaju niži kapitalni koeficijent. Očigledno je da isuviše mnogo neizvesnosti prati ovaj indikator, tako da njega ne treba računati kao dobar indikator razvijenosti finansijskog posredovanja u slučaju sopstvenog kapitala.

[51] Videti: Levine i Zervos (1998).

[52] Dobro definisani regresioni modeli privrednog rasta pretpostavljaju specifikaciju kojom se kao objašnjavajuće promenljive iskazuju sve one promenljive koje utiču na privredni rast, ali nisu povezane sa finansijskim sektorom. U navedenom radu kao ostale objašnjavajuće promenljive korišćeni su nivo BDP-a per capita (nivo razvijenosti), obuhvaćenost populacije srednjim obrazovanjem (nivo ljudskog kapitala), odnos javne potrošnje u odnosu na BDP (veličina javnog sektora), stopa inflacije i premija na crnom tržištu deviza (kvalitet ekonomskih politika) i frekvencija revolucija i državnih udara (kvalitet političkih institucija). Više o ekonometrijskim modelima privrednog rasta videti u: Barro (1991) i Mankiw *et al.* (1992).

[53] Reč je o grupi zemalja koje čine zemlje EU-15, zajedno sa SAD, Japanom, Švajcarskom i Norveškom. U tim zemljama obveznice čine 30,4% ukupnih plasmana, dok akcije čine 29,8% ukupnih plasmana. Više o tome videti u: Fink *et al.* (2003).

sudeći, najbolje koristiti podatke o obveznicama korporativnog sektora, budući da je posredi finansijsko posredovanje koje je relevantno za privredni rast.[54]

Nadalje, postavlja se pitanje kojim indikatorom meriti intenzitet finansijskog posredovanja putem obveznica, imajući u vidu da se ukupna kapitalizacija tržišta akcija (vlasničkih hartija od vrednosti) nije pokazala kao dobar indikator intenziteta finansijskog posredovanja ove vrste. U slučaju obveznica, tj. u slučaju empirijskih istraživanja efekata njihovog finansijskog posredovanja, ipak se ta kapitalizacija koristi kao pokazatelj. Veći problem leži u tome što su obveznice kao instrumenti finansijskog posredovanja, naročito korporativne, ipak ograničene na relativno mali broj zemalja, a reč je o zemljama na relativno viskom nivou razvijenosti, kako privrede, tako i finansijskog sistema. Među njima ne postoje veoma velike razlike u dinamici privrednog rasta. Njihove privrede se, ipak, nalaze u stabilnom stanju ili blizu njega, tako da nema velikih razlika u stopama privrednog rasta.

Konačno, zabeleženi su i pokušaji da se posredno meri nivo razvijenosti finansijskog sistema, tj. intenziteta i kvaliteta finansijskog posredovanja. Jedan takav pokušaj zasniva se na indikatoru kojim se meri odnos između banaka u državnom/javnom vlasništvu i celokupnog bankarskog sektora, i to poređenjem njihove aktive.[55] Ideja za korišćenje ovakvog indikatora zasniva se na pretpostavci da na niskom nivou razvijenosti finansijskog sistema postoje samo državne banke, a da rast privatnih banaka i njihovih plasmana sam po sebi podrazumeva povećanje stepena razvijenosti finansijskog sistema i, stoga, finansijskog posredovanja. Shodno navedenom, što je niži odnos između plasmana (aktive) banaka u državnom vlasništvu i ukupnog plasmana bankarskog sistema, viši je nivo finansijskog posredovanja.

Sledeći bitan metodološki problem leži u mogućnosti postojanja dvosmerne uzročno-posledične veze. Već je na početku ukazano na to da postoje teorijske osnove da se zaključi da, s jedne strane, povećanje nivoa finansijskog posredovanja utiče na pospešivanje privrednog rasta, tj. ubrzava ga, a da, s druge, ubrzavanje privrednog rasta, što rezultuje u povećanju nivo raspoloživog dohotka *per capita*, pospešuje finansijsko posredovanje, budući da uvećava tražnju za njim. Sama po sebi ovakva dvosmerna uzročno-posledična veza nije nikakav problem. Ona, međutim, postaje problem pri ekonometrijskom istraživanju, budući da je potrebno na odgovarajući način kontrolisati dejstvo povratne veze. Bez te kontrole, ne znamo da li

[54] Alternativni pristup, koji je jednostavniji, predviđa upotrebu i jednih (korporativnih) i drugih (javnog sektora) vrsta obveznica, budući da se njima finansiraju „bruto investicije privatnog i javnog sektora" (Fink *et al.*, 2003). Problem, međutim, leži u tome što se obveznicama javnog sektora veoma često ne finansiraju konkretni investicioni poduhvati, već generalni deficit budžeta, koji podrazumeva raznolike oblike javne potrošnje. Na primer, onaj deo budžetskih rashoda kojima se finansiraju transferi (različite vrste preraspodele dohotka) nemaju nikakve neposredne ili posredne efekte na privredni rast, bar ne pozitivne, budući da se može tvrditi da povećana preraspodela dohotka može da dovede do umanjenja broja ljudi koji aktivno traže posao, pa time ceteris paribus i do umanjenja fonda angažovane radne snage.

[55] Videti: La Porta *et al.* (2002).

su dobijene ocene nepristrasne i efikasne, što znači da ne znamo da li su dobijeni rezultati zaista statistički značajni, pa time i da li su relevantni. Nadalje, ne dobija se nikakva informacija o relativnoj snazi svakog od uočenih smerova uzročno-posledične veze. To je ozbiljan nedostatak, budući da je privredni život takav da u stvarnosti u mnogim situacijama postoji dvosmerna uzročno-posledična veza. Sama spoznaja o takvom karakteru veze nije dovoljna – potrebno je doći do informacije o tome koji je smer dejstva jači, tj. koji smer dejstva ima odlučujuće dejstvo.[56]

Prvi problem rešava se uvođenjem tzv. instrumentalne promenljive. To je promenljiva koja je snažno korelisana sa objašnjavajućom promenljivom, ali istovremeno nije korelisana sa slučajnom greškom ekonometrijskog modela, što praktično znači da nije korelisana sa zavisnom promenljivom. Drugim rečima, dobra instrumentalna promenljiva utiče na zavisnu promenljivu isključivo preko ranije identifikovane objašnjavajuće promenljive.[57] Jedna mogućnost je da se kao instrumentalna promenljiva za razvijenost finansijskog sistema, odnosno intenziteta finansijskog posredovanja koristi pravno poreklo.[58] Reč je o sledećem: empirijski se pokazalo da zemlje čiji je pravni sistem engleskog porekla, odnosno zasnovan na običajnom pravu, karakteriše bolja zaštita privatnih svojinskih prava, kao i zaštita ugovornih prava, što znači da je manja verovatnoća da će privatna svojinska prava biti narušena, kao i da je veća verovatnoća da će sve ugovorne strane u potpunosti ispunjavati svoje obaveze. Takav pravni sistem pogoduje razvoju finansijskog sistema, odnosno napredovanju finansijskog posredovanja, budući da se upravo finansijsko posredovanje zasniva na privatnim svojinskim pravima i, naročito, ugovorima kojima se definišu obaveze svih ugovornih strana.

Ova vrsta korelacije, kao potreban uslov za izbor dobre instrumentalne promenljive, svakako da je teorijski zasnovana. Problem je, međutim, u tome što dobra zaštita privatnih svojinskih prava i obezbeđivanje izvršenja ugovornih obaveza deluju na privredni rast i nezavisno od finansijskog posredovanja. Na primer, čak i ukoliko ne dođe do poboljšanja finansijskog posredovanja, poboljšanje na planu zaštite privatnih svojinskih prava neminovno dovodi do povećanja stope prinosa, što znači da jača podsticaje za investiranje, pa time pospešuje privredni rast za-

[56] Ipak, stiče se utisak da se precenjuje značaj fenomena dvosmerne uzročno-posledične veze i da se njemu pridaje isuviše pažnje. Takođe, imajući u vidu teorijska obrazloženja mehanizama uzročno-posledične veze, mala je verovatnoća da između finansijskog posredovanja i privrednog rasta postoji samo lažna korelacija, odnosno da su one dve promenljive simultano korelisane sa nekom trećom promenljivom koja nije obuhvaćena specifikacijom regresionog modela.

[57] Korišćenje instrumentalne promenljive podrazumeva primenu metoda dvostepenih najmanjih kvadrata. U prvom stepenu analize, instrumentalna promenljiva koristi se kao objašnjavajuća promenljiva, a zavisna promenljiva jeste originalna objašnjavajuća promenljiva. U drugom stepenu formira se regresioni model u kome je zavisna promenljiva izvorna zavisna promenljiva (u našem slučaju stopa privrednog rasta) objašnjava finansijskim posredovanjem, ali ne na izvornim podacima, već na podacima koji su dobijeni regresionom analizom u prvom stepenu.

[58] Više o tome videti u: La Porta *et al.* (1998).

snovan na akumulaciji proizvodnih faktora. Takođe, čak i ukoliko ne dovede do poboljšanja finansijskog posredovanja, poboljšanje na planu izvršavanja ugovornih obaveza neminovno dovodi do intenziviranja razmene, a to stvara jači konkurentski pritisak, pa time pospešuje privredni rast zasnovan na rastu ukupne faktorske produktivnosti do koga dolazi usled rasta produktivnosti. Ipak, odgovarajući ekonometrijski testovi pokazali su da ova instrumentalna promenljiva ipak zadovoljava osnove kriterijume, pa je stoga i primenjena, a rezultati se nisu razlikovali od onih koji su dobijeni bez instrumentalne promenljive kao korektiva simultanosti uzročno-posledične veze, odnosno endogenosti objašnjavajuće promenljive.[59]

Daleko je značajnija primena tzv. Grendžerovog testa uzročnosti kojim se meri relativna snaga smera uzročno-posledične veze. Ovaj test se primenjuje najčešće u slučaju vremenskih serija (podaci za jednu zemlju u vremenu) ili dinamičkih panela, kojima je obuhvaćen veći broj zemalja. Pokazalo se da dvosmernost uzročno-posledične veze, makar u određenom broju slučajeva, ipak postoji i da je naročito izražena za zemlje na srednjem nivou razvijenosti, što znači na srednjem nivou razvijenosti finansijskog sistema.[60] Ipak, u najvećem broju empirijskih istraživanja u kojima je korišćen ovaj pristup pokazalo se da je smer uzročnosti od finansijskog posredovanja ka privrednom rastu daleko snažniji od suprotnog. Drugim rečima, razvoj finansijskog sistema i podizanje nivoa finansijskog posredovanja dovode do ubrzavanja privrednog rasta, a ne obrnuto.

U osnovi, svi dosadašnji empirijski rezultati pokazali su da postoji statistički značajna veza između nivoa finansijskog posredovanja, s jedne strane, i stope privrednog rasta, s druge. Pri ovim istraživanjima korišćeni su uporedni podaci (podaci za različite zemlje za istu godinu), vremenske serije (podaci za istu zemlju za različite godine) i paneli podataka (podaci za različite zemlje za različite godine), pri čemu su predmet opservacije uglavnom bile zemlje, odnosno privrede tih zemalja u celini. Dobijeni rezultati o statistički značajnoj vezi između nivoa finansijskog posredovanja, s jedne strane, i stope privrednog rasta, s druge, pokazali su se dovoljno robustnim, što znači da se nisu promenili kada se znatno menjao uzorak (bez obzira na to da li su u pitanju bile zemlje ili godine), niti kada se menjao način ocenjivanja regresionog modela, niti njegova specifikacija. To samo za sebe govori o snazi ove uzročno-posledične veze.

Najveći broj empirijskih istraživanja zasnivao se na pretpostavci da je veza između finansijskog posredovanja i stope privrednog rasta linearna. Drugim rečima, implicitno se pretpostavlja da se karakter i snaga uzročno-posledične veze ne menjaju sa promenom nivoa finansijskog posredovanja. Pokazalo se,

59 Više o tome videti u: La Porta *et al.* (2000). Potvrđena je statistički značajna veza između razvijenosti finansijskog sistema, tj. nivoa finansijskog posredovanja i privrednog rasta, i to tako da napredovanje finansijskog posredovanja ubrzava privredni rast.

60 Videti: Demetris i Hussein (1996).

međutim, da su najsnažniji efekti jačanja finansijskog posredovanja na privredni rast u zemljama čiji je finansijski sistem na srednjem nivou razvijenosti, što znači da već postoji određena raznovrsnost finansijskih instrumenata. Nešto su slabiji efekti jačanja finansijskog posredovanja u slučaju onih zemalja čiji je finansijski sistem na veoma visokom nivou razvijenosti. Najslabiji efekti jačanja finansijskog posredovanja primećeni su u slučaju zemalja koje karakteriše nizak nivo razvijenosti finansijskog sistema.[61] Očigledno je da postoji određeni prag razvijenosti finansijskog sistema koji je potrebno preći kako bi jačanje finansijskog posredovanja ubrzavalo privredni rast. Nažalost, i dalje ne postoji konzistentno teorijsko objašnjenje ovog uočenog fenomena.

Zanimljivo je da simultano korišćenje različitih indikatora intenziteta finansijskog posredovanja, odnosno razvijenosti finansijskog sistema, dovodi do empirijskog nalaza da su različiti indikatori povezani sa različitim komponentama, odnosno izvorima privrednog rasta (ukupna faktorska produktivnost, akumulacija fizičkog kapitala, akumulacija ljudskog kapitala).[62] Zanimljiv je empirijski rezultat, ali nedostaje njegovo teorijsko obrazloženje. Slično se može oceniti nalaz da u uslovima stabilnog stanja finansijsko posredovanje ne utiče na stopu privrednog rasta.[63] Budući da u uslovima stabilnog stanja stopa rasta zavisi isključivo od stope tehnološkog progresa, na osnovu ovog nalaza može se zaključiti da finansijsko posredovanje efekte ima na akumulaciju proizvodnih faktora, kojom se ostvaruje tranzitorni privredni rast (onaj rast koji dovodi do stabilnog stanja), privredni rast zasnovan na investicijama, dok nema značajne efekte na ulaganje proizvodnih faktora u istraživanje i razvoj. Ukoliko bi se potvrdio ovaj nalaz, sledi da se sa povećanjem nivoa razvijenosti određene zemlje, što znači i njenim približavanjem stabilnom stanju, smanjuje značaj finansijskog posredovanja za privredni rast. Ova veoma zanimljiva hipoteza svakako zaslužuje dalje istraživanje.

Relevantno je pitanje u kojoj je meri finansijsko posredovanje lokalno, a u kojoj meri globalno. Drugim rečima, da li je relevantno kakav je lokalni finansijski sistem, tj. da li nacionalni, odnosno međunarodni finansijski sistem može da kompenzuje slabosti lokalnog? Empirijsko istraživanje sprovedeno u Italiji, u kome je korišćena izuzetno detaljna baza podataka, pokazalo je da je lokalno finansijsko posredovanje od veoma velikog značaja za privredni rast.[64] Viši nivo lokalne razvijenosti

[61] Više od tome videti u: Rioja i Valev (2004). Ovaj nalaz (svodi se na svojevrsnu obrnutu U-krivu) kojim se opisuje efekat finansijskog posredovanja na privredni rast potvrdili su: Cechetti i Kharroubi (2012). Nalaz da pri svom visokom nivou finansijsko posredovanje ima opadajući proizvod, tj. efekte na privredni rast, potvrđen je u: Manganelli i Popov (2013). To su najznačajnija empirijska istraživanja koja unose pretpostavku o nelinearnosti veze između finansijskog posredovanja i privrednog rasta.

[62] Videti u: Benhabib i Spiegel (2000).

[63] Videti: Aghion *et al.* (2005).

[64] Celokupni rezultati istraživanja mogu se naći u: Guiso *et al.* (2004).

finansijskog sektora dovodi do: (1) uvećanja verovatnoće da će pojedinac postati preduzetnik i započeti sopstveni biznis; (2) pojačavanja konkurencije na tržištu proizvoda i (3) pospešivanja rasta preduzeća. Pokazalo se da ovi rezultati ne važe u slučaju većih kompanija koje očigledno mogu da pribave potrebna finansijska sredstva van lokalnog nivoa. Navedene rezultate treba posmatrati u svetlu specifične strukture italijanskog realnog sektora u kome dominiraju mala i srednja preduzeća.

Zanimljiva su i empirijska istraživanja veze finansijskog posredovanja i porasta obima proizvodnje na nivou privrednih grana. Najznačajnije istraživanje bavi se vezom između rasta proizvodnje (dodate vrednosti) određene grane i faktora koji ga uslovljavaju. Sa stanovišta finansijskog posredovanja, najznačajnija objašnjavajuća promenljiva jeste ona koja pokazuje odnos eksternog finansiranja privrednih društava u toj grani i njihovog ukupnog kapitala. Pri tome su korišćena dva alternativna indikatora. Prvi je zasnovan na odnosu zbira vrednosti tržišne kapitalizacije i ukupnog zaduženja preduzeća u posmatranoj grani u odnosu na njeno učešće u bruto domaćem proizvodu zemlje. Drugi je tzv. računovodstveni standard, tj. kvalitet računovodstvenog izveštavanja preduzeća u posmatranoj grani, budući da je opravdana pretpostavka da povećani nivo eksternih izvora kapitala određenog preduzeća zahteva povećani kvalitet računovodstvenog izveštavanja. Pokazalo se, na podacima za SAD, bez obzira na to koji se od dva navedena indikatora koristi, da postoji statistički značajna veza između nivoa eksternih izvora kapitala i brzine rasta proizvodne grane.[65]

Navedeni rezultat pokazuje da eksterno finansiranje, tj. finansijsko posredovanje, omogućava ekspanziju proizvodnje određene grane ukoliko postoje drugi preduslovi, tj. ukoliko postoji poslovna prilika za takvu ekspanziju. Ukoliko, na primer, dođe do povećanja tražnje za proizvodima određene grane, nezavisno od toga šta je uzrok povećanja te tražnje, do porasta proizvodnje koja će zadovoljiti tu tražnju najlakše dolazi putem finansijskog posredovanja. Alternativno posmatrano, ukoliko bi preduzeća u takvoj grani rast svoje proizvodnje finansirala isključivo internim izvorima, putem reinvestiranja štednje ili direktnim ulaganjem štednje vlasnika preduzeća, korišćenje poslovne prilike ne bi bilo onoliko uspešno koliko jeste kada se za ekspanziju proizvodnje preduzeća koristi finansijsko posredovanje. Do istovetnog empirijskog nalaza došlo se i na nivou pojedinačnog preduzeća, nešto izmenjenim metodološkim postupkom, pre svega u pogledu formulisanja promenljivih u regresionom modelu, na podacima za čak 26 zemalja.[66]

[65] Videti: Rajan i Zingales (1998).

[66] Videti: Demirgüç-Kunt i Maksimovic (1998). Istovetan rezultat dobijen je i u kasnijim istraživanjima u kojima je uvećan broj zemalja u uzorku. Videti Demirgüç-Kunt i Levine (2001).

OSNOVNI ZAKLJUČCI I OBLASTI ZA DALJE ISTRAŽIVANJE

Iako je razmatranje finansijskog posredovanja i privrednog rasta relativno nova tema u ekonomskoj literaturi, dosadašnja teorija razmatranja i empirijska istraživanja ponudili su obilje nalaza. Očigledno je da postoji snažna uzročno-posledična veza između finansijskog posredovanja i privrednog rasta. Ona se može konzistentno teorijski objasniti upravo na mikroekonomskom nivou, na nivou onih koji donose odluke. Dobar poslovni poduhvat daleko se lakše realizuje ukoliko postoji (dobro) finansijsko posredovanje nego u suprotnom slučaju. Upravo rezultati na nivou pojedinačnih preduzeća pokazuju snagu ovog mehanizma.

Na planu empirijskog istraživanja postoji više izazova. Svakako da je jedan od njih obuhvatanje svih ili bar većine instrumenata finansijskog posredovanja. Pokazalo se da ne postoji sveobuhvatan indikator, tako da je potrebno pronaći najbolje pokazatelje tri osnovna instrumenta finansijskog posredovanja ponaosob: kredita, obveznica i akcija.[67]

Otvoreno je pitanje o relativnoj pogodnosti finansijskog sistema zasnovanog na bankama i onog koji to nije. Na određeni način, može da se preformuliše i kao pitanje odnosa finansijskog posredovanja zasnovanog na pozajmljivanju kapitala ili zasnovanog na investicijama u sopstveni kapital. Razlika između prve i druge podele leži u obveznicama, finansijskom instrumentu koji nije vezan za bankarsko finansijsko posredovanje, ali je vezan za pozajmljivanje kapitala. Iako je okvir za odgovor na ovo pitanje da ova dva finansijska sistema ne moraju da budu konkurenti jedan drugom i da između njih postoji veliki stepen komplementarnosti, ostaju brojna pitanja na koja tek treba dati odgovor. Na primer, da li se optimalni odnos ova dva finansijska sistema menja sa promenom dostignutog nivoa razvijenosti jedne zemlje, odnosno dostignutog nivoa razvijenosti njenog bankarskog sistema? Da li se, možda, menja u zavisnosti od strukturnih razlika jedne privrede, na primer privrede u kojoj dominiraju poljoprivreda, industrijska proizvodnja ili uslužne delatnosti? Ili, možda, u zavisnosti od industrijske organizacije najznačajnijih privrednih grana: Da li njima dominira veliki broj manjih preduzeća ili manji broj velikih? Ovo su svakako zanimljiva pitanja za dalje istraživanje.

Nadalje, dosadašnja istraživanja veoma su malo pažnje posvetila fenomenu nelinearnosti u pogledu veze razvijenosti finansijskog posredovanja i privrednog rasta. Da li sa porastom nivoa finansijskog posredovanja dolazi do promene snage i karaktera ove veze? Da li na različitim nivoima razvijenosti finansijskog sistema postoje svojevrsni rastući ili opadajući prinosi napredovanja finansijskog posredovanja sa stanovišta privrednog rasta? Da li ti prinosi u određenim situacijama

[67] Pokazalo se da u najrazvijenijim zemljama sveta (EU-15, zajedno sa SAD, Japanom, Norveškom i Švajcarskom), u proseku svaki od ova tri instrumenta čini otprilike trećinu ukupnog plasmana kapitala. Videti: Finl *et al.* (2003).

mogu da budu negativni? Iako postoje neki noviji empirijski radovi koji se bave ovim fenomenom, sva ova pitanja i dalje traže sveobuhvatan odgovor, naročito na teorijskom planu.

Takođe, može se postaviti pitanje promene značaja finansijskog posredovanja za privredni rast na različitim nivoima razvijenosti jedne privrede. To je usko povezano sa nalazom da se izvori privrednog rasta razlikuju od jednog do drugog nivoa razvijenosti. Samim tim, menja se i uloga finansijskog posredovanja – nije reč samo o nivou finansijskog posredovanja i njegovoj primeni već i o njegovom karakteru, pre svega u pogledu zastupljenosti određenih finansijskih instrumenta i institucija. Razborito je pretpostaviti da (relativni) značaj bankarskog sistema nije isti na različitim nivoima razvijenosti privrede. Iako ima radova koji su se dotakli ove teme, i dalje postoji veliki prostor za dalje istraživanje i za dobijanje sistematskih nalaza na ovom planu.

Još jedna oblast nije previše istražena – ima malo radova na tu temu. Nema mnogo saznanja o tome koji faktori uslovljavaju razvoj finansijskog sistema, tj. napredovanje finansijskog posredovanja. Zbog čega je finansijski sistem u jednoj zemlji razvijeniji od tog sistema u nekoj drugoj, naročito ukoliko se obe zemlje nalaze na istom ili sličnom nivou privrednog rasta? Zbog čega se u nekim zemljama finansijski sistemi oslanjaju na banke, a u nekim drugim, sličnim ovim prvim, na nebankarske institucije? Zbog čega se u nekim zemljama više kapitala pozajmljuje putem kredita, a u nekim drugim, sličnim ovim prvim, putem emitovanja akcija? Zbog čega u nekim zemljama postoji veoma veliki broj malih investitora, a u nekim drugim, sličnim ovim prvim, mali broj velikih investitora?[68] Iako su se u poslednjih petnaestak godina pojavili radovi koji se bave ovim temama, i dalje dobro ne razumemo uzročno-posledične veze na ovom planu. Sve su ovo pitanja na koja tek treba da se dobiju sveobuhvatni i uverljivi odgovori.

Nezavisno od toga kakvi će biti odgovori na navedena pitanja, otvara se još jedno konceptualno pitanje: Da li državne vlasti treba da intervenišu kako bi uticale na razvoj finansijskog sistema? Da li, na primer, ukoliko se proceni da je nebankarski finansijski sistem previše nerazvijen u odnosu na bankarski, država treba da sprovodi određenu pristrasnu politiku u njegovu korist, kako bi se on relativno razvio? Ovo pitanje ostaje otvoreno i da bismo odgovorili na njega potrebno je da bolje razumemo način na koji funkcioniše finansijsko posredovanje i šta su njegovi efekti.

[68] Izazovno je ponuditi logičan odgovor na ovo pitanje: Zbog toga što je slaba zaštita manjinskih akcionara, na primer. Međutim, onda se otvara pitanje: A zbog čega je to tako? Zbog čega je u nekim zemljama slaba, a u nekim dobra zaštita manjinskih akcionara? Pri tome su u pitanju zemlje koje se nalaze na približno istom nivou institucionalne razvijenosti.

TREĆE POGLAVLJE – FINANSIJSKI INSTRUMENTI

UVOD: FENOMENI ZNAČAJNI ZA IZBOR FINANSIJSKIH INSTRUMENATA

Asimetrija informacija

Već smo u prvom, uvodnom poglavlju napomenuli da je fenomen asimetrije informacija – situacija u kojoj jedan učesnik transakcije o stvarima relevantnim za tu transakciju zna više od drugog – veoma bitan za finansijsko posredovanje. Sada ćemo razraditi osnovne nalaze teorije asimetrije informacija, ukazujući na to kako njeni nalazi o podsticajima kojima su izloženi oni koji donose odluke utiču na izbor finansijskih instrumenata, kako onih koji ih nude, tako i onih koji ih traže.

U slučaju asimetrije informacija nije bitno samo postojanje nejednake informisanosti već je relevantna spoznaja obe, odnosno svih zainteresovanih strana o toj asimetriji (i onaj koji više i onaj koji manje zna svestan je kako stoje stvari u tom pogledu) i podsticaja koje stvara ta spoznaja. To se najbolje može sagledati na primeru koji je formulisao nobelovac Džordž Akerlof (*George Akerlof*), a reč je o prodaji polovnih automobila.[69] Naime, u slučaju takvih automobila prodavac daleko bolje zna karakteristike vozila, budući da ih je koristio neko vreme. Kupac je svestan da prodavac ima daleko više informacija o svojstvima vozila, a svestan je i da nema nikakav podsticaj da iskaže loša svojstva tog automobila, tj. da pruži informacije o tome jer bi na taj način oborio cenu koja će mu biti ponuđena. Naprotiv, svaki prodavac ima podsticaj da hvali svoj automobil, nezavisno od toga da li su te pohvale zasnovane na činjenicama. Imajući to u vidu, pretpostavimo, za potrebe primera koji sledi, da postoje dve vrste polovnih automobila: (1) kvalitetni, za koje su kupci spremni da plate najviše 22.000 €, a prodavci su spremni da ih prodaju po ceni od najmanje 20.000 € i (2) nekvalitetni, za koje su kupci spremni da plate najviše 11.000 €, a prodavci su spremni da ih prodaju po ceni od najmanje 10.000 €. Pretpostavimo, takođe, da 50% ponude čine kvalitetni, a ostatak od 50% nekvalitetni polovni automobili. I prodavci i kupci znaju ovu raspodelu, jedino što kupci, za razliku od prodavaca, ne znaju tačno koji je automobil kvalitetan, a koji ne. Stoga kupci formiraju maksimalnu cenu koju nude na osnovu verovatnoće od 50% da je reč o kvalitetnom automobilu (0,5·11.000

[69] Videti: Akerlof (1970). Akerlof je 2001. godine podelio Nobelovu nagradu za ekonomija sa Spensom (Michael Spence) i Stiglicom (Joseph Stiglitz).

€ + 0,5·22.000 €), što znači da je najveća cena koju su kupci spremni da plate 16.500 €.[70] Pri toj ceni prodavci kvalitetnih vozila ne žele da ih prodaju (minimalna cena koju traže veća je za 3.500 €), dok su prodavci nekvalitetnih vozila prodali sva vozila koja su ponudili i veoma su zadovoljni, budući da su dobili 6.500 € više nego što je minimalna cena po kojoj su bili spremni da ih prodaju. Zadovoljstvo, međutim, nije dugog roka, budući da se prodavci kvalitetnih automobila u potpunosti povlače sa tržišta, takvom tržištu nemaju šta da ponude, na njemu ostaju samo nekvalitetni automobili – kupci to znaju, tako da više ni za jedan automobil ne žele da ponude iznos veći od 11.000 €, pa se konačna cena uspostavlja negde između 10.000 i 11.000 €. Posledica ovakvog ishoda jeste da kvalitetnih proizvoda na tržištu više nema – niko ih ne nudi. Štaviše, vremenom, budući da se kvalitetni polovni automobili ne mogu prodati po odgovarajućoj ceni, njihovi vlasnici više nemaju ni podsticaj da ih dobro održavaju i da paze na njih. Zašto bi to činili kada za to ne mogu da budu nagrađeni! Dakle, ne samo da se javljaju podsticaji vezani za samu transakciju nego se fundamentalno menja ponašanje ljudi i, jednostavno, na dugi rok nestaje jedno tržište, odnosno jedan njegov segment. Ovo je klasičan primer negativne selekcije – opstali su samo loši.

Ovakve vrste asimetrije informacija, pa time i negativna selekcija, javljaju se veoma često, gotovo uvek na finansijskim tržištima, tj. pri upotrebi nekog od finansijskih instrumenata. Na primer, prilikom emitovanja obveznica. Pretpostavimo, analogno primeru sa polovnim automobilima, da postoje dve vrste preduzeća koja žele da emitovanjem obveznica prikupe kapital za finansiranje svojih investicija. Jedna su solidna preduzeća i odgovorni dužnici koji preduzimaju dobro osmišljene i zdrave poslovne poduhvate i učiniće sve da ispune sve svoje obaveze prema poveriocima. Druga su nesolidna preduzeća i neodgovorni dužnici koji preduzimaju nepripremljene poslovne poduhvate, što znači da je u ovom drugom slučaju kreditni rizik plasmana sredstava daleko veći nego u prvom. Investitori, oni koji žele da kupovinom obveznica plasiraju svoju štednju, ne mogu da razlikuju ova preduzeća, ne znaju koje je od njih dobro, a koje nije, a svako preduzeće emitent obveznica veoma dobro zna u koju vrstu spada. Analogno prethodnom primeru sa polovnim automobilima, cena obveznica na tržištu, tj. kamatna stopa formiraće se na nivou između niske kamatne stope koja pripada prvoj vrsti preduzeća (plasmanu niskog kreditnog rizika) i visoke koja pripada drugoj vrsti preduzeća (plasmanu visokog kreditnog rizika). Usled asimetrije informacija, kupci obveznica ne mogu da razlikuju preduzeća, pa stoga uprosečavaju prema očekivanoj vrednosti i sam rizik, kao i premiju na rizik u vidu kamatne stope koju zahtevaju za plasman svog kapitala. U takvim uslovima, dobra preduzeća koja žele da se zaduže po nižoj kamatnoj stopi (jer smatraju da upravo ona odgovora njihovoj niskoj rizičnosti) ne žele da emituju obveznice po (prosečnoj) višoj kamatnoj stopi – ne žele da plaćaju kamatu po stopi po kojoj to čine loša preduzeća. Nasuprot tome, loša preduzeća, ona koja su spre-

[70] To je, pri datoj raspodeli verovatnoće, očekivana vrednost polovnog automobila.

mna da plate višu kamatnu stopi, veoma su zadovoljna ovom nižom (prosečnom) kamatnom stopom koju treba da plaćaju investitorima i stoga emituju obveznice. U opisanim uslovima, dobra preduzeća ne emituju obveznice, već samo loša.[71] Posledica toga je da investitori, kupci obveznica, ne mogu da kupe obveznice dobrih preduzeća. To finansijsko tržište, odnosno taj njegov segment je nestao. Još jedan primer negativne selekcije – opstali su samo loši, ovog puta na finansijskom tržištu.

Sličan mehanizam negativne selekcije postoji pri emitovanju akcija, kao vlasničkih hartija od vrednosti. Dobro preduzeće želi da svoje akcije u primarnoj emisiji proda skupo, što znači da određeni, dodatni iznos kapitala pribavlja uz relativno malo razblaživanje vlasništva korporacije. Nasuprot tome, loše preduzeće prihvata i nižu cenu akcija – miri se s tim da svoje akcije u primarnoj emisiji proda jeftino. Kao i u prethodnom slučaju, investitori, usled asimetrije informacija, ne razlikuju dobra od loših preduzeća, već je za njih prihvatljiva samo ona jedinstvena cena koja predstavlja očekivanu vrednost budućih prinosa obe vrste preduzeća.[72] To znači jediničnu cenu akcija koja je toliko niska da po njoj dobra preduzeća jednostavno ne žele da emituju akcije. Stoga, istovetnim mehanizmom, nestaje tržište akcija kvalitetnih preduzeća. I ovog puta dolazi do negativne selekcije – na (primarnom) tržištu akcijskog kapitala na strani tražnje ostaju samo najgori.

Ozbiljnost ovog problema može se sagledati iz jednostavnog nalaza. Sa stanovišta eksternog finansiranja, tj. pribavljanja kapitala, bez obzira na to da je u pitanju pozajmljivanje (emitovanjem obveznica) ili omogućavanje investiranja (emitovanjem akcija), preduzećima se jednostavno ne isplati da budu dobra. Ukoliko dobra preduzeća, usled asimetrije informacija, ne mogu sebi da obezbede eksterno finansiranje pod povoljnim uslovima, onda im se ne isplati da budu dobra, da snose sve one troškove koje snose preduzeća da bi postala dobra, već im je bolje da budu loša, pa da na tržištu plaćaju prosečnu cenu eksternog finansiranja. Dakle, ne samo da dolazi do negativne selekcije nego se na nju naslanja moralni hazard. Stoga je od velikog značaja za uspešno finansijsko posredovanje, pa time i za privredni rast jedne zemlje, rešavanje problema asimetrije informacija koja prati finansijske instrumente, pa time i finansijsko posredovanje. Kasnije razmatranje pokazaće konkretna rešenja za problem uočene asimetrije informacija koja dovodi do negativne selekcije. U osnovi, reč je o proizvodnji verodostojnih informacija o preduzećima, o onima kojima je potrebno eksterno finansiranje. Što je više verodostojnih infor-

[71] Dobra preduzeća mogu da pokrenu kampanju obaveštavanja investitora, potencijalnih kupaca obveznica o tome koliko su ona zaista dobra. Međutim, znajući da svako preduzeće pri emisiji obveznica ima podsticaj da svoje stanje prikaže bolje nego što ono zaista jeste, kako bi obveznice prodalo uz što nižu kamatnu stopu, što niži trošak zaduživanja, investitori ovakvu informaciju ne posmatraju kao verodostojnu. Stoga opstaje asimetrija informacija i negativna selekcija do koje ona dovodi.

[72] Cena akcije ne predstavlja ništa drugo do kapitalizovanu sadašnju vrednost očekivane vrednosti budućih prinosa te akcije.

macija o njima, bolje funkcionišu finansijski instrumenti i poboljšava se finansijsko posredovanje.

Sledeći problem koji izaziva postojanje asimetrije informacija pri finansijskom posredovanju jeste moralni hazard. U osnovi, reč je o tome da se jedna strana, ona koja je, finansijskim posredovanjem, pribavila određeni iznos kapitala, ponaša na taj način da ne vodi računa o interesima vlasnika tog kapitala. Asimetrija informacija odnosi se upravo na to ponašanje – ne samo na to kako se jedna strana ponaša, što ona uvek bolje zna nego druga, ona koja je plasirala kapital pozajmljivanjem ili investiranjem, nego da li druga strana u potpunosti koristi svoje potencijale na planu brige o interesima vlasnika kapitala. Da li, na primer, uprava jednog preduzeća daje svoj maksimum u maksimizaciji profita ili u pogledu redovnog servisiranja duga koji je nastao pozajmljivanjem kapitala.

Ovakva vrsta asimetrije informacija javlja se, na primer, u slučaju obveznica. Oni koji su kupili obveznice nedovoljno znaju o tome kako posluju oni kojima su pozajmili kapital, naročito u pogledu toga da li ulažu najveći mogući napor da obezbede redovno izvršavanje svojih dužničkih obaveza prema poveriocima. Postoji sasvim opravdana sumnja da se preduzeće, pošto je prikupilo kapital, opredeli za poslovne poduhvate čija je realizacija za njega prioritet, a ne poslovanje i realizaciju poduhvata kojima bi se obezbedilo uredno ispunjavanje svih dužničkih obaveza. Drugim rečima, mogućnosti za vlasnika obveznica da nadgleda ponašanje dužnika prilično su ograničene, čime se uvećava kreditni rizik koji snosi poverilac. Ukoliko se ovaj problem ne prevaziđe, stvaraju se podsticaji da se uopšte ne kupuju obveznice, tj. da se kapital uopšte ne plasira na ovaj način ili da znatno poraste kamatna stopa koju traže kupci obveznica. Ovim se pokazuje i da snažno izraženi moralni hazard može da dovede do nestanka nekog od finansijskih tržišta, ovog puta zbog nestanka ponude obveznica kvalitetnih preduzeća.

Verovatno da je fenomenu moralnog hazarda u slučaju akcija, kao vlasničkih hartija od vrednosti, u ekonomskoj literaturi posvećeno najviše pažnje u poređenju sa ostalim oblicima asimetrije informacija. Upravo je agencijska teorija došla do nalaza da se interesi principala (vlasnika akcija) i agenta (uprave korporacije) ne poklapaju i da će, usled asimetrije informacija koja onemogućava delotvoran nadzor, budući da je agent o svom ponašanju uvek daleko bolje informisan od principala, agent da se ponaša u skladu sa sopstvenim, a ne interesima principala. To znači da uprava ne mora da bude posvećena maksimizovanju profita svoje korporacije, pa time i maksimizaciji dividendi, tj. prinosu vlasnika akcija, bar ne u onoj meri koliko je posvećena maksimizaciji sopstvenih prihoda i korisnosti, što podrazumeva i umanjivanje sopstvenog radnog napora. Uprava korporacije, zaista, daleko bolje od akcionara zna da li ulaže maksimum napora u maksimizaciju profita korporacije. Budući da su akcionari svesni ove asimetrije informacija, to im stvara

podsticaje da ne kupuju akcije, a to, ukoliko je moralni hazard jako izražen, može da dovede do nestanka ove vrste finansijskog tržišta.

Agencijski problem, kao specifičan slučaj moralnog hazarda, obuhvata još jednu situaciju koja je relevantna za finansijska tržišta, a to je konflikt interesa. Na određeni način, i sam agencijski problem predstavlja svojevrstan konflikt interesa. Jedan interes uprave jeste da minimizuje sopstveni radni napor, a drugi je da maksimizuju profit kompanije, kako bi se maksimizovale dividende. Konflikt interesa javlja se u mnogim situacijama povezanim sa finansijskim sektorom: na primer, u slučaju finansijske revizije (oditinga), naročito ukoliko je povezana sa pružanjem konsultantskih usluga, pri kojoj je jedan interes oditora da istinito iskaže sve podatke o poslovanju preduzeća koje je predmet revizije, kako bi stekao reputaciju na tržištu usluga koje pruža, a drugi je da ne iskaže one podatke koji bi mogli da budu kompromitujući za preduzeće, kako bi se opet dobio posao od tog istog preduzeća (klijenta). Isto tako, na primer, investicione banke se suočavaju sa konfliktom interesa, budući da, s jedne strane, treba da vode računa o interesu onih koji emituju akcije, a, s druge, onih koji kupuju iste te akcije. To može da dovede do nepovoljnih ishoda i do uvećanja neke od već pomenutih asimetrija informacija.

Veoma veliki broj konkretnih rešenja u pogledu finansijskih instrumenata i institucija nastao je kao posledica želje ljudi da se izbore sa uočenim asimetrijama informacija. O konkretnim rešenjima biće više reči u ovom poglavlju, a zasad samo dve napomene. Prvo, osnovni način da se prevaziđe asimetrija informacija jeste proizvodnja informacija koja omogućava da onaj koji zna manje dobije dodatne informacije i umanji ili čak eliminiše asimetriju. Jedan od osnovnih načina proizvodnje informacije jeste slanje verodostojnih signala. Signali predstavljaju sva ona činjenja kojima se prenosi određena informacija, a verodostojni signali predstavljaju signale koji obvezuju onoga ko ih šalje da snosi određene troškove ukoliko se pokaže da signal koji je poslao nije istinit.[73] Upravo su verodostojni signali ključni za dobro funkcionisanje finansijskih tržišta.

Drugo, u nekim slučajevima u kojima proizvodnja informacija nije moguća ili nije ekonomski opravdana, a koristi od te proizvodnje manje su od troškova, neki finansijski instrumenti biće inherentno inferiorni u odnosu na druge. U tom smislu, upravo asimetrija informacija, makar i ona korigovana, uslovljava strukturu

[73] Signali mogu da budu istiniti ili lažni, u zavisnosti da li prenose istinite (tačne) ili lažne (netačne) informacije. Da li je određeni signal istinit ili lažan može se ustanoviti tek ex post. Budući da se poslovne odluke donose ex ante, nije moguće ustanoviti da li je neki signal istinit ili lažan, ali je bitno spoznati da li postoje podsticaji da se šalju istiniti ili lažni signali. Ukoliko onaj ko šalje signal neminovno snosi troškove u slučaju da je signal lažan, svakako da ima podsticaje da šalje istinite signale. Upravo se na tim podsticajima zasniva koncepcija verodostojnih signala. Što su veći troškovi koje snosi onaj ko šalje lažne signale, veća je verodostojnost njegovih signala.

ponude finansijskih instrumenata, odnosno načina na koje će preduzeća moći da prikupljaju eksterno finansiranje.[74]

Tražnja za različitim finansijskim instrumentima: finansiranje preduzeća

U ovom odeljku ukratko ćemo pogledati opcije finansiranja rasta firme od početaka do pretvaranja u veliku kompaniju.

Malo teorije

Za privredni rast potrebne su investicije, a njih je, svakako, nužno finansirati. Kada uprava kompanije zaključi da postoje dobre šanse za širenje poslova, odmah se postavlja sledeće pitanje: Koji je način finansiranja najbolji, odnosno postoje li razlike između osnovnih metoda sa stanovišta interesa firme? A osnovni su načini finansiranja iz sopstvenih sredstava, iz zaduživanja (bankarski krediti i obveznice) i iz emisije novih akcija.

Finansijska nauka do sada je ponudila tri teorije koje pokušavaju da odgovore na dilemu koji je metod finansiranja najbolji:

- *Miler–Modiljanijeva teorija o irelevantnosti*, koja tvrdi da je vrednost preduzeća nezavisna od načina finansiranja njegovog rasta; drugim rečima, svejedno je da li je kapital preduzeća nastao emisijom akcija, zaduživanjem ili iz sopstvenih izvora. Pošto je zasnovana na nekim restriktivnim pretpostavkama, od kojih je najvažnija nepostojanje poreza u modelu (dok u stvarnom svetu odsustvo poreza na plaćene kamate podstiče zaduživanje), javile su se dve konkurentske teorije;
- *pecking order teorija*, koja kaže da preduzeća preferiraju finansiranje iz neraspoređene dobiti u odnosu na finansiranje iz zaduživanja, a ovo drugo u odnosu na finansiranje iz emisije novih akcija. Osnovni razlog izbegavanja emisije akcija jeste taj što potencijalni investitori pomišljaju da su nove akcije preduzeća koje ih izdaje precenjene pošto je preduzećima zaista najisplativije da emituju akcije kada je njihova cena najviša jer tako ostvaruju najbolji prihod od emisije. Ali, tada su potencijalni investitori spremni samo da ih kupe po nižoj ceni, što preduzeću emitentu ne odgovara jer povećava troškove kapitala. Tako je ovde upotreba emisije smanjena zbog informacione asimetrije, koju prati negativna selekcija;
- *trade-off teorija,* koja tvrdi da preduzeća uzimaju u obzir prednosti neoporezivanja plaćenih kamata kod zaduživanja i rizik bankrotstva zbog dugova, pri čemu postoji trade-off između ova dva elementa. Stoga postoji op-

[74] Asimetrija informacija veoma je izražena u delatnosti osiguranja, i to u oba njena oblika: negativna selekcija i, naročito, moralni hazard. Dakle, nije samo finansijski sektor izložen snažnom dejstvu asimetrije informacija već i njemu bliski sektori poput osiguranja.

timalna, ciljna struktura kapitala kojoj se preduzeće postepeno približava. Drugim rečima, zaduženost raste do optimalne tačke zbog poreske uštede, a zatim opada zbog rasta rizika od bankrotstva.

Nažalost, ni ove dve teorije, i pored velikog truda istraživača, nisu našle dovoljnu empirijsku potvrdu jer je očigledno da daleko veći broj faktora utiče na odluke uprava o načinu finansiranja investicija. Stoga se smatra da je potreban dalji napredak u istraživanju optimalne strukture kapitala.[75] Elementarni argument tome u prilog jeste činjenica da postojeće kompanije u razvijenim zemljama koriste sva tri načina finansiranja.

Rast preduzeća – izbor komercijalnog finansiranja

Na samom startu postojanja, preduzeće se finansira na različite inventivne načine, kao što su ulaganja sopstvenog i kapitala porodice i prijatelja, avansi dobavljača, poneka povoljna kreditna linija iz državnih programa, neplaćanje zarada zaposlenima i slično.

Potom se prelazi u sledeću fazu rasta, u kojoj preduzeće počinje da pokazuje rezultate i opravdava očekivanja, eventualno budeći nova, još veća. U ovoj fazi osnovna je dilema da li razvojno finansiranje treba potražiti kroz zaduživanje ili kroz vlasničke uloge (akcije ili udele), pošto treća opcija – iz neraspoređenog profita – još nije realna. Oba metoda imaju vrlina i nedostataka. Primetimo najpre suštinsku razliku između ovih dveju tehnika:

- kod vlasničkih uloga, preduzeće prima novac bez obaveze vraćanja, ali na ime primljenog novca prepušta jedan deo vlasništva nad preduzećem onima (pojedincima, finansijskim institucijama, drugim preduzećima) koji su uložili novac u firmu;
- kod zaduživanja, preduzeće prima novac sa obavezom vraćanja. Zajmodavci mogu biti banke ili neke slične finansijske institucije, kao i kupci obveznica (pojedinci, finansijske institucije, preduzeća) koji očekuju vraćanje pozajmljenog novca sa kamatom u dogovoreno vreme; ova operacija ni na koji način ne utiče na vlasničke odnose u firmi koja prima novac.

Na osnovu ovih osobina dvaju načina finansiranja rasta lako su uočljive njihove prednosti i nedostaci sa stanovišta preduzeća i vlasnika.

Kod finansiranja vlasničkim ulozima osnovna je prednost što se primljeni novac ne vraća investitorima, tj. zauvek ostaje u firmi – na osnovu toga što ga je spoljni investitor uložio u vlasništvo preduzeća (akcije, udeli) bez obaveze otplate uloženog. Drugim rečima, spoljni investitor nije pozajmio novac, već ga je uložio u firmu i postao suvlasnik. Nevraćanje primljenih sredstava pogoduje firmi pošto ih,

[75] Videti detaljnije: Frank i Goyal (2007).

umesto potpunog gubitka kroz otplatu duga poveriocima, može uložiti bilo u obrtni kapital bilo u investicije. Time se omogućuje brži razvoj u odnosu na finansiranje kroz zaduživanje, kod koga postoji obaveza vraćanja pozajmljenog. U prednost ovog metoda finansiranja za starog vlasnika može se uključiti i to što novi vlasnik nadalje snosi rizik poslovanja u jednoj meri kao stari, tj. rizik se deli srazmerno uloženom kapitalu.

Osnovni nedostatak sa stanovišta starog vlasnika kod finansiranja na osnovu vlasničkih hartija jeste uključenje novih investitora u (delimično) vlasništvo, što umanjuje njegovu (starog vlasnika) ulogu i prava, i to na dva suštinska načina: novi vlasnik učestvuje (1) u upravljanju firmom i (2) u dobiti firme, u skladu sa visinom vlasničkog udela. Ovo odbija neke preduzetnike od emisije akcija ili udela, pošto žele da zadrže punu kontrolu nad poslovanjem firme, a i da sami uberu celokupne prinose od njenog rasta.

Problem starog vlasnika sa upravljanjem svakako se ublažava ukoliko zadrži većinski udeo u vlasništvu, odnosno ukoliko novi finansijer dobije manjinski paket, što starom vlasniku i dalje omogućuje odlučujuću reč u vođenju poslovne politike. Doduše, neki finansijeri mogu tražiti ugovorom dodatna prava (saglasnost kod važnih odluka itd.), o čemu će kasnije biti reči. Drugi pomenuti problem – smanjenje udela starog vlasnika – manje je ozbiljan nego što izgleda. Jer, to što je investitor preuzeo delimično vlasništvo uopšte ne znači da je vrednost udela starog vlasnika smanjena. Naime, njegov udeo jeste smanjen izraženo u procentima, ali je, posle ulaganja novog suvlasnika, vrednost firme porasla, čime je kompenzovano smanjenje udela starog vlasnika. Čak, vrlo je verovatno da vrednost njegovog udela poraste posle ulaganja jer investicije šire pozitivna očekivanja od rasta u budućnosti, što samo po sebi povećava vrednost firme i cenu njenih akcija. Pored toga, moguće je osloniti se na investitore koji ne teže aktivnom upravljanju, već su samo zainteresovani za prinose. Njima se mogu ponuditi preferencijalne akcije, koje im ne daju pravo glasa već dodatne finansijske podsticaje.

Kod finansiranja kroz zaduživanje prednosti i nedostaci zamenjuju mesta sa finansiranjem uz promenu vlasničkog udela. Tako je najvažnija prednost zaduživanja zadržavanje postojeće vlasničke strukture, odnosno činjenica da stari vlasnik zadržava punu kontrolu i nad upravljanjem i nad profitom firme. Nedostatak je, naravno, to što servisiranje duga preusmerava sredstva od funkcionisanja i rasta firme ka razduživanju. Pored toga, neki poverioci (posebno banke) mogu ograničavati slobodu vođenja poslovne politike firme dužnika kroz ugovorne obaveze, na primer o limitiranju daljeg zaduživanja i kapitalnih rashoda, zabrani spajanja i pripajanja itd. Kada firmi ne ide najbolje i ima teškoće u otplati dugova, postoji nepovoljna mogućnost da je banka otera u stečaj.

Kao što se vidi, ukoliko je uprava preduzeća orijentisana na rast i spremna da ne isplaćuje dividende, uvećanje kapitala iz emisije akcija omogućuje joj brži

rast nego iz zaduženja, ali se pritom mora pomiriti sa gubitkom potpune kontrole, što mnogi vlasnici ne žele. Tako, na primer, članovi porodice koja je vlasnik firme mogu da žele da to ostane tako i nadalje i ne dozvoljavaju ulazak drugih vlasnika. No, pitanje je da li su takve i slične preferencije ekonomski racionalne. Kao orijentaciono pravilo može se uzeti da se firme kojima treba veliki kapital i koje imaju visok potencijal rasta sa nejasnom projekcijom prihoda često opredeljuju za finansiranje rasta kroz vlasničke hartije.[76]

Koja će strategija biti odabrana ne zavisi samo od preferencija uprave, odnosno vlasnika preduzetnika, već i od spoljnih okolnosti. Tako, na primer, važan uticaj mogu imati rešenja u pogledu oporezivanja (na primer, oslobađanje isplaćenih kamata od poreza na profit) ili sama visina kamatnih stopa (zaduživanje je podstaknuto kada su kamatne stope niske).

Izbor se dodatno komplikuje zbog nekih finansijskih instrumenata koji poseduju osobine i običnih akcija i dužničkih instrumenata. Na primer, preferencijalne akcije, koje liče na obveznice, ili konvertibilni dužnički instrumenti (obveznice) koji se, pod određenim uslovima, mogu pretvoriti u akcije. U osnovi, samo preduzeće može dizajnirati finansijske instrumente za koje smatra da joj odgovaraju, a mogućnosti su vrlo brojne, da ne kažemo neograničene; samo je pitanje da li će naći investitora koji je zainteresovan za takav instrument.

Nisu retke ni situacije kada preduzeće i njeni vlasnici nisu u stanju da sami biraju način finansiranja rasta, već moraju da odaberu ili ne odaberu jedini način koji im se nudi. Tako, na primer, firme na samom početku postojanja teško da mogu očekivati da će banke da finansiraju njihov rast. Banke, obično one konzervativne, žele da ispitaju istorijat zajmoprimca, što ovaj nema, i traže garancije ili kolateral koji ne postoje. Privatni investitori skloniji su riziku od banaka. Štaviše, banke mogu tražiti garancije u ličnoj imovini vlasnika, što je za njih vrlo rizično. Ili, u kasnijem životu firme može biti trenutaka kada se emisija akcija ne isplati ili je nemoguća s obzirom na nepovoljne okolnosti, ali se može dobiti kredit. Stoga mnoge firme koriste različite metode finansiranja, u zavisnosti od procene šta je u tom trenutku najpovoljnije.

DEPOZITI I KREDITI

Jedan od najstarijih, po mnogo čemu i dalje osnovni i najrasprostranjeniji, a u mnogim privredama za njihov rast najbitniji par finansijskih instrumenata jesu depoziti (položena štednja) i krediti. Ova dva instrumenta neposredno su povezana. Depoziti predstavljaju izvor kapitala koji se koristi za kreditiranje, odnosno za

[76] Videti http://www.investopedia.com/articles/personal-finance/012215/should-i-get-loans-or-equity-my-startup.asp, posećeno 26.7.2015.

pozajmljivanja onima koji ga traže za finansiranje sopstvenih investicija. Bez depozita nema kredita, pa se stoga upravo njima prvo posvećuje pažnja.

Depoziti

Osnovni izvor depozita jeste štednja – oni nisu ništa drugo do položena (deponovana) štednja.[77] Drugi izvor su kratkoročni viškovi likvidnosti. Bez štednje ne bi ni bilo depozita, bez obzira na to da li je reč o štednji građana (pojedinaca) ili štednji preduzeća. Štednja se javlja ukoliko je ukupna potrošnja manja od ukupnog raspoloživog dohotka i prvo pitanje koje se postavlja jeste šta uraditi sa njom: da li je i kako plasirati?[78]

Depoziti predstavljaju veoma jednostavan plasman štednje. Ukoliko su u pitanju depoziti po viđenju, vlasnik računa raspolaže celokupnim svojim depozitom u svako vreme, dok u slučaju oročenih depozita, njihov vlasnik preuzima obavezu da se tokom predviđenog vremena odrekne raspolaganja deponovanim iznosom. Kao kompenzaciju za deponovanje novca, svoje štednje, vlasnik depozita dobija kamatu od depozitarne finansijske institucije, najčešće banke,[79] u koju je tu štednju deponovao, a budući da se uspostavlja ugovorni odnos, međusobna prava i obaveze definišu se tim ugovorom. Pomenuti prinos u vidu kamate predstavlja podsticaj vlasniku štednje da je deponuje, naravno uz očekivanje da se glavnica depozita u potpunosti očuva i da bude raspoloživa prema predviđenim uslovima.

U slučaju depozita postoji znatna asimetrija informacija između deponenta i banke. Naime, banka je daleko bolje obaveštena da li može i da li namerava da ispuni svoju osnovnu obavezu prema deponentu, a to je da na vreme i u potpunosti isplati celokupan iznos depozita ukoliko deponent to zatraži. Ukoliko bi ova asimetrija bila izražena, to bi umanjilo podsticaj ljudima da deponuju svoju štednju i tada uopšte ne bi ni moglo da dođe do finansijskog posredovanja, budući da štednja u gotovinskom obliku, ona koja se nalazi „u slamaricama", predstavlja mrtav kapital – onaj koji nije predmet finansijskog posredovanja. Dakle, eliminacija ili bar umanjenje ove vrste asimetrije informacija između vlasnika štednje i banke od ključnog je značaja za finansijsko posredovanje putem ovog finansijskog instrumenta.

Prvi mehanizam kojim se umanjuje ova asimetrija informacija jeste reputacija pojedinačne banke. Naime, ukoliko određena banka već dugo redovno izmiru-

[77] Dodatni izvor depozita jesu kratkoročni viškovi likvidnosti, koji se u najvećoj meri koriste za tzv. transakcione depozite, tj. depozite namenjene platnom prometu.

[78] Ovo se odnosi na štednju pojedinaca, koja čini najveći deo ukupne štednje u jednoj privredi. Štednja korporacija specifična je i predstavlja dobit koja se reinvestira umesto da se putem dividendi raspodeljuje vlasnicima kapitala. Računovodstveno posmatrano, štednja korporacija je „dobit odobrena rezervama".

[79] Iako su banke samo jedna vrsta depozitarnih finansijskih institucija, u ovom tekstu, lapidarnosti radi, termin „banke" koristimo kao sinonim za „depozitarne finansijske institucije".

je svoje obaveze prema deponentima, ukoliko je svaki od njih mogao slobodno da podigne svoju ulog i naplati pripadajuću kamatu, onda je ona stvorila reputaciju solidne banke, one koja uredno izvršava svoje obaveze, pa je time izgradila poverenje (potencijalnih) deponenata. Takođe, na ovaj način banka je poslala verodostojan signal da će učiniti sve da nastavi ovakav način vođenja depozita i očuvanja teško izgrađene reputacije, budući da se u suprotnom suočava sa velikim reputacionim rizikom i gubitkom depozita na toj osnovi.

Upravo na toj osnovi treba tražiti razloge za uspeh tzv. stranih banaka (banaka u stranom vlasništvu) u Srbiji. Reputacija velike većine domaćih banaka tokom devedesetih godina prošlog veka potpuno je urušena kada je došlo do „zamrzavanja" stare devizne štednje, situacije u kojoj deponenti nisu mogli da podignu svoje uloge. Štednja u tim bankama, tj. polaganje depozita u njih dovela je do velikih gubitaka deponenata i reputacija tih banaka bila je u potpunosti urušena. Tek pojavom stranih banaka, koje ni na koji način nisu bile uključene u navedeno „zamrzavanje" i koje su već imale izgrađenu reputaciju na drugim tržištima, u Srbiji je ponovo počelo deponovanje štednje u banke.[80]

Jedan od razloga zbog kojega banka ne može da isplati sve tražene depozite jeste njena potencijalno niska likvidnost. U pitanju je sledeće: depoziti se plasiraju kao krediti, pa ta sredstva postaju zarobljena i ne mogu da se koriste za isplatu depozita. Ročnost kredita je dugačka, po pravilu duža od ročnosti depozita, oni dospavaju u punom iznosu tokom relativno dugog perioda, tako da su ta sredstva „zarobljena" sa stanovišta likvidnosti banke. Zbog toga je, radi očuvanja likvidnosti, potrebno da se stvori određena rezerva, i to time što se u kredite ne plasira celokupan iznos deponovanih sredstva. No, banka i njena uprava u ovom pogledu imaju protivrečne podsticaje. S jedne strane, uprava banke želi da, uvećanjem rezerve likvidnosti, ostvari i održi svoju reputaciju, čime bi privukla nove deponente i zadržala stare i time uvećala sredstva koje može plasirati i na tome ostvariti prinos, što stvara podsticaje da se iznos rezerve uveća. S druge strane, međutim, uprava banke želi da što veći iznos deponovanih sredstava plasira kao kredite i da na osnovu toga ostvari što veći prinos, pa time maksimizuje profit banke, što stvara podsticaje da se iznos rezerve umanji. Budući da je reč o protivrečnim podsticajima, može da se dogodi da nivo rezervi koje banka ostavlja bude nedovoljan.

Stoga država, oličena u centralnoj banci, propisuje obavezne rezerve, tj. obavezu svake banke da određeni deo depozita, na primer 20%, ne plasira, već da ga zadrži kao rezervu, po pravilu na posebnom računu pri centralnoj banci. Obavezna

[80] Jedan od razloga za formiranje multinacionalnih lanaca banaka u svetu jeste upravo to: da se reputacija koja je stečena u jednoj zemlji, zemlji centrale, prenese u druge zemlje i da se u njima iskoristi kao način za privlačenje depozita. Ovim se štedi na troškovima sticanja reputacije u svakoj zemlji ponaosob, što je primer ekonomije obima u bankarskom poslovanju, a i ne čeka se na rezultate sticanja reputacije, budući da je za to potrebno vreme. Na ovaj način dobijaju i multinacionalna banka i deponenti u zemljama na koje se ona proširila.

rezerva jeste minimalna rezerva, tako da niko ne sprečava banku da pored ovih, formira i dodatne rezerve. Na ovaj način umanjuju se rizik likvidnosti i verovatnoća da deponenti neće moći da dođu do svojih depozita. Kao svaka državna intervencija, i ova ima neželjene efekte. Reč je o sledećem: Poslovni uspeh finansijskog posrednika zavisi od razlike između pasivne kamate (one koju plaća deponentima) i aktivne kamate (one koju naplaćuje dužnicima). Što je veći iznos obavezne rezerve, niža je, pri datoj kamatnoj stopi, efektivna aktivna kamata, budući da postoji ograničenje u iznosu plasmana, koji predstavlja preduslov generisanja prihoda banke. To se, obično, kompenzuje podizanjem aktivne kamatne stope. Shodno tome, povećanje iznosa obavezne rezerve uslovljava podizanje aktivne kamatne stope, one po kojoj se plasiraju sredstva. Uvećanje sigurnosti depozita i deponenata ima, dakle, svoju cenu, a nju plaćaju oni na strani tražnje za kapitalom.[81]

Nezavisno od toga, porast kamatne stope ima, kao što smo već napomenuli u prethodnom poglavlju, protivrečne efekte na privredni rast. S jedne strane, povećanje kamatne stope dovodi do smanjenja stope investicija, čime se umanjuje akumulacija kapitala i, stoga, usporava privredni rast. S druge strane, međutim, ono dovodi do povećanja efikasnosti investicija, budući da se eliminišu manje efikasne investicije i uvećava produktivnost kapitala. Koji će od ova dva protivrečna efekta dominirati zavisi od brojnih faktora, između ostalog i od toga da li se privredni rast posmatrane zemlje zasniva (pre svega) na akumulaciji proizvodnih faktora ili na inovacijama, kao i od toga koliki je nivo efikasnosti, odnosno ukupne faktorske produktivnosti dostignut. Međutim, izvesno je da porast kamatne stope u najvećem broju slučajeva dovodi do kratkoročnog obaranja stope privrednog rasta, ali i njegovog ubrzavanja na drugi rok, ili barem velikog jednokratnog povećanja nivoa BDP-a po stanovniku.

Obavezne rezerve jesu mehanizam kojim se umanjuje asimetrija informacija u pogledu likvidnosti, odnosno umanjuje rizik likvidnosti koji snose deponenti i njihove banke.[82] Osiguranje depozita jeste mehanizam kojim se umanjuje rizik druge vrste – rizik od nesolventnosti institucije koja je preuzela depozit. Na primer, ukoliko je banka plasirala prikupljene depozite na taj način da je u tom plasmanu izgubila glavnicu, ili makar jedan njen deo, onda je jasno da ona uopšte nema načina da isplati vlasnike depozita – ti depoziti su jednostavno (finansijski) uništeni. Osiguranje depozita predstavlja državnu meru kojom država garantuje da će vlasnika depozita u potpunosti (do osiguranjem predviđenog iznosa) isplatiti,

[81] Država, oličena u centralnoj banci, može ponekad da stopu obavezne rezerve koristi kao instrument monetarne politike, budući da se njenom promenom utiče na kreditnu multiplikaciju, pa time i na ukupan iznos novca u opticaju. Ova politika nije uslovljena rizikom nelikvidnosti banaka, ali na njega, nezavisno od toga, ima uticaja.

[82] Obavezne rezerve takođe su i mehanizam monetarne politike, budući da njim centralna banka utiče na količinu novca u opticaju time što utiče na proces kreditne multiplikacije. U ovoj knjizi, međutim, ne bavimo se pitanjem obaveznih rezervi kao sredstvom monetarne politike.

odnosno on će biti isplaćen u njeno ime, u slučaju da banka ne može da ispuni tu svoju obavezu, bez obzira na to koji je razlog zbog koga ona to ne može da učini. Iako osiguranje depozita neminovno umanjuje rizik s kojim se suočavaju njihovi vlasnici, ovim mehanizmom ne umanjuje se asimetrija informacija – štediše i dalje ne znaju, barem nisu sigurne, koje su banke dobre i pouzdane (kojima ne preti nesolventnost), a koje nisu.

Štaviše, ne samo da se ne umanjuje asimetrija informacija već se stvara i moralni hazard. Ne samo da vlasnici štednje i dalje ne znaju koja je banka dobra i pouzdana već ih to, ukoliko su depoziti osigurani, i ne interesuje. A zašto bi ih interesovalo kada država garantuje njihov depozit! Budući da je depozit osiguran, vlasnici štednje svoju odluku donose isključivo na osnovu kamatne stope koja im se nudi, a one banke koje nisu dobre i pouzdane, koje su više rizične za polaganje depozita i za njihove vlasnike, žele da privuku štediše visokim kamatnim stopama. Dakle, povećava se rizičnost plasmana kapitala, i to isključivo usled državne intervencije. Štaviše, ovakvim osiguranjem depozita slabi podsticaj bankama da budu dobre i pouzdane, da budu niskorizične sa stanovišta vlasnika depozita, budući da, uvođenjem univerzalnog osiguranja depozita, njihova reputacija na tom planu gubi na značaju. Iz ovih razloga treba biti oprezan kod uvođenja osiguranja depozita, pogotovo onog osiguranja kojim se pokrivaju praktično svi depoziti, nezavisno od njihovog iznosa.

Ipak, mogu se prihvatiti razlozi *ex ante* osiguranja depozita (osiguranje koje se odnosi na buduće depozite) u uslovima u kojima je, nezavisno od razloga, malo poverenje stanovništva u bankarski sistem, pa je zanemarljivo mali deo njegove ukupne štednje deponovan u bankama. U takvim uslovima *ex ante* osiguranje depozita može da znatno poveća iznos depozita i na taj način pospeši finansijsko posredovanje, što može da dovede do povećanja stope investicija i ubrzavanja privrednog rasta.[83] Međutim, *ex post* osiguranje depozita (osiguranje depozita koji su već propali) nema nikakvog smisla. Naime, takvo osiguranje stvara jedino moralni hazard jer podstiče ljude da plasiraju svoju štednju u ekstremno rizične finansijske poduhvate, očekujući, s pravom, jednom je to već učinjeno, da će njihove gubitke pokriti država.[84]

[83] Zanimljivo je da se „povratak" depozita u banke u Srbiji u prvoj deceniji ovog veka odigrao bez ikakvog osiguranja depozita. Naime, to osiguranje je uvedeno tek sa dolaskom svetske finansijske krize i mogućim „jurišom na banke" kao posledicom pada poverenja deponenata.

[84] U Srbiji je ex post osiguranje depozita uvedeno u slučaju depozita uloženih u štedionicu „Jugoskandik" i „Dafiment" banku, i to zakonom koji je usvojila Narodna skupština. Obe navedene finansijske institucije bile su tipični primeri Poncijevog obrasca, a izuzetno visoke kamatne stope koje su na početku prisvajale štediše upućivale su na to da je reč o veoma velikom riziku. Shodno tome, teško da postoji bilo kakvo opravdanje da se obeštete oni koji su izgubili novac u jednom, u osnovi kockarskom poduhvatu. Apsurdnost ovog osiguranja ravna je osiguranju od gubitaka na kladionici.

Univerzalno osiguranje depozita dovodi i do prilagođavanja ponašanja banaka, i to, pre svega, u strategiji privlačenja deponenata. Budući da uvođenjem tog osiguranja reputacija banke nije više od značaja, bar ne od velikog, štediše se odlučuju u koju će banku deponovati sredstva (isključivo) na osnovu pasivne kamatne stope koju im one nude. Stoga se bankama ne isplati da ulažu u sopstvenu reputaciju, njeno sticanje i održavanje, bar ne da to bude osnovna strategija privlačenja deponenata, i uzdaju su u podizanje kamatnih stopa i slične pogodnosti koje po banku i njene troškove imaju iste posledice kao povećanje kamatnih stopa. Budući da su pasivne kamatne stope osnova na kojoj banke formiraju aktivne kamatne stope, njihovo uvećanje kao posledica promene strategije privlačenja depozita usled njihovog univerzalnog osiguranja neminovno dovodi do povećanja aktivne kamatne stope, odnosno do povećanja cene po kojoj se pozajmljuje kapital, što znači da će manje investicija biti realizovano, pa se time barem *ceteris paribus* usporava privredni rast.[85]

Zanimljivo je razmotriti posledice univerzalnog osiguranja depozita na stabilnost finansijskog sistema. Na prvi pogled, može se reći da dolazi do povećanja stabilnosti tog sistema, budući da se umanjuje rizik s kojim se suočavaju deponenti, što znači da se uvećavaju depoziti, pa time i ponuda zajmovnog kapitala, odnosno „dubina" finansijskog tržišta koje se zasniva na pozajmljivanju kapitala. To se naročito može reći u uslovima u kojima postoji veliko nepoverenje u bankarski sistem zemlje. Međutim, na dugi rok posmatrano, univerzalno osiguranje depozita nema toliko povoljne efekte. Naime, budući da banke više nemaju snažan podsticaj da rade na stvaranju i održavanju sopstvene reputacije, da uredno izvršavaju svoje obaveze prema deponentima, veća je verovatnoća da će upasti u nesolventnost ili nelikvidnost, što ima snažne negativne efekte po finansijski sistem i njegovu stabilnost. Dakle, bez obzira na, možda, dobre namere, konačan ishod ovakve državne politike nije baš poželjan ili, barem, ne mora uvek biti poželjan.

Tim pre što su najsnažniji podsticaji za univerzalno osiguranje depozita dolazak finansijske krize bilo koje vrste i opšti strah deponenata (i ne samo njih) od moguće nesolventnosti i nelikvidnosti banaka, odnosno od mogućnosti da depoziti ne budu isplaćeni. Možda je to tako, međutim, u slučaju ove vrste regulacije postoji znatna asimetrija, ovoga puta ne informacija. Kada se jednom određena vrsta regulacije kao vid državne intervencije uvede, ona opstaje, nezavisno od toga da li su nestali oni uslovi koji su doveli do njenog uvođenja ili su bar bili opravdanje za to. Povlačenje finansijske krize ne dovodi do deregulacije finansijskog sektora, odnosno do povlačenja univerzalnog osiguranja depozita, kao mere državne intervencije. Osnovni nalazi savremene političke ekonomije, kao jedne

[85] Reč je o kratkoročnom efektu, koji može da bude uravnotežen efektom povećanja efikasnosti investicija, naročito njegovim dugoročnim dejstvom. Već je, naime, ukazano na protivrečne efekte do kojih dovodi povećanje kamatnih stopa.

od disciplina ekonomske nauke, pokazali su da se jednom dobijena privilegija neke interesne grupe retko kada povlači. O tome uvek treba voditi računa kada se zastupa ideja uvođenja određene regulacije, naročito zbog toga što je veoma mali korak od intervencije kojom se obezbeđuju depoziti do intervencije kojom se, najčešće pod opravdanjem očuvanja stabilnosti finansijskog sistema, ali i zaštite interesa deponenata, finansijski izbavljaju banke koje su potpuno nesolventne i koje treba da odu u stečaj. Takva politika stvara veoma loše podsticaje bankama, budući da ih ohrabruje da ulaze u veoma rizične poslovne poduhvate, znajući da će ih na kraju država, oličena u centralnoj banci ili ministarstvu finansija, izbaviti iz nesolventnosti koja je posledica upravo takvog isuviše riskantnog ponašanja.

Dosadašnja razmatranja pokazala su sa kakvim se izazovima suočavaju deponenti i depozitarne finansijske institucije, banke, u nameri od obezbede sredstva za finansijsko posredovanje. A upravo je formiranje odgovarajućeg iznosa depozita osnovni preduslov za formiranje akumulacije kapitala posredstvom bankarskog sistema i privrednog rasta zasnovanog na investicijama u fizički kapital. Jednostavno, sva ona odložena potrošnja, sva štednja domaćinstava, ne može da bude predmet finansijskog posredovanja ukoliko nije deponovana, ukoliko nije prepuštena bankama kao finansijskim posrednicima. To je naročito važno u onim zemljama koje nemaju dobro razvijene finansijske sisteme, a to, po pravilu, znači da tržište kapitala, odnosno, šire posmatrano, tržište hartija od vrednosti nije dobro razvijeno. U takvim uslovima od ključnog značaja za obezbeđivanje visoke stope investicija jeste upravo postojanje visokih depozita. Treba, međutim, voditi računa da samo postojanje depozita, odnosno njihovo pretakanje u investicije, pa time i akumulaciju kapitala, ne znači da će te investicije biti efikasne, odnosno da će obezbediti visoki granični proizvod kapitala. Da bi se spoznao mehanizam kojim se to obezbeđuje, potrebno je razmotriti sledeći finansijski mehanizam: kredite.

Krediti

Kredit ili zajam predstavlja ugovorni dužničko-poverilački odnos u kome se dužnik obavezuje da će, pošto je primio ugovorom predviđenu glavnicu, nju u predviđenom roku vratiti u punom iznosu i platiti kamatu po stopi predviđenoj ugovorom. Ugovorom o kreditu se, pored iznosa glavnice i kamate, definišu svi ostali parametri ugovora: ročnost, eventualno period počeka, dinamika plaćanja, iznos rate itd. Osnovna odlika kreditnog odnosa jeste velika asimetrija informacija. U tom pogledu postoji nekoliko njenih vrsta.

Prilikom odobravanja kredita, tj. prilikom pozajmljivanja kapitala, postoji, načelno posmatrano, snažna asimetrija informacija, i to u korist dužnika. Drugim rečima, poverilac ne zna da li dužnik zaista može uredno da servisira dug, što znači da vrati glavnicu u predviđeno vreme i plati pripadajuću kamatu. Takođe, poverilac

ne zna da li će dužnik pri servisiranju duga dati svoj maksimum, da li će uložiti maksimalan napor da bi vratio taj dug. Prvi problem jeste problem negativne selekcije dužnika, a drugi je problem moralnog hazarda.

Negativna selekcija zasniva se na tome da potencijalni dužnici, kako bi dobili kredit, imaju snažan podsticaj da, sasvim razumljivo, sebe i svoj poslovni poduhvat koji žele da finansiraju prikažu u boljem svetlu nego što on to zaista jeste. Znajući to, onaj ko daje kredit ima snažan podsticaj da prikupi što više informacija o potencijalnom dužniku i njegovom poslovnom poduhvatu. Pri tome je veoma bitno da te informacije ostaju u posedu samo onoga ko ih je prikupio i da niko drugi do njih ne može da dođe, odnosno da one ne stoje na raspolaganju nikom drugom.[86]

Kakvo je poslovanje potencijalnog dužnika? Da li je u prošlosti donosio dobre poslovne odluke? Kakva je njegova kreditna istorija? Koliki su zabeleženi njegovi prihodi i troškovi, kolika mu je stopa prinosa, odnosno kolika je profitna stopa zabeležena? Da li su njegovi stvarni i potencijalni prihodi takvi da može uredno da servisira budući kredit? Da li je poslovni poduhvat za koji potencijalni dužnik želi da se zaduži opravdan i izvodljiv? Da li je dobro sačinio „biznis plan" tog poduhvata? Koliki su njegovi očekivani prinosi i da li su dobro procenjeni? Kakvi su rizici vezani za realizaciju tog poduhvata? Sve su to pitanja na koja onaj koji pozajmljuje novac želi da dobije istiniti odgovor kako bi znao u kakav se rizik upušta. A da bi dobio istinit odgovor, potrebno je da uloži dosta napora kako bi proverio šta stoji iza tvrdnji koje (namenski) iznosi potencijalni dužnik.

Veoma je važno omogućiti potencijalnom dužniku da pošalje verodostojne signale. Na primer, time što je potencijalni dužnik spreman da prihvati hipoteku na nekretninu koju poseduje, on šalje verodostojan signal da smatra da je njegov poslovni poduhvat izvodljiv i da će biti uspešan, što će mu omogućiti da uredno otplati kredit i plati pripadajuću kamatu. Da nije tako, ne bi potencijalni dužnik rizikovao nudeći hipoteku, odnosno pristajući na nju, budući da će njeno aktiviranje dovesti do znatnih troškova po potencijalnog dužnika i umanjenja njegovog bogatstva, a vrlo verovatno i do propasti poslovnog poduhvata koji je preduzeo. Stoga, tražeći hipoteku kao sredstvo obezbeđenja, potencijalni poverilac ne samo da sebe obezbeđuje nego potencijalnom dužniku omogućava da uputi verodostojan signal o svom finansijskom stanju i sopstvenoj proceni izvodljivosti poslovnog poduhvata u koji želi da se upusti.

Postoje i potencijalni dužnici koji su početnici. Nemaju nikakvu kreditnu istoriju, a ni imovinu koju bi mogli da daju u zalogu. Stoga se postavlja pitanje

[86] To ekskluzivno pravo korišćenja informacija o potencijalnom dužniku predstavlja ključni podsticaj da se prikupe informacije. Naime, informacija ima karakter javnog dobra, što podrazumeva da su visoki troškovi isključenja onoga koji nije platio, što dovodi do strategije „slepog putnika" – situacije u kojoj niko nema podsticaj da snosi troškove prikupljanja informacija, već čeka da to učini neko drugi.

kakvu oni pouzdanu informaciju o sebi mogu da pruže, odnosno kako oni mogu da pošalju verodostojan signal. Jednu mogućnost za to pruža finansijski lizing, pri kome se umesto pozajmljivanja novca dužniku pozajmljuje, daje u najam, određena stvar – fizička imovina. Ta imovina i dalje ostaje u vlasništvu onoga koji pruža lizing uslugu, samo se ona ustupa dužniku na korišćenje, a za to se poveriocu plaća mesečna kamata, slično kao u slučaju kredita, kao pozajmljivanje novca. Dužnik kod lizing usluge zna da, u slučaju da ne izvršava svoje ugovorne obaveze, može da ostane bez mogućnosti korišćenja pozajmljene imovine, najčešće neke vrste osnovnog sredstva. Iako ovaj signal po svojoj verodostojnosti nije ravan davanju sopstvene imovine u zakup, može biti zadovoljavajući u slučaju potpuno novih ulazaka, odnosno novih preduzeća bez kreditne istorije i velike imovine, kao i relativno malih poslovnih poduhvata koja ona preduzimaju.[87]

Pored negativne selekcije, asimetrije informacija koja se javlja pre nego što se uspostavi dužničko-poverilački odnos, veoma je važna i ona druga asimetrija informacija koja se javlja po njegovom uspostavljanju, koja dovodi ili bar može da dovede do moralnog hazarda. I ova vrsta asimetrije informacija stvara veoma snažne podsticaje stranama u transakciji, a naročito potencijalnom poveriocu. Ukoliko je moralni hazard veoma izražen, odnosno ukoliko se može očekivati da će do njega doći po uspostavljanju dužničko-poverilačkog odnosa, onda do uspostavljanja tog odnosa uopšte neće ni doći. U takvim uslovima, koji dovode do znatnog kreditnog rizika, potencijalni poverilac, jednostavno, nije zainteresovan da bilo kome pozajmljuje kapital ili će to, eventualno, ipak da učini zahtevajući izuzetno visoku kamatnu stopu.

Postoje dva osnovna mehanizma kojima se umanjuje moralni hazard u dužničko-poverilačkom odnosu. Prvi je obezbeđenje (vraćanja) zajma u vidu zaloge. Ukoliko otplata kredita kasni, poverilac postaje vlasnik imovine koja je pod zalogom i njenom prodajom namiruje sva svoja, ne samo dospela potraživanja. Opasnost od aktiviranja zaloge, hipoteke, na primer, i mogućnost znatnog gubitka bogatstva na toj osnovi i na taj način predstavljaju snažan podsticaj dužniku da svoje aktivnosti usredsredi na uredno servisiranje duga, tj. redovnu otplatu glavnice i plaćanje kamate.

Drugi mehanizam čine ugovorne obaveze kojima se određuje šta dužnik treba a šta ne treba da radi posle dodeljivanja kredita. U ove prve obaveze spada redovno izveštavanje o poslovanju, naročito o finansijskim rezultatima poslovnog poduhvata koji se finansira pozajmljivanjem kapitala. Takođe, dužnik se obavezuje da osigura svoju imovinu, kako onu koja je pod zalogom, tako i onu koja nije, kako bi se održavala vrednost imovine koja služi kao specijalno i opšte obezbeđenje kre-

[87] Lizing aranžman je superioran za poverioca u smislu obezbeđenja plasmana, budući da je stvar koja je data u najam i dalje u vlasništvu poverioca, tako da ne postoje nikakvi transakcioni troškovi promene vlasništva – poverilac je sve vreme aranžmana vlasnik „glavnice“.

dita, odnosno za naplatu dospelih, a nenaplaćenih potraživanja. Pojedina ponašanja dužnika mogu da budu zabranjena ili dozvoljena uz izričitu saglasnost banke. U to spadaju kapitalne transakcije, poput spajanja, pripajanja i preuzimanja, kapitalna ulaganja koja nisu predviđena biznis planom na osnovu kojeg je kredit odobren, kao i prodaja velike imovine, poput kapaciteta za obavljanje osnovne delatnosti preduzeća.

Postavlja se pitanje kako obezbediti da dužnik poštuje sve navedene obaveze, budući da treba da ih ispuni pošto je već dobio kredit. Samo dobijanje kredita predstavlja snažan podsticaj dužniku da ispuni sve one obaveze koje su uslov za dobijanje kredita, ali taj podsticaj više ne postoji pošto je kredit dodeljen. Sankcija za nepoštovanje navedenih ugovornih obaveza po odobravanju i „puštanju" kredita jeste proglašavanje celokupnog iznosa kredita dospelim. To je standardna sankcija u slučaju neispunjavanja obaveza otplate glavnice i plaćanja kamate. Ukoliko dužnik ne ispuni svoje obaveze ove vrste, naročito pošto ih ne ispuni iako je opomenut da to učini, ceo preostali iznos kredita proglašava se dospelim, što *de facto* znači aktiviranje zaloge ili nekog drugog sredstva specijalnog obezbeđenja kredita. Ugovorom se može predvideti upravo ova mera kao sankcija za kršenje onih ugovornih obaveza namenjenih sprečavanju moralnog hazarda.

Pored navedenih mehanizama, postoji još jedan način da se poverilac obezbedi od neodgovarajućeg ponašanja dužnika posle dodeljivanja kredita. To je izdavanje garancija kojima neka treća strana garantuje da će dužnik uredno servisirati dug, i to tako što ukoliko dužnik zakasni u otplati glavnice i plaćanju kamate, na sebe preuzima obavezu trenutne otplate celokupnog preostalog dela glavnice i plaćanja dospele kamate. To rešava problem kreditnog rizika s kojim se suočava poverilac, a koji proizlazi iz moralnog hazarda, ali uopšte ne znači da se rešava sam moralni hazard. Štaviše, ovakav aranžman može samo da uveća moralni hazard, budući da dužnik u ovakvoj situaciji nema snažne podsticaje da uredno servisira dug. Stoga onaj koji izdaje garancije mora da pronađe odgovarajući mehanizam kojim će obezbediti da se dužnik pridržava obaveza u pogledu plaćanja, odnosno koji će preduprediti moralni hazard. Poverioca, međutim, ne zanima previše kakvi su odnosi između dužnika i onog koji garantuje redovno servisiranje kredita. Njega interesuje, međutim, kakva je kreditna istorija onoga koji garantuje. U određenom broju slučajeva reč je o državnoj, tzv. suverenoj garanciji kojom se teret otplate duga, ukoliko originalni dužnik ne ispuni svoje obaveze, prebacuje na državni budžet.[88] Međutim, ovakva državna intervencija ne otklanja moralni hazard, već samo umanjuje kreditni rizik s kojim se suočava poverilac. Bez državne garancije

[88] Ukoliko originalni dužnik propusti neku svoju obavezu u servisiranju kredita, aktivira se garancija, a to podrazumeva dospelost celokupnog iznosa duga, preciznije rečeno dospelost preostalog dela glavnice. Zbog toga u nekim situacijama u kojima može da dođe do aktiviranja garancije, država originalnom dužniku transferiše sredstva za isplatu dospele rate, kako se ne bi aktivirala državna garancija, što znači da bi, umesto jedne rate, dospeo celokupan preostali deo glavnice.

kreditni rizik bi bio toliko visok da ili ne bi bio realizovan, ili bi kamatna stopa bila izuzetno visoka.

Nekoliko puta pri razmatranju efekata asimetrije informacija zaključeno je da u onim situacijama u kojima postoji veliki kreditni rizik neminovno dolazi do visoke kamatne stope. Stoga je potrebno ukazati na to kako se formira kamatna stopa, i to kako u pogledu ponude, tako i u pogledu tražnje za pozajmljivanjem kapitala. Time će se objasniti mehanizam koji dovodi do navedene uzročno-posledične veze kojom povećanje kreditnog ili bilo kog drugog rizika dovodi do povećanja kamatne stope.

Prilikom formiranja kamatne stope, poverilac (na primer banka) polazi od toga koliki su njegovi troškovi kapitala. Troškove kapitala predstavlja pasivna kamatna stopa, ona cena koja se plaća deponentima kako bi svoj novac poverili banci. Upravo troškovi kapitala (odnosno pasivna kamatna stopa) predstavljaju osnovu na kojoj se gradi kamatna stopa koja se naplaćuje dužnicima. Na pasivnu kamatnu stopu dodaje se ona stopa koja je potrebna da se pokriju operativni troškovi poslovanja banke, kao i troškovi pribavljanja njenog kapitala (prinos vlasnika akcija banke). Konačno, na sve ovo dodaje se i premija na rizik koju banka naplaćuje i koja direktno zavisi od rizika plasmana s kojim se banka suočava. Svaki plasman banke ima svoj specifičan nivo rizika, tako da se, načelno posmatrano, premija na rizik razlikuje od jednog plasmana do drugog. Što je veći rizik s kojim se banka suočava, viša je premija na rizik, pa je time *ceteris paribus* viša i kamatna stopa.

Razmotrimo sada sve tri komponente aktivne kamatne stope. Prva je cena pribavljanja kapitala, otelotvorena u pasivnoj kamatnoj stopi, tj. onoj kamatnoj stopi koju banka plaća deponentima, odnosno onima od kojih je pozajmila kapital. Zbog toga je logično da će obaranje te cene dovesti *ceteris paribus* do pada aktivne kamatne stope, pa se stoga ponekad pristupa merama koje treba da dovedu do pada pasivne kamatne stope. Stoga pojedine države, tj. njihove vlasti, čak pospešuju dogovor banaka kojim se narušava njihova međusobna konkurencija i utvrđuje niska pasivna kamatna stopa, što ide i do toga da se takav sastanak održava u prostorijama centralne banke, a mediji, s ponosom, izveštavaju o toku i rezultatu tog sastanka. Čak i ukoliko se prihvati teza da je obaranje kamatnih stopa dobro za privredni rast,[89] postoji nekoliko razloga koji govore protiv ovakvog pristupa. Prvi je da se ovim narušava konkurencija i povređuje njeno pravo. Ukoliko je centralna banka zadužena za sprovođenje prava konkurencije u finansijskom sektoru (kao što je to u

[89] Kao što smo već napomenuli u drugom poglavlju, obaranje kamatnih stopa ima protivrečne efekte na privredni rast. S jedne strane, ono dovodi do porasta stope investicija, čime se uvećava akumulacija kapitala i time ubrzava privredni rast. S druge strane, međutim, ono dovodi do pada efikasnosti investicija, odnosno privrede u celini, zbog toga što se finansiraju poslovni poduhvati koji nisu efikasni. Dok se privredni rast ubrzava na kratak rok, usporava se na dugi rok, tim pre što umanjenje kamatnih stopa na depozite umanjuje podsticaje za štednju i dovodi do umanjenja depozita, pa time i do umanjenja kreditnog potencijala banaka.

Srbiji) i ukoliko ona učestvuje u povredi prava konkurencije (kao što je bilo u Srbiji), onda time gubi bilo kakav autoritet u primeni bilo koje od preostalih odredaba prava konkurencije. Drugi je što, usled prilagođavanja banka, određivanje niske obavezujuće pasivne kamatne stope ne znači da će cena pribavljanja kapitala neminovno da opadne. Naime, ukoliko nema konkurencije cena (pasivne kamatne), nastavlja se vancenovna konkurencija banaka za pribavljanje depozita. U tu konkurenciju spadaju povoljna ročnost, isplata kamate unapred, promena strukture kamatne stope itd. Sve to uvećava efektivnu cenu pribavljanja kapitala, odnosno uvećava se efektivna kamatna stopa koju plaća banka. Konačno, ovakav dogovor o (zajedničkoj) ceni predstavlja tipičan slučaj kartela, a nalazi savremene ekonomske nauke i njene discipline koja se bavi odnosima na tržištu (industrijska organizacija) ukazuju na to da postoje brojni podsticaji učesnicima na tržištu da izigravaju kartel i da postavljaju onu cenu koja njima odgovora, mimo dogovorene. Stoga, imajući u vidu da je kartel inherentno nestabilan, ne samo da je pod velikim znakom pitanja poželjnost ovakve politike nego čak i njena izvodljivost.

Sledeća komponenta kamatne stope jeste ona kojom se pokrivaju operativni troškovi banke i troškovi njenog (sopstvenog) kapitala. U ovom slučaju stvari su potpuno jasne. Banka koja, pri datim troškovima prikupljanja kapitala putem depozita, ima najniže operativne troškove može da kredite ponudi sa najnižom kamatnom stopom – nižom od onih banaka koji imaju više operativne troškove – i time stekne prednost nad konkurentima na tržištu zajmovnog kapitala. Ta prednost može da se iskaže istiskivanjem konkurenata i jačanjem tržišne pozicije (ukoliko se nude kamatne stope niže od konkurenata) ili prisvajanjem ekonomskog profita (ukoliko se nude kamatne stope iste kao i one konkurenata). Ovo je ključni podsticaj za efikasnost u sektoru depozitnih finansijskih institucija i bilo bi najbolje da se u ovom pogledu država ni na koji način ne meša i da vodi računa da nekim svojim drugim merama ne utiče na ovaj mehanizam kojim se pospešuje efikasnost.

Konačno, treći segment aktivne kamatne stope, one stope koju banka nudi potencijalnim dužnicima, jeste premija na rizik plasmana. Ta premija na rizik obuhvata sve rizike posmatranog plasmana, a najznačajniji su: kreditni, cenovni i valutni (devizni). Stoga treba razmotriti kako svaki od ovih rizika utiče na kamatnu stopu, naročito kakvi su efekti smanjivanja svakog od ovih rizika koje snosi banka.

Kreditni rizik, kako se pokazalo, umanjuje se eliminacijom asimetrije informacija, kako negativne selekcije, tako i moralnog hazarda. Najznačajniji mehanizam te vrste jeste obezbeđenje plasmana putem zaloge. Da bi ovaj mehanizam umanjenja kreditnog rizika dobro funkcionisao, bitni su lakoća kojom poverilac može da prodajom založene stvari (nekretnine u slučaju hipoteke, na primer) namiri svoja potraživanja i, naročito, vreme koje je za to potrebno. Što je teže da se sve to uradi i što duže traje taj proces, tj. što je manja verovatnoća da će se poverilac u potpunosti namiriti ovim mehanizmom, veći je kreditni rizik, pa je stoga i viša

premija na rizik, što znači i aktivna kamatna stopa.[90] Drugim rečima, ovakvo obezbeđenje plasmana nije delotvorno.

Takođe, kreditni rizik može da umanji osiguranje kojim se umanjuje ili eliminiše šteta do koje dolazi ukoliko dužnik ne ispuni obaveze prema poveriocu. Tipičan primer te vrste jeste osiguranje stambenih kredita, i to dve njegove vrste. Jedna je životno osiguranje dužnika vinkulirano na banku. Reč je o ugovornom odnosu dužnika i osiguravajućeg društva. U slučaju smrti dužnika i nastupanja osiguranog slučaja, osiguravajuće društvo isplaćuje banci celokupan iznos preostale glavnice. Druga vrsta jeste osiguranje stambenih (hipotekarnih) kredita kod korporacije za osiguranje kredita. Takvo osiguranje nudi više vrsta pogodnosti ukoliko dužnik ne izvršava svoje obaveze. Na primer, u slučaju osiguranja kredita kod NKOSK-a, agencije za takvo osiguranje koja posluje u Srbiji, banka odmah po aktiviranju hipoteke od osiguravajućeg društva dobija celokupan iznos dospelih, a nenaplaćenih potraživanja, osiguravajuće društvo nastavlja da uredno servisira ovaj dug sve do prodaje hipoteke i gotovinskog priliva na tom osnovu, a ukoliko su sredstva dobijena prodajom nekretnine nedovoljna za pokrivanje tako nastalih gubitaka banke, osiguravajuće društvo pokriva 75% tih gubitaka. Ovim se znatno umanjuje rizik koji snosi banka, naročito onaj u pogledu likvidnosti.[91]

Ključno pitanje u ovakvim slučajevima glasi: Kolika je premija ovakvog osiguranja i ko je plaća? Ukoliko je plaća dužnik (što se najčešće događa u slučaju životnog osiguranja), onda to svakako dovodi do umanjenja kamatne stope. Ukoliko plaća poverilac, koji troškove osiguranja prevaljuje na dužnika, onda se postavlja pitanje: Da li je premija osiguranja dovoljno niska da može da umanji kamatnu stopu koju naplaćuje poverilac? U najvećem broju slučajeva jeste, budući da su osiguravajuća društva specijalizovane organizacije koje su bolje osposobljene od banaka da podnose rizik, budući da raspolažu mehanizmima kojima mogu da umanje rizik. Stoga se može očekivati da osiguranje kredita čak i kada troškove snosi banka ipak dovodi do pada kamatne stope po kojoj se nude krediti.

Upravo je ovaj nalaz doveo do postupka punog osiguranja plasmana, tzv. *credit default swap* (CDS), koji predstavlja relativno novi mehanizam za umanjenje rizika koji snosi banka. Ovaj mehanizam zasniva se na tome da u slučaju neizvršenja ugovorne obaveze dužnika, poverilac celokupno potraživanje prenosi osigura-

[90] Ukoliko se pokaže da je veoma teško, gotovo nemoguće da se nenaplaćeno potraživanje naplati prodajom založene nekretnine, banke više nisu spremne da uopšte odobravaju kredite te vrste. U Albaniji su sudije pri aktiviranju hipoteke, po pravilu, presuđivale u korist dužnika, tj. presudom su zabranjivale banci da preuzme nekretninu i proda je na aukciji, a to su pravdale brigom o dužniku, koji je, takva je bila percepcija, siromašniji od banke. To je dovelo do toga da banke u ovoj zemlji više ne nude hipotekarne kredite. Videti: EBRD (2014).

[91] Naravno, posle prodaje nekretnine i ostvarivanja gotovinskog priliva po tom osnovu, banka osiguravajućem društvu nadoknađuje celokupan iznos sredstava koja je primila uz pripadajuću kamatu određenu ugovorom o osiguranju.

vajućoj kompaniji, a ona njemu isplaćuje celokupan preostali iznos glavnice. Ovim se, zaista, eliminiše kreditni rizik s kojim se suočava banka, što joj omogućava da obori kamatnu stopu, a uz pretpostavku da je premija osiguranja koja se plaća dovoljno niska, dolazi do pada kamatne stope koja se nudi. Ovakvo osiguranje, međutim, dovodi do loših posledica na planu asimetrije informacija.

Ukoliko se svi krediti u potpunosti osiguraju, onda banka više nema nikakav podsticaj da spreči negativnu selekciju, odnosno nema nikakav podsticaj da se informiše o potencijalnim dužnicima i njihovoj mogućnosti da uredno servisiraju kredit. Takođe, banka nema nikakav podsticaj da spreči dužnikov moralni hazard, znajući da ukoliko dođe do neizvršenja finansijske obaveze, sva svoja potraživanja može da naplati od osiguravajućeg društva.[92] Konačno, došlo je do još jedne forme negativne selekcije. Reč je o tome da su niske kamatne stope na tržištu hipotekarnih kredita, što je bila posledica ovakvog osiguranja, uveli one dužnike koji nikada ranije nisu ni sanjali da bi mogli da se zaduže i koji ni u kom slučaju nisu dobri dužnici, budući da imaju neredovne prihode i malu sposobnost da projektuju svoje gotovinske tokove. Činjenica da banke više nisu obraćale pažnju na sprečavanje negativne selekcije omogućila je ovakvim dužnicima da uđu na tržište hipotekarnih kredita i time drastično uvećaju kreditni rizik,[93] samo zbog toga ili, bolje rečeno, upravo zbog toga što ga banke nisu snosile.[94]

Kreditni rizik razlikuje se od slučaja do slučaja. Praktično svaki pojedinačni plasman generiše svoj specifičan rizik. Poverilac može da se u ovom pogledu postavi na dva fundamentalno različita načina. Jedan je da svakog dužnika i svaki zahtev za kredit razmatra posebno, pa da na osnovu svih prikupljenih informacija odredi koliki je konkretan kreditni rizik u koji se upušta, što mu omogućava da na osnovu

[92] Argument da u ovom slučaju o moralnom hazardu brinu osiguravajuća društva nije baš uverljiv zato što osiguravajuća društva, iako se bave problemom moralnog hazarda u slučaju, na primer, osiguranja imovine, nisu osposobljena da se bave moralnim hazardnom u slučaju kredita. Tim pre što je ugovor kojim su specifikovani postupci za nadgledanje moralnog hazarda i dalje na snazi, i to su ugovori u kojima su banke ovlašćene da sprovode te postupke. Upravo je kriza hipotekarnih kredita u SAD u prošloj deceniji ovog veka pokazala loše strane ovakvog aranžmana. A problematični plasmani, bolje rečeno nenaplativa potraživanja završila su u osiguravajućim društvima umesto u bankama.

[93] Znajući da će ovi plasmani biti u potpunosti osigurani, banke nisu imale nikakav podsticaj da urade bilo kakvu selekciju klijenata – tipičan slučaj moralnog hazarda. Posledica je bila da su krediti dodeljivani onima koji ne bi mogli da ih dobiju u dugim okolnostima. Tadašnjim bankarskim jezikom rečeno, posredi su bili NINJA (No Income No Job or Assets) klijenti, dakle klijenti bez dohotka, stalnog posla i imovine.

[94] Upravo su zbog toga u finansijskoj krizi u SAD krajem prošle decenije ovog veka osiguravajuća društva beležila ogromne gubitke. Hipotekarni krediti masovno su u SAD osiguravani po obrascu CDS. Za to su osiguravajuća društva, verujući u dalji rast cena na tržištu nekretnina, naplaćivala relativno male premije, a onda su, posle kraha tog tržišta i masovnog neizvršavanja obaveza prema poveriocima, ostala sa velikim brojem nekretnina u svom portfelju koje su mogli da prodaju za tek manji deo nekada precenjene vrednosti, dok su bankama osiguravajuća društva isplatila celokupan iznos (preostale) glavnice.

toga odluči ne samo da li će kredit odobriti ili ne nego i kolika će biti njegova kamatna stopa. Ovakav postupak traži angažovanje veoma mnogo resursa, naročito u pogledu radnog vremena, tako da generiše znatne troškove za banku. Zbog toga se primenjuje samo u slučaju relativno velikih kreditnih plasmana, pre svega u slučajevima poslovnih poduhvata koji se finansiraju, odnosno preduzeća kao dužnika.

Drugi način daleko je jednostavniji. Unapred se odredi kamatna stopa, procenjena na osnovu prosečnog rizika, unapred se definišu kriterijumi na osnovu kojih se ocenjuje da li je kreditni rizik prihvatljiv, pa se onda jednostavnom, tehničkom proverom stanja stvari donese odluka da li se kredit odobrava ili ne. Na primer, da li ukupni izdaci servisiranja duga prelaze 50% projektovanih ukupnih prihoda dužnika. Ovakve odluke nisu precizne kao one pri korišćenju prvog pristupa, ali generišu relativno niske troškove za banku. Zbog toga se primenjuju u slučaju manjih kreditnih plasmana i standardizovanih kredita (stambenih kredita, na primer), pre svega kada su dužnici fizička lica.

Cenovni rizik koji snosi banka svodi se na kamatni rizik i rizik kupovne moći. Kamatni rizik predstavlja rizik da će promenom kamatne stope koju banka plaća na deponovana ili pozajmljena sredstva doći do umanjenja kamatne margine koju banka prisvaja i iz koje pokriva svoje troškove, uključujući i troškove sopstvenog kapitala, što se svodi na dividendu koju zahtevaju vlasnici kapitala banke. Za izbegavanje kamatnog rizika potrebno je aktivnu kamatnu stopu formulisati tako da se može prilagođavati promenama pasivne kamatne stope. Zbog toga je potrebno pronaći veličinu koja utiče na sve kamatne stope, pa time i na pasivne. Najpogodnija veličine te vrste jeste bazična bankarska kamatna stopa, tzv. LIBOR, što označava kamatnu stopu po kojoj banke jedne drugima pozajmljuju novac. Zbog toga je uobičajeno da se kamatne stope formulišu kao „LIBOR+“, tj. da se na LIBOR dodaje margina koju naplaćuje banka i koja zavisi od svih onih faktora koji su u ovom odeljku razmotreni. Ovakva formulacija znatno umanjuje kamatni rizik, budući da omogućava da se kamatna stopa po kojoj banka naplaćuje kamatu kreće u skladu sa promenama kamatne stope koju ona plaća. Stoga su fiksne kamatne stope, kada se koriste, daleko više od varijabilnih kamatnih stopa formulisanih po obrascu „LIBOR+“, budući da takve stope generišu viši kamatni rizik.

Veliki je rizik kupovne moći ili rizik inflacije u zemljama u kojima postoji tradicija monetarne nestabilnosti. Reč je o sledećem: u uslovima inflacije, gubi se kupovna moć glavnice koja je pozajmljena, tako da je na kraju zajma, iako je nominalno ista, u realnom iznosu, tj. mereno njenom kupovnom moći, znatno manja. Toliko je manja da često ne može biti kompenzovana kamatnom stopom koja je naplaćena. Otuda se ovakvi krediti i nazivaju krediti sa negativnom realnom kamatnom stopom. Poverilac je, u realnom iznosu, otplatom glavnice i naplatom kamate dobio manje nego što je pozajmio. U takvim uslovima, poverilac ili neće uopšte davati kredite, ili će ih davati pod izuzetno visokom (nominalnom) kamatnom sto-

pom, ili će tražiti neki drugi način da se obezbedi od rizika. Uobičajeno rešenje za eliminaciju izloženosti banke ovakvom riziku jeste da se glavnica i na njoj zasnovane obaveze, poput kamate, iskazuju u stalnim cenama. Tehnički se to najčešće postiže indeksiranjem nominalnog iznosa glavnice indeksom potrošačkih cena.

Banke koriste izvore za plasmane u različitim valutama, pogotovo u zemljama u kojima je najveći deo depozita u stranoj valuti, čime se, ukoliko su plasmani u nacionalnoj valuti, otvara još vrsta rizika, a to je valutni, odnosno rizik deviznog kursa. To je situacija u kojoj je plasman banke u jednoj valuti, dok je izvor tih sredstava, tj. obaveza banke u drugoj valuti. Promene u kursu te dve valute dovode do diskrepance između vrednosti izvora i vrednosti plasmana, pa banka može da zabeleži gubitke, ali i dobitke, u zavisnosti od smera promene kursa. Zbog toga je za minimizaciju valutnog rizika kojim je izložena banka potrebno da se u potpunosti uskladi valuta u kojoj su izvori (depoziti) i plasmani.

Budući da Srbija ima dugačku i tešku istoriju monetarne nestabilnosti, ne postoji opšteprihvaćeno poverenje u nacionalnu valutu, naročito na dugi rok. Zbog toga ne čudi što ljudi štede u stranoj valuti – najveći je broj štednih oročenih uloga u evrima. Zanemarljiva je vrednost štednih uloga u dinarima. Zbog toga banke, kada koriste ove depozite kao izvore svojih plasmana, te plasmane, ukoliko nisu direktno u evrima, indeksiraju u evrima, kako bi se valutni rizik u potpunosti prebacio na dužnika. Isto se odnosi na sredstva koja je banka pozajmila u inostranstvu, na međunarodnom tržištu kapitala, nezavisno od toga u kojoj je konkretnoj (stranoj) valuti to učinila. Naravno, valutni rizik može da se prebaci i na poverioca, ali u takvoj situaciji on naplaćuje premiju na rizik zbog preuzimanja valutnog rizika, što dovodi do znatnog povećanja kamatne stope. Drugim rečima, valutna klauzula obara nivo kamatne stope koju banka naplaćuje.

Ukratko, što je veći rizik s kojim se suočava poverilac pri plasmanu kapitala putem kredita, viša je kamatna stopa koju on zahteva. Na osnovu troškova pribavljanja kapitala, sopstvenih operativnih troškova i kalkulacije rizika s kojim se suočava, poverilac definiše minimalnu kamatnu stopu po kojoj je spreman da ponudi kredit. Ukoliko uspe da ga ugovori iznad te kamatne stope i ukoliko dužnik ispuni sve svoje obaveze, a nijedan drugi rizik se ne aktivira, poverilac će zabeležiti ekonomski profit,[95] odnosno rentu. Nasuprot tome, onaj ko traži kredit definiše maksimalnu kamatnu stopu koju je spreman da plati. Ona zavisi od očekivanog prinosa poslovnog poduhvata koji se sprema da preduzme i koji treba da se finansira pozajmicom kapitala. Ukoliko uspe da kredit ugovori po nižoj kamatnoj stopi, prisvajaće, ukoliko se projekat uspešno realizuje, ekonomski profit. Međutim, ukoliko je kamatna stopa niža od najniže po kojoj je poverilac spreman da pozajmi kapital ili ukoliko je kamatna stopa viša od najviše po kojoj je dužnik spreman da pozajmi

[95] Ekonomski profit jeste onaj deo računovodstvenog profita koji je iznad tzv. normalnog profita, odnosno cene kapitala, iskazane njegovim oportunitetnim troškovima.

novac (kapital), do ugovaranja dužničko-poverilačkog odnosa uopšte neće doći. I zaista, u najvećem broju slučajeva, nezavisno od dobre volje jedne ili druge strane, kredit nije realizovan upravo zbog toga što nisu ispunjeni navedeni potrebni uslovi.

Nezavisno od toga, kredit, zajedno za depozitima na kojima se zasniva, jeste najznačajniji, najrasprostranjeniji i najžilaviji finansijski instrument – instrument finansijskog posredovanja. Rast mnogih privreda u najvećoj meri zavisi od ovog finansijskog instrumenta. Iako su brojne inovacije u finansijskom sektoru dovele do stvaranja novih finansijskih instrumenata, nijedan od njih nije uspeo da ugrozi kredit kao osnovni instrument finansijskog posredovanja. Obveznici kao komplementarnom finansijskom instrumentu namenjenom pozajmljivanju kapitala posvećen je naredni odeljak.

Izuzetno je veliki uticaj kredita na privredni rast, naročito u zemljama u kojima je slabo razvijeno tržište kapitala, odnosno, šire posmatrano, tržište hartija od vrednosti. U takvim situacijama kredit predstavlja praktično jedini finansijski instrument kojim se obavlja finansijsko posredovanje, što znači jedini način za eksterno finansiranje investicija, pa tim i realizaciju poslovnih poduhvata. Dvojako je dejstvo kredita na privredni rast. Prvo, oni obezbeđuju akumulaciju kapitala, tj. realizaciju poslovnih poduhvata kojima se uvećavaju proizvodni kapaciteti i na taj način uvećava (potencijalni) bruto domaći proizvod. Takođe, kao što je već napomenuto u drugom poglavlju knjige, krediti pospešuju poslovanje preduzeća, omogućavaju znatna obrtna sredstva, pospešuju razmenu i uvećavaju verovatnoću da preduzeti poslovni poduhvati budu uspešni. Drugo, dobar mehanizam dodeljivanja kredita pretpostavlja selekciju ponuđenih poslovnih poduhvata, i to takvu kojom se realizuju samo oni efikasni, oni koji i treba da se realizuju, jer samo oni mogu da zadovolje kriterijum koji se postavlja prilikom dodeljivanja kredita – kamatnu stopu.

Ipak, krediti nisu jedini finansijski instrument koji poznaje kamatnu stopu. Ona se javlja u svim slučajevima u kojima se pozajmljuje kapital. A on može da se pozajmi i još jednim finansijskim instrumentom – obveznicama.

OBVEZNICE

U slučaju kredita i njihovog izvora, depozita, banka se javlja kao posrednička finansijska institucija. To, bar na prvi pogled, uvećava troškove finansijskog posredovanja, odnosno, iz drugog ugla posmatrano, uvećava razliku između kamate koju plaća dužnik, onaj koji je pozajmio kapital od banke, i kamate koju prisvaja vlasnik depozita. Načelno posmatrano, ukoliko bi se iz posredovanja uklonila banka, stopa po kojoj dužnik plaća kamatu bila bi, pri nepromenjenoj kamatnoj stopi po kojoj vlasnik štednje ostvaruje prihod, umanjena za onaj njen deo iz koga banka pokriva svoje troškove, uključujući i troškove sopstvenog kapitala.

Nadalje, kamate koje banka plaća vlasnicima depozita zavise od ročnosti tih depozita. Oročeni depoziti, koji bankama više odgovaraju sa stanovišta plasmana tih sredstava putem (dugoročnih) kredita, nude višu pasivnu kamatnu stopu,[96] tj. više prinose vlasniku štednje. Međutim, vlasnik oročenog depozita suočava se sa rizikom likvidnosti, budući da bilo kakvu povećanu potrošnju (tzv. finansijske šokove) ne može da finansira iz sredstava na oročenom depozitu, već bi morao da, i pored toga što ima svoj štedni ulog, pozajmljuje sredstva.[97] Rešenje oba navedena problema, načelno posmatrano, donosi dužnička hartija od vrednosti – obveznica.

Obveznica je hartija od vrednosti kojom se onaj ko ju je izdao obavezuje da će u unapred određenom i na obveznici zapisanom roku (rok dospeća obveznice) donosiocu platiti iznos glavnice, koju čini nominalna, na njoj zapisana vrednost obveznice, a da će kamatu plaćati na unapred određenom i na obveznici zapisanom načinu i preciziranom vremenu, zaključno sa vremenom dospeća obveznice. Prodavac obveznice na primarnom tržištu, tj. izdavalac obveznice, tu obveznicu prodaje po njenoj nominalnoj ceni (u određenim slučajevima i uz popust), što je, u stvari, iznos glavnice i na taj način pozajmljuje novac od kupaca obveznice, preuzimajući obavezu da taj novac vrati po dospeću te obveznice. Na taj način oni koji emituju obveznice postaju dužnici – pozajmljuju kapital zaobilazeći posredovanje finansijskih institucija.

Postoji nekoliko osnovnih vrsta obveznica. Svaka od njih ima svoju nominalnu vrednost, vrednost glavnice koja se isplaćuje vlasniku obveznice po isteku njenog roka, tj. po njenoj dospelosti. Prva je tzv. jednostavna, kratkoročna obveznica bez kupona pri kojoj se njenom vlasniku kamata isplaćuje kada glavnica dospe na naplatu, zajedno sa celokupnim iznosom glavnice, zapisanim na obveznici. Drugim rečima, tokom roka do dospeća obveznice njen vlasnik ne prisvaja nikakvu kamatu, već je u celokupnom iznosu dobija tek pri dospelosti same obveznice. Druga je tzv. kuponska obveznica, koja ima „kupone“ za svaku godinu trajanja, a oni su osnova za naplatu godišnjeg iznosa kamate koji pripada vlasniku obveznice. Sa dospećem obveznice i isplatom glavnice, naplaćuje se i poslednji kupon, tj. isplaćuje se poslednja „rata“ kamate koju prisvaja njen vlasnik.[98] Budući da se tokom života obveznice njenom vlasniku ne vraća niti jedan deo glavnice i da se obveznice, po pravilu, izdaju sa fiksnom kamatnom stopom, svi kuponi generišu isti iznos kamate. Konačno, postoji i tzv. diskontovana obveznica koja se prilikom emisije na primarnom tržištu prodaje po ceni koja je niža od nominalne, a pri dospeću se

[96] Upravo stoga što žele da imaju što više oročenih depozita i da oni budu oročeni na što duže vreme, banke višim kamatnim stopama podstiču oročavanje depozita.

[97] Alternativa je podizanje sredstava sa oročenog depozita, uz „kazneni“ gubitak kamate.

[98] Posebnu vrstu kuponske obveznice čini tzv. konzola, obveznica koja nema dospeće. Takva obveznica svake godine generiše isti iznos kamate koji pripada njenom vlasniku. Onaj ko je izdao obveznicu može da je povuče iz prometa (i time prestane da plaća glavnicu) tako što će je otkupiti na sekundarnom tržištu.

vlasniku, kao i u svim drugim slučajevima, plaća nominalna cena. Razlika između prihoda na osnovu dospeća nominalne cene obveznice i njene prodajne, diskontovane cene predstavlja iznos kamate.[99]

Ključna odlika obveznice jeste to da se ona u svakom trenutku može prodati na sekundarnom tržištu hartija od vrednosti, pa se time, barem načelno, rešava problem, odnosno rizik likvidnosti sa kojim se susreću vlasnici obveznica. Naravno, što je sekundarno tržište obveznica bolje razvijeno i „dublje", što je veća vrednost transakcija na tom tržištu u odnosu na ukupan kapital plasiran u obveznice, manji je rizik likvidnosti, budući da se lakše obveznica može prodati i pretvoriti u gotovinu. Pri tome, obveznice se na sekundarnom tržištu prodaju po ceni koja odgovara njihovoj sadašnjoj vrednosti, tj. sadašnjoj vrednosti budućih (očekivanih) prinosa obveznice koja se prodaje.

Sadašnja vrednost dobija se diskontovanjem budućih priliva. Naime, isti iznos priliva novca danas, kroz godinu dana ili kroz pet godina nema istu vrednost. Vrednost priliva u sadašnjosti jednaka je njegovom nominalnom iznosu, ali sve buduće prilive treba diskontovati kako bi se pretvorili u svoju sadašnju vrednost. Za to diskontovanje koristi se zahtevana stopa prinosa (RRR) koja ima dve bitne komponente: nerizičnu kamatnu stopu i premije na osnovne rizike date obveznice. Razlog diskontovanja veoma je jednostavan. Kada bismo neki novčani priliv dobili danas, a ne za godinu dana, mogli bismo da ga deponujemo i da na osnovu tog depozita ostvarimo prihod koji je jednak godišnjem iznosu (pasivne) kamate, a on je određen kamatnom stopom. Upravo zbog toga budući priliv umanjujemo kamatnom stopom kako bismo dobili njegovu sadašnju vrednost.[100] Dakle, indiferentni smo između buduće vrednosti nekog novčanog priliva i njegove sadašnje vrednosti dobijene diskontovanjem – umanjivanjem buduće vrednosti kamatnom stopom.

Otuda je racionalni pojedinac pri kupovini obveznice na sekundarnom tržištu za nju spreman da plati samo njenu sadašnju vrednost i ništa preko toga. Ukoliko je rok dospeća diskontovane obveznice (one koja ne generiše kamatu posle emitovanja) nominalne vrednosti od 1000 € 12 meseci od dana kupovine na sekundarnom tržištu, a kamatna stopa 10%, najviša cena koju će kupac za nju ponuditi na tom tržištu jeste 900 €. Sada postaje jasno koliki je kamatni rizik koji snose vlasnici obveznice i kako on *de facto* zamenjuje rizik likvidnosti. Naime, u svakom trenutku obveznica može da se plasira na dubokom i dobro razvijenom sekundarnom tržištu hartija od vrednosti, a visina kamatne stope utiče na sadašnju vrednost obveznice,

[99] U slučaju obveznica (za razliku od kredita) ne koristi se tzv. fiksna otplatna rata koja se ne menja tokom trajanja dužničko-poverilačkog odnosa, ali se unutar nje menja odnos glavnice i kamate. Na početku otplate dominira kamata (s obzirom na to da je veliki neotplaćeni deo glavnice), dok na kraju dominira glavnica.

[100] Stoga svaka promena kamatne stope dovodi, za datu nominalnu vrednost obveznice, do promene njene sadašnje vrednosti. Porast kamatne stope dovodi do opadanja sadašnje vrednosti obveznice, dok smanjenje kamatne stope dovodi do porasta sadašnje vrednosti obveznice.

pa time i na iznos koji su kupci spremni da za nju plate. Na primer, opadanje kamatne stope na 5% dovelo bi do povećanja gotovinskog prihoda od prodaje pomenute hipotetičke obveznice na sekundarnom tržištu na 950 €. Podizanje kamatne stope na 12%, međutim, dovelo bi do pada gotovinskog prihoda od prodaje pomenute hipotetičke obveznice na 880 €.

Pri svakom pozajmljivanju kapitala, bez obzira na to kojim se mehanizmom to obavlja, postoji znatna asimetrija informacija između poverioca i dužnika, i to uvek u korist dužnika. Negativnu selekciju i moralni hazard koji se javljaju na tom planu već smo razmotrili u prethodnom odeljku ovog poglavlja, a svi uočeni vidovi asimetrije informacija zastupljeni su u slučaju obveznica. Međutim, sada više nema posrednika, banke, tako da su mnoge, gotovo sve od ovih asimetrija još više izražene.

Prvi problem leži u spoznaji kreditne reputacije onoga ko izdaje obveznice. Reč je o tome da banka prikuplja sve te informacije i ni na koji način ih ne deli sa ostalim zainteresovanim. Kome je sve i pod kakvim uslovima konkretna banka pozajmila novac jeste poslovna tajna i banka uopšte ne mora to da obnaroduje. Stoga ona i ima podsticaj da prikuplja relevantne informacije o dužniku – upravo zbog toga što zna da će samo ona koristiti te informacije i niko drugi. U slučaju obveznica stvari stoje drugačije. Naime, ukoliko neki od investitora sprovede istraživanje i zaključi da je reč o dobrom dužniku i da je plasman kapitala u njegove obveznice niskorizičan posao, onda će želeti da kupi što više obveznica, što će biti primećeno, kako na primarnom tržištu, usled broja kupljenih obveznica, tako i na sekundarnom tržištu, usled porasta cene obveznica na njemu. I to su informacije koje ne mogu da se prikriju. Na osnovu toga drugi investitori će zaključiti da investitor koji masovno traži obveznice nekog od dužnika zna šta radi, da je obavio odgovarajuće istraživanje i prikupio informacije, da je u pitanju dobar plasman, pa će i oni sami ne samo da kupuju te iste obveznice nego će se uzdati u tu informaciju i neće učiniti ništa da pribave informacije za sebe. Ovakvo ponašanje je u potpunosti racionalno, a ekonomska nauka ga je objasnila u teoriji javnog dobra kao strategiju „slepog putnika". Svi će čekati da neko drugi kupi kartu, tj. da neko drugi obavi istraživanje o rizičnosti dužnika. Ukoliko svi sprovedu tu strategiju, a racionalno ponašanje upravo to nalaže, onda niko neće pribaviti tu informaciju – ona jednostavno neće biti proizvedena. Stoga će opstati asimetrija informacija sa svim onim negativnim posledicama o kojima je već bilo reči.

Ovo je osnovni informacioni problem pomamljivanja kapitala putem obveznica. Dakle, ogroman je kreditni rizik plasmana u ovakvim situacijama i javlja se veliki problem negativne selekcije, tako da tržište obveznica može u potpunosti da nestane, tim pre što su obveznice usitnjene (jedna obveznica čini veoma mali deo ukupnog potraživanja) i glase na donosioca, pa stoga zaloga ne može da bude sredstvo obezbeđenja plasmana. Umesto toga koriste se garancije, ali se onda postavlja

pitanje njihove pouzdanosti. Najpouzdanije su suverene, tj. državne garancije, budući da država svojim budžetom garantuje isplatu glavnice po dospeću obveznice, mada i u tom pogledu postoje znatne razlike između država, o čemu će kasnije biti nešto više reči. Slično je i sa obveznicama lokalnih zajednica, kod kojih se isplata garantuje budžetom te zajednice i njenom imovinom. Garancije sopstvenom imovinom mogu da daju i korporacije, ali su neminovno u pitanju velike korporacije koje raspolažu takvom imovinom, preciznije rečeno imovinom u tolikom iznosu. Zbog toga su korporativne obveznice ipak ograničene na velike korporacije – manja preduzeća moraju da se okrenu bankama i kreditima.

Upravo su male mogućnosti garancija koje nude korporacije dovele do inovacije u pogledu obezbeđenja plasmana kapitala putem kupovine obveznica. Za to su iskorišćene hipoteke koje se uspostavljaju prilikom davanja hipotekarnih kredita. Naime, banke su novac za dodeljivanje hipotekarnih kredita podizale na tržištu zajmovnog kapitala, i to emitovanjem namenskih obveznica, pa su onda te kredite obezbeđivale hipotekom nad nekretninama. Taj ceo plasman, zajedno sa svojom obezbeđenom hipotekom, poslužio je kao obezbeđenje kupcima obveznica (*mortgage backed security*). Ovakav mehanizam predstavljao je, bar na prvi pogled, verodostojan signal, pa su stoga takve obveznice, obezbeđene, u krajnjoj liniji, hipotekom, na tržištu zajmovnog kapitala, percipirane kao niskorizične.[101] Upravo je neizvršenje obaveza prema poveriocu u slučaju ovakvih obveznica jedan od „zaštitnih znakova" finansijske krize u SAD krajem prošle decenije ovog veka, koja je potom postala svetska finansijska kriza.

Čak i ukoliko su date određene garancije, bile one suverene ili ne, ostalo je još mnogo nepoznatih informacija u pogledu rizičnosti plasmana, pre svega u pogledu kreditnog rizika, tj. rizika da obveznica ne bude naplaćena pri dospeću. Potencijalni dužnici, oni koji emituju obveznice, ne mogu da sami pruže odgovarajuće informacije upravo zbog sumnje da bi mogli da budu pristrasni u svoju korist, kako bi se zadužili po nižim troškovima. Izlaz iz ovakve situacije ponudile su agencije za kreditni rejting, koje se profesionalno bave analizom dužnika i njegovog kreditnog rejtinga. Te agencije rangiraju potencijalne dužnike na osnovu njihove kreditne istorije i izgleda da u budućnosti uredno izvršavaju svoje dužničke obaveze. Kreditni rejting koji određenom dužniku te agencije dodeljuju predstavlja sin-

[101] Ta percepcija zasnivala se na pretpostavci da je banka dobro odradila svoj posao prilikom dodeljivanja hipotekarnih kredita i da nije došlo do negativne selekcije. Ova pretpostavka bila je narušena u SAD u prvoj deceniji ovog veka, kada je došlo do takve ekspanzije hipotekarnih kredita da su njome neminovno bili obuhvaćeni i slabiji dužnici. Stoga su plasmani banaka u hipotekarne kredite bili kombinacija dobrih plasmana, niskog kreditnog rizika, i loših plasmana, visokog kreditnog rizika. Problem je što su kupci ovih obveznica pretpostavljali da je reč isključivo o dobrim plasmanima, a banke nisu pružile istinite informacije o portfelju svojih plasmana osiguranih hipotekom. Osnovni podsticaj bankama za takav potez bila je želja da plate što nižu cenu pribavljanja kapitala za finansiranje hipotekarnih zajmova, odnosno za plasmane ovakve vrste, oličenu u niskoj kamatnoj stopi na takve obveznice.

tetičku ocenu kreditnog rizika tog dužnika, pa od toga zavise i kamatna stopa koju daje obveznica, što znači prihod za kupca obveznice, odnosno trošak pozajmljenog kapitala za onoga koji je izdaje.

Kreditne agencije, u načelu, angažuju oni koji izdaju obveznice, kako bi ih, u krajnjoj liniji, zastupale na tržištu zajmovnog kapitala. Drugim rečima, agencija za kreditni rejting neće, bar ne načelno posmatrano, samostalno da analizira kreditni rejting nekoga ko se nalazi na strani tražnje za zajmovnim kapitalom. Pri obavljanju poverenog zadatka, agencija za kreditni rejting i njena uprava mogu da se nađu u konfliktu interesa. S jedne strane, interes agencije jeste da istinito iskaže kreditni rejting klijenta, kako bi stekla reputaciju na tržištu agencija koje obavljaju te usluge i time imala prednost u odnosu na konkurente. S druge strane, interes je agencije da je ponovo angažuje isti klijent, što znači da ima podsticaj da kreditni rizik klijenta iskaže nižim nego što on to zaista jeste, što bi oborilo cenu njegovog zaduživanja. Drugim rečima, dobijena cena zadržavanja klijenta zasnovana je na potcenjivanju njegovog kreditnog rizika. Moglo bi se reći da je jedan interes agencije dugoročni, a drugi kratkoročni, ali su oni i dalje u konfliktu. Prvi je vezan za snagu konkurentskog pritiska – što je snažniji konkurentski pritisak, snažniji je i podsticaj agenciji da uveća svoju reputaciju istinitim iskazivanjem kreditnog rejtinga svojih klijenata. Državna regulacija ove delatnosti, koja je prilično snažna, uz zahteve da bude još snažnija, samo uvećava barijere ulasku, što umanjuje konkurenciju na tržištu, pa stoga slabi podsticaje agencijama za kreditni rejting da istinito iskazuju kreditni rejting onoga koji emituje obveznice. Time relativno jačaju podsticaji kreditnim agencijama da potcenjivanjem kreditnog rizika zadrže kao klijenta onoga koji emituje obveznice.[102]

Emisija obveznica (na primarnom tržištu) složen je poduhvat koji zahteva dobru pripremu. Cela emisija treba da bude takva da potencijalni investitori, tj. potencijalni kupci obveznica imaju smanjenu percepciju rizika. Najkontroverzniji element u toj emisiji jeste određivanje kamatne stope, tzv. stope prinosa do dospeća obveznice. Onaj koji emituje obveznice treba da tačno proceni percepciju kreditnog rizika kupaca obveznica – što se svodi na najniži iznos kamatne stope pri kome su oni spremni da kupe obveznicu. Ukoliko se kamatna stopa odredi iznad toga, deo obveznica neće biti prodat (što ne isključuje da nijedna ne bude prodata), tj. neće biti postignut cilj same emisije.[103] Ukoliko se kamatna stopa odredi ispod

[102] Štaviše, sa pojavom namenskih obveznica (ponekad se nazivaju strukturirane) više se ne postavlja pitanje kreditnog rejtinga onoga ko izdaje te obveznice, već kreditnog rizika takve specifične emisije obveznica. Upravo je epizoda sa obveznicama garantovanim hipotekama pokazala da postoji razlika između rizika plasmana pojedinom dužniku i rizika plasmana jednom dužniku po specifičnoj obveznici koju on emituje.

[103] Kupci obveznica su heterogeni u pogledu percepcije kreditnog rizika određene emisije, tako da nemaju svi isti iznos rezervacione cene, tj. najmanje kamatne stope pri kojoj bi kupili obveznicu, pa se događa da se deo emisije proda onim kupcima čija je rezervaciona cena relativno niska, a deo

toga, tj. ukoliko je cela emisija obveznica mogla da bude prodata pri nižoj kamatnoj stopi, onaj koji emituje obveznice, dužnik, nepotrebno je uvećao cenu pozajmljenog kapitala koju mora da plati. Posao organizovanja takve emisije prepušta se njenom pokrovitelju, specijalizovanoj finansijskoj instituciji (investicionoj banci) koja obavlja sve pripreme, savetuje onoga koji emituje obveznice o kamatnoj stopi (prinosu obveznice) koja treba da se odredi i u ime onoga koji emituje obveznice njih nudi i prodaje na tržištu. Naravno, postoje troškovi pokrovitelja, koje on naplaćuje od onoga ko izdaje obveznice, tako da je neto priliv od emisije obveznica uvek niži od bruto priliva, što znači da je efektivna kamatna stopa za dužnika viša nego što je kamatna stopa za vlasnika obveznice. Posredovanje makar neke finansijske institucije, očigledno, teško je izbeći.

Ponekad u obavezu pokrovitelja spada i to da po nominalnoj vrednosti otkupi sve preostale, neprodate obveznice. Iako je ovakav aranžman na prvi pogled povoljan za onoga koji emituje obveznice, u njemu postoji nekoliko slabosti. Budući da je rizik neprodatih obveznica u ovoj situaciji u potpunosti na pokrovitelju, on za svoju uslugu naplaćuje premiju na rizik od onoga ko ga je angažovao i u čije ime prodaje obveznice, što dalje umanjuje neto priliv dužnika na osnovu emitovanja obveznica. Nadalje, pitanje je kakve podsticaje pokrovitelju stvara ovakvo rešenje. S jedne strane, stvara mu snažne podsticaje da proda što više obveznica, i to tako što će maksimizovati svoj napor u tom pogledu. S druge strane, međutim, rizik da mora da otkupljuje neprodate deonice stvara podsticaj pokrovitelju da predloži da cena bude viša nego što bi to zaista mogla da bude. Drugim rečima, postoji podsticaj pokrovitelju da preceni predlog cene (kamatne stope) obveznica i time indirektno uveća troškove zaduživanja klijenta.

Nezavisno od toga koju će sve ulogu da ima pokrovitelj emisije obveznica, postavlja se pitanje: Koji su to faktori koji utiču na iznos kamatne stope, odnosno prinosa koji nose obveznice, preciznije rečeno, jedna konkretna serija obveznica? Pri tome, razmatranje koje sledi odnosi se kako na visinu kamatne stope na primarnom tržištu, tako i na visinu i, naročito, promenu efektivne kamatne stope, tj. stope prinosa na sekundarnom tržištu.

Postoji nekoliko osnovnih faktora na strani tražnje za obveznicama, što utiče na visinu njihove kamatne stope. Prve svega, osnovni faktor tražnje jesu veličina i raspoloživost štednje koja može da se koristi za kupovinu obveznica. Raspoloživost je bitna, budući da dobar deo štednje može biti „zarobljen" u nekim drugim, alternativnim plasmanima, poput oročenih depozita ili plasmana u vlasničke hartije od vrednosti – akcije. Ova raspoloživost uslovljava agregatnu tražnju za obveznicama, što znači da podjednako utiče na tražnju za svakom konkretnom serijom

ostane neprodat zbog onih kupaca čija je rezervaciona cena relativno visoka. Kada ne bi bilo ove heterogenosti, postojala bi samo dva rezultata emisije obveznica, u zavisnosti od kamatne stope koja je ponuđena. Ili bi cela emisija obveznica bila prodata, ili bi cela emisija ostala neprodata.

obveznica. Ukoliko, na primer, nije dobro razvijeno tržište akcija jer su relativno mali plasmani štednje, tj. kapitala na tom tržištu, biće veća tražnja za obveznicama. U zemljama koje se nalaze na srednjem nivou razvijenosti najčešće je bankarski sistem relativno dobro razvijen, a ostali finansijski instrumenti nisu, pa je najveći deo štednje plasiran u dugoročne, oročene depozite u bankama.

Drugi faktor tražnje specifičan je za svakog dužnika, odnosno za svaku seriju obveznica koja se emituje. Reč je o kreditnom riziku svakog specifičnog plasmana, najznačajnijem riziku s kojim se suočavaju kupci obveznica. Što je viši kreditni rizik, kupci obveznica zahtevaju višu premiju na rizik, otelotvorenu u višoj kamatnoj stopi, tj. stopi prinosa obveznice. Iako se sve države zadužuju uz tzv. suverenu garanciju, što znači da svojim budžetom garantuju da će isplatiti glavnicu i plaćati kamatu, nisu sve države iste – kreditni rizik nekih, onih koje su uvek redovno izmirivale svoje obaveze i koje imaju zdrave javne finansije relativno je nizak, pa su kupci obveznica zadovoljni relativno niskim prinosima. Nasuprot tome, kreditni rizik nekih drugih država, onih koje nisu redovno izmirivale svoje obaveze, onih kojima su dugovi opraštani i koje nemaju zdrave javne finansije visok je, pa kupci obveznica zahtevaju visoke prinose. Stoga se može reći da razlike u prinosima između državnih obveznica označavaju upravo razlike u kreditnim rizicima država. Izraz „rizik zemlje"upravo govori o tome da se zemlje razlikuju po kreditnom riziku kojem se izlaže onaj koji im pozajmljuje kapital. Ujednačavanje kamatne stope za zemlje različitih rizika dovodi do veoma opasnih distorzija.[104]

Pored kreditne istorije, na kreditni rizik, rizik da izdavalac obveznice neće ispuniti svoju finansijsku obavezu, utiče stanje javnih finansija u posmatranoj zemlji. A to stanje se menja, nabolje ili nagore, svejedno. Svaka promena tog stanja održava se na cenu obveznica na njihovom sekundarnom tržištu, kao i pri svakoj sledećoj emisiji obveznica na primarnom nivou. Stoga se promena kamatne stope na primarnom tržištu uzima kao indikator poboljšanja (opadanje) ili pogoršanja (porast) stanja javnih finansija posmatrane zemlje. Mehanizam kojim se menja cena obveznica na sekundarnom tržištu jeste sledeći: Najviša cena koju je neko na sekundarnom tržištu spreman da plati jeste sadašnja vrednost ukupnih prinosa obveznice. Međutim, uvođenje kategorije rizika znači da su posredi očekivani prinosi. Što je veći rizik, niža je očekivana vrednost (budućih) prinosa. Stoga opada i sadašnja vrednost očekivane vrednosti. U uslovima u kojima je kreditni rizik veoma visok, vrednost

[104] Upravo se u uprosečavanju rizika zemalja u Evrozoni krije početak grčke dužničke krize koja poslednjih godina potresa Evropu. Na samom početku funkcionisanja Evrozone nije se razlikovala kamatna stopa između obveznica kojima su pozajmljivale novac Grčka i Nemačka. Tako niske kamatne stope kakve Grčka nikada ranije nije dobijala pri emitovanju obveznica predstavljala je mamac kojim se došlo do sve većeg i većeg fiskalnog deficita zemlje, budući da ga je bilo lako finansirati. Verovatno da do grčke fiskalne krize, pa potom i do krize duga ne bi došlo da Grčka nije mogla da se zadužuje po tako niskim kamatnim stopama po kakvim je mogla u prvoj polovini prošle decenije ovog veka.

obveznica na sekundarnom tržištu drastično je niža od njihove nominalne vrednosti. Stoga se ponekad upravo ta razlika koristi kao indikator kreditnog rizika zemlje i njegove promene.[105]

Ukratko, što je niži kreditni rizik, to je veća tražnja za obveznicama, pa to umanjuje kamatnu stopu koju nude oni koji emituju, odnosno prodaju obveznice. Pored kreditnog rizika, međutim, kupci, odnosno vlasnici obveznica susreću se sa rizikom likvidnosti i kamatnim rizikom. Rizik likvidnosti zavisi od razvijenosti i „dubine" sekundarnog tržišta obveznica. Ukoliko ono ne postoji ili je izuzetno slabo razvijeno, rizik likvidnosti je toliki da će drastično umanjiti tražnju za obveznicama. U ovom slučaju je jasan problem međuzavisnosti: dobro razvijeno sekundarno tržište obveznica uvećava tražnju za njima, dok tražnja za obveznicama predstavlja preduslov dobro razvijenog tržišta obveznica. Postupnost, kretanje korak po korak, bez velikih očekivanja za uspeh u kratkom roku, izgleda da je jedini način da se izađe iz ovog začaranog kruga. A kada se iz njega izađe, rizik likvidnosti neminovno se pretvara u kamatni, na ranije već opisani način. Što je veća fluktuacija kamatnih stopa, veći je kamatni rizik sa kojim se suočava vlasnik obveznice, pa je manja tražnja za njima.[106]

Ponuda obveznica zavisi od potreba u pogledu finansiranja. U korporativnom sektoru ponuda obveznica zavisi od broja poslovnih poduhvata, njihove veličine i njihove efikasnosti, merene stopama prinosa. Što je više takvih poduhvata, što su vredniji i što su efikasniji, što su im viši prinosi, biće *ceteris paribus* i veća ponuda korporativnih obveznica. Što se državnih obveznica tiče, njihova ponuda direktno zavisi od fiskalnog deficita, tj. od potreba finansiranja fiskalnog deficita i refinansiranja suverenog duga. Ukoliko postoji suficit ili je budžet uravnotežen, kao i ukoliko ne postoji potreba za refinansiranjem suverenog duga, nema nikakve potrebe da se emituju obveznice. Nasuprot tome, što je veći deficit, veća je ponuda obveznica sa suverenom garancijom. Naravno, pri razmatranju ponude obveznica uvek treba voditi računa o alternativnim mogućnostima finansiranja onih koji ih izdaju. Korporacijama na raspolaganju na tom planu stoji veliki broj mogućnosti, pre svega onih koje su vezane za emitovanje vlasničkih hartija od vrednosti, kao i za potrebe korporacija, odnosno konkretnih poslovnih poduhvata prilagođenih kredita. Zbog toga je ponuda korporativnih obveznica manja nego ponuda državnih obveznica, onih sa suverenim garancijama, budući da u

[105] Sve navedeno za kreditni rizik suverenih država važi i za kreditni rizik korporacija. Jedina je razlika što korporacije, uopšteno posmatrano, imaju duži kreditni rejting u poređenju sa državama. Sasvim razumljivo, budući da korporacije nemaju pravo oporezivanja i ostvarivanja prihoda na toj osnovi.

[106] U pojedinim zemljama važe posebna pravila oporezivanja dohotka od određenih vrsta obveznica. Na primer, u SAD dohodak na obveznice lokalnih vlasti ne podleže oporezivanju. Ova mera je ustanovljena upravo stoga da bi se uvećala tražnja za ovim obveznicama i kako bi lokalne zajednice mogle da pozajme više sredstava po povoljnijim uslovima.

slučaju fiskalnog deficita država nema mnogo mogućnosti za prikupljanje sredstava osim emitovanja obveznica.[107]

Zanimljivo je i pitanje kako ročnost obveznice utiče na njenu kamatnu stopu. Da li postoji sistematska i funkcionalna veza između ročnosti obveznice i njene kamatne stope, tj. stope prinosa? Empirijski se pokazalo (najviše u slučaju SAD, tamo gde ima najviše podataka) da postoji nekoliko regularnosti u tom pogledu. Prvo, pokazalo se da se kamatne stope obveznica različite ročnosti menjaju na isti način u vremenu – kada poraste kamatna stopa kratkoročnih obveznica, poraste za približno isti iznos i kamatna stopa dugoročnih. Ove dve veličine su, očigledno, snažno ili, barem, statistički znatno korelisane u vremenu. Drugo, kada su stope prinosa kratkoročnih obveznica niske, tada je verovatnije da će sa povećanjem ročnosti da rastu i stope prinosa obveznica. Nasuprot tome, u slučajevima u kojima su stope prinosa kratkoročnih obveznica visoke, verovatnije je da će sa povećanjem ročnosti da opada stopa prinosa obveznica ili da uopšte neće da se menja. Konačno, na osnovu objavljenih finansijskih izveštaja proizlazi da u najvećem broju slučajeva, gotovo u svim slučajevima u SAD, sa povećanjem ročnosti obveznica raste i stopa njihovih prinosa.

Tri teorije nude objašnjenje navedenih empirijskih regularnosti. Prva je teorija očekivanja, koja se zasniva na tvrdnji da stopa prinosa dugoročnih obveznica nije ništa drugo nego prosečna očekivana stopa prinosa tokom roka trajanja dugoročne obveznice. Osnovna pretpostavka na kojoj se zasniva ova teorijska hipoteza jeste da su kupci obveznica indiferentni prema ročnosti obveznica, tj. da je njima svejedno koji je rok obveznice ukoliko one nose istu stopu prinosa. Drugim rečima, za ovakve kupce postoji savršena supstitucija između obveznica različite ročnosti. Ova teorija može da uspešno objasni prve dve uočene regularnosti. Zaista, ovim se objašnjava snažna korelacija stopa prinosa obveznica različite ročnosti. Takođe, može uspešno da se objasni i veza između visine stope prinosa kratkoročnih obveznica i njene promene sa promenom ročnosti. Ukoliko je stopa prinosa kratkoročnih obveznica niska, tada kupci obveznica očekuju da će ona u budućnosti da raste, a imajući u vidu da je stopa prinosa dugoročnih obveznica samo prosečna vrednost očekivanih stopa prinosa kratkoročnih, jasno je da će u takvim uslovima da sa porastom ročnosti da raste stopa prinosa. Nasuprot tome, ukoliko je stopa prinosa kratkoročnih obveznica visoka, tada kupci obveznica očekuju da će ona u budućnosti da pada, pa ova teorija opet može da konzistentno objasni da u ovakvim uslovima sa porastom ročnosti opada stopa prinosa. Ipak, ova teorija ne može

[107] Načelno posmatrano, država može da dobije i kredit za ovakve potrebe. Međutim, u slučaju javnog sektora krediti se uglavnom koriste za potrebe finansiranja javnih preduzeća ili preduzeća u državnom vlasništvu, a ne onoga što se naziva „opštom državom". Specifičnost ovakvih kredita jeste u tome što se za njih obično izdaje suverena garancija.

konzistentno da objasni empirijsku regularnost da u najvećem broju slučajeva sa povećanjem ročnosti raste i stope prinosa obveznica.

Druga teorija ove vrste jeste teorija segmentiranih tržišta, prema kojoj postoje potpuno odvojena tržišta obveznica u zavisnosti od njihove ročnosti. Tržište kratkoročnih obveznica u potpunosti je odvojeno od tržišta dugoročnih obveznica, a kupci obveznica, investitori, imaju snažne preferencije prema jednima ili drugima. Drugim rečima, kratkoročne i dugoročne obveznice uopšte nisu supstituti. Pri tome, teorija ne objašnjava kako nastaju te snažne preferencije i zašto se one razlikuju, ukoliko se razlikuju, između kupaca obveznica.[108] Drugim rečima, preferencije su egzogene i prihvataju se kao date. Ova teorijska hipoteza može, na prvi pogled, da objasni treću primećenu regularnost, a to je da u najvećem broju slučajeva sa porastom ročnosti obveznica raste stopa njihovih prinosa. Objašnjenje je, međutim tautološko: to je zbog toga što kupci imaju snažne preferencije prema kratkoročnim obveznicama, pa je stoga potrebno da budu kompenzovani višom stopom prinosa u slučaju dugoročnih obveznica. Problem, naravno, nastaje pri sledećem pitanju: A zašto je to tako? Na osnovu ove teorije ne može da se dâ odgovor na ovo pitanje, budući da su preferencije kupaca obveznica egzogene! Štaviše, ova teorija uopšte ne može, makar i tautološki, da objasni druge dve uočene regularnosti. Naprotiv, one joj direktno protivreče. Prvo, ukoliko kratkoročne i dugoročne obveznice nisu supstituti, onda bi se očekivala nulta korelacija između njihovih prinosa u vremenu. Drugo, ukoliko zaista nisu supstituti, onda prinos jedne od njih ni na koji način ne može da utiče na prinos druge. Očigledno je da teorija segmentiranog tržišta ne može dobro da objasni stvarnost.

Konačno, ovakvo ponašanje kupaca na tržištu obveznica konzistentno može da objasni teorija premije na likvidnost. Ona polazi od pretpostavke da su obveznice različite ročnosti supstituti i da kupac donosi odluku o tome koje će da kupi na osnovu njihovih relativnih prinosa. Pri tome, kupci imaju snažno izražene preferencije ka kratkoročnim obveznicama. Razlog za tu vrstu preferencije ova teorija traži u većoj likvidnosti ovakvih obveznica. Naime, po samoj definiciji one brže dospevaju na naplatu, pre će se pretvoriti u likvidna sredstva, čime se uvećava sloboda izbora kupca. Ovo znači da preferencije kupaca obveznice nisu egzogene, nego su objašnjene ovom teorijom. Što su snažnije preferencije ka likvidnosti, potrebna je viša premija na likvidnost,[109] pa je veća razlika između (viših) prinosa dugoročnih, manje likvidnih obveznica i (nižih) prinosa kratkoročnih, likvidnijih. Na ovaj način objašnjava se treća uočena regularnost, dok se preostale dve konzistentno objašnja-

[108] Ova teorija uopšte ne zalazi u pitanje homogenosti grupe kupaca obveznica, već samo implicitno pretpostavlja da je ona homogena sa stanovišta svojih preferencija. Drugim rečima, egzogene preferencije su istovetne za sve kupce obveznica.

[109] Iako se u jeziku struke ustalio izraz premija na likvidnost, suštinski je u ovom slučaju reč o premiji na nelikvidnost.

vaju pretpostavkom, praktično činjenicom da su obveznice različitog roka trajanja supstituti jedna drugoj. Zbog toga i imaju visok stepen korelacije u vremenu i zbog toga stopa prinosa kratkoročnih obveznica utiče na percepciju buduće stope prinosa dugoročnih. Dakle, teorija likvidnosti uspešno objašnjava stvarnost.

Ipak, može se postaviti pitanje da li je rizik likvidnosti uopšte bitan u uslovima u kojima postoji dobro razvijeno i duboko sekundarno tržište obveznica. Kao što smo već objasnili, u takvim uslovima rizik likvidnosti svodi se na kamatni rizik. Mehanizmom koji smo već objasnili, promena kamatne stope menja gotovinski priliv od prodaje obveznice na sekundarnom tržištu, budući da menja njenu sadašnju vrednost. Što je veća ročnost obveznice, mogućnosti za promene kamatne stope su veće, pa se time uvećava rizik likvidnosti, koji se svodi na kamatni rizik. Stoga navedena teorija premije na likvidnost uspešno može da se primeni i na one zemlje u kojima postoji dobro razvijeno i duboko sekundarno tržište obveznica. Upravo je u jednoj od tih zemalja (SAD) ova teorija i nastala.

Zanimljivo je pitanje da li krediti i obveznice predstavljaju supstitute ili komplementarne finansijske instrumente. Na prvi pogled, naročito sa stanovišta onoga kome je potrebno da pozajmi kapital kako bi realizovao sopstveni poslovni poduhvat, ova dva instrumenta izgledaju kao supstituti – ili će kapital pozajmiti uzimanjem kredita ili emitovanjem obveznica. Međutim, na nivou celokupnog finansijskog sistema ova dva instrumenta su komplementarna. S jedne strane, dobro razvijeno tržište obveznica, kako državnih, tako i korporativnih, dovodi do postavljanja tipičnih kamatnih stopa za određene vrste pozajmljivanja kapitala i, budući da su te kamatne stope poznate svim zainteresovanima, one pospešuju formiranje odgovarajućih kamatnih stopa pri dodeljivanju kredita, onih kojima se vrši optimalna selekcija poslovnih poduhvata. S druge strane, postojanje dobro razvijenog tržišta obveznica omogućava bankama, finansijskim institucijama koje odobravaju kredite za finansiranje poslovnih poduhvata, da svoj kapital plasiraju i kupovinom obveznica. Na taj način jača konkurencija na strani tražnje za pozajmljenim kapitalom i banke ne moraju po svaku cenu da dodeljuju kredite kao jedini plasman prikupljenog kapitala, što jača selektivnu funkciju kredita i može da poveća efikasnost poslovnih poduhvata koji se preduzimaju.

Iako postoje svi razlozi da se pretpostavi da jačanje tržišta obveznica, odnosno povećanje iznosa kapitala pozajmljenog na taj način dovodi do ubrzavanja privrednog rasta, jedno od skorijih empirijskih istraživanja dovelo je do zanimljivog rezultata: dok je ovakva veza potvrđena kao statistički značajna u slučaju državnih obveznica, nije se pokazalo da postoji statistički značajna veza između obima kapitala pozajmljenog korporativnim obveznicama i privrednog rasta.[110] Na prvi pogled, u pitanju je paradoksalni rezultat. Međutim, izgleda da se on može objasniti

[110] Videti: Thumrongvit *et al.* (2013). Uzorak je obuhvatio 38 zemalja, a analiza se odnosila na period od 1989. zaključno sa 2010. godinom.

na sledeći način: Država, koja beleži fiskalne deficite, i privatni sektor, koji preduzima poslovne poduhvate, konkurišu za dobijanje sredstava od banaka. Kada država počne da se zadužuje emitovanjem obveznica, umanjuje se njena tražnja za kreditima, pa preostaje više sredstava koje banka može da pozajmi privatnom sektoru, pospešujući, na taj način, privredni rast. Takođe, ovaj rezultat može se interpretirati i tako da se u njemu traži empirijska potvrda za stav da je pozajmljivanje sredstava privatnom sektoru efikasnije putem bankarskih kredita nego putem emitovanja korporativnih obveznica.

Nezavisno od toga kako može da se objasni navedeni empirijski rezultat, izvesno je da uloga obveznica u finansiranju privrednog rasta počinje da dobija veći značaj tek na višim nivoima, kako razvijenosti finansijskog sistema, tako i razvijenosti posmatrane privrede. Na nižim nivoima razvijenosti osnovni instrument finansijskog posredovanja jesu krediti i depoziti na kojima se oni zasnivaju. Tek na višim nivoima razvijenosti veći značaj dobijaju tržište hartija od vrednosti i obveznice, kao tipične dužničke hartije od vrednosti. Međutim, u takvim okolnostima pojavljuje se još jedan finansijski instrument, tipičan za razvijene privrede i finansijske sisteme – akcije.

AKCIJE I BERZA

U ovom odeljku detaljnije ćemo prikazati hartiju od vrednosti koja se naziva AKCIJA, uključujući njene vrste sa pratećim karakteristikama i pravima koje nose i uporediti ih sa drugim hartijama od vrednosti. Takođe ćemo izneti osnovne razloge i načine trgovanja akcijama, a posebno berzanskim kao najvažnijim. Na kraju ćemo se baviti odnosom akcionarstva i berza sa privrednim rastom.

Šta su akcije?

Akcija je hartija od vrednosti koja označava vlasništvo dela kapitala kompanije i izražava pravo na deo zarade kompanije i deo njene imovine prilikom likvidacije. Pod pojmom akcije obično se podrazumevaju *obične* akcije, pošto su najčešća vrsta akcija. Druga kategorija su *preferencijalne* akcije, koje imaju povlašćen položaj kod isplate dividendi, ali i ne nose pravo glasa na skupštini akcionara. Pomenimo i potkategoriju *konvertibilne* preferencijalne akcije, koje se, kao i konvertibilne obveznice, mogu pod određenim uslovima pretvoriti u obične akcije.

Ovo su bitne razlike akcija u odnosu na obveznice: akcije su hartije bez datuma dospeća, one ne nose kamatnu stopu i mogu biti bez nominalne vrednosti. Akcije su i znatno rizičnije hartije od obveznica: ukoliko izdavalac ne bankrotira, obveznice nose znatnu izvesnost u pogledu isplate duga u tačno određenim iznosi-

ma, dok je prinos akcija neizvestan, ne samo njegova visina već i da li će ga uopšte biti pošto dividendi možda ne bude, kao ni rasta cena akcija. Ipak, taj viši rizik akcija može se isplatiti kroz veću potencijalnu dobit.

Obične akcije

Akcija je jedinica vlasništva nad akcionarskim društvom (kompanijom), pa su i akcionari pravni vlasnici kompanije. Svaki akcionar poseduje onoliki udeo u vlasništvu nad kompanijom koliki mu je udeo u akcijama kompanije. Ukoliko je ukupno emitovano 1.000 akcija, a akcionar MM ih ima 35, tada je MM vlasnik 3,5% kompanije i u tom procentu ostvaruje svoja prava.

Akcije obično imaju *nominalnu vrednost*, a to je ustanovljena vrednost jedne akcije pri osnivanju akcionarskog društva. Kasnije, međutim, nominalna vrednost gubi smisao, osim kod ustanovljavanja udela u ukupnom akcijskom kapitalu preduzeća, pošto se kao relevantna vrednost pojavljuje ona tržišna, koja se dobija u prometu akcija, na berzi ili van nje. Protokom vremena, tržišna vrednost se sve više udaljava od nominalne, kako pod uticajem rasta kompanije, tako i zbog inflacije (koju tržišna cena obuhvata, a nominalna ne pošto se ne menja). Zbog nevažnosti te nominalne vrednosti, danas se pojavljuju i akcije bez nje – zna se koliko je akcija emitovano i koji udeo u vlasništvu kompanije ima svaka akcija.

Akcionari, kao vlasnici, nominalno upravljaju kompanijom. Naravno, oni se ne bave svakodnevnim upravljanjem, već samo donose strateške odluke. Jedna od najvažnijih jeste usvajanje osnovnih pravnih akata, a druga izbor upravnog odbora koji onda vodi poslove kompanije, zajedno sa operativnim menadžmentom. Upravni odbor, kao predstavnik vlasnika (akcionara), trebalo bi da dela u interesu onih koji su ga izabrali i da obezbedi da menadžment takođe radi u interesu firme i akcionara. Na taj način upravljanje kompanijom suštinski se deli između akcionara, upravnog odbora i menadžmenta, odnosno dolazi do (delimičnog) odvajanja vlasništva i upravljanja. Uloga menadžmenta često je veća nego što je zapisano u aktima kompanije, a na osnovu odnosa moći, pa povremeno i ponegde menadžment bitno utiče na izbor upravnog odbora i ima gotovo potpunu kontrolu nad kompanijom. Pored toga, često postoje i bitne razlike među vlasnicima: jedni, oni sa većim ili kontrolnim paketima, upravljaju kompanijom, dok su ostali obični investitori, čija je osnovna preferencija prinos, a ne upravljanje. Ovo je često i glavni problem agencijske teorije, koja se u suštini svodi na problem odnosa principala i agenta.

Važna osobina akcionarskih društava koja im je obezbedila široku atraktivnost jeste ograničena odgovornost akcionara: oni za dugove društva isključivo odgovaraju svojim ulogom u kompaniji, a ne i ličnom imovinom (novcem, kućom, vrednosnim papirima itd.) kao kod nekih drugih vrsta preduzeća, pa poverioci

mogu da se namiruju samo do visine tog uloga.[111] Drugim rečima, ukoliko akcionarsko društvo bankrotira jer ne može da isplati poverioce, izvršitelji neće doći kod akcionara i pleniti im imovinu. Nema sumnje da je jedino na osnovu ove ograničene odgovornosti moguće zasnovati velike korporacije jer je garantovanje sopstvenom imovinom moguće samo u uskom krugu ljudi od poverenja, i to obično sa nevelikom ličnom imovinom, dok bi ulaganje većeg kapitala uz neograničenu ličnu odgovornost bilo veoma rizično.

Sledeća osobina koja je akcionarskim društvima donela široku popularnost jeste mogućnost akcionara da, kroz kupovinu i prodaju akcija, sam optimizuje svoju imovinu: da poseduje akcije kompanije koje hoće, i to na rok koji hoće, pa tako i da bira nivo rizika koji mu odgovara.

I najvažnije je od svega da su akcionari vlasnici kapitala, a ne imovine. Oni su tzv. rezidualni poverioci akcionarskog društva, tj. njihova prava namiruju se tek ukoliko nešto preostane posle namirivanja svih poverilaca po ugovoru ili zakonu. Tako se iz prihoda kompanije prvo isplaćuju potraživanja države, zaposlenih, dobavljača, banaka, vlasnika obveznica i vlasnika preferencijalnih akcija, pa tek ostatak (tj. rezidual) može biti podeljen akcionarima. Ova logika o namirivanju akcionara iz ostatka važi kako za vreme kada kompanija zarađuje pošto joj ide dobro, tako i kada je u gubicima i kada bankrotira. Jer, akcionari su vlasnici, oni imaju pravo i mogućnost da odlučujuće utiču na poslove kompanije, pa je prirodno da snose posledice svojih odluka ili odsustva odluka, bilo kada se zarađuje, bilo kada se gubi. Ova rezidualna priroda čini obične akcije rizičnijim nego što su preferencijalne akcije ili obveznice.

Kada kompaniji ide dobro i kada zarađuje, ona može profitom da učini dve stvari: prva je da ga zadrži u kompaniji neraspoređenog, što znači da ga upotrebi u sledećem periodu u poslovne svrhe, a druga je da profit isplati akcionarima kroz *dividendu,* tj. da kompanija direktno plati akcionarima iz već oporezovanog profita. Oba načina koriste akcionarima, odnosno donose im zaradu. Prvo, neraspoređeni profit svakako povećava vrednost firme, posebno ukoliko je namenjen investicijama, tako da je u opštem slučaju cena akcije veća nego što bi bila da je ceo profit raspoređen akcionarima. Time se ostvaruje kapitalna dobit, odnosno raste vrednost akcionarske imovine, što se može realizovati kroz prodaju dela akcija. Drugo, dividenda je neposredan novčani prihod i nesumnjivo povoljan za akcionara. Postoji i treći način transfera zarade akcionarima: društvo otkupljuje sopstvene akcije iz neraspoređenog profita; time se automatski povećava vrednost akcija, pošto ih je sada manje nego ranije, tj. svaka od njih predstavlja veći udeo u vlasništvu nego ranije.

Politika dividendi kompanije. Da li je uopšte važno kakvu politiku dividendi vodi jedna kompanija? Svakako. Pod pojmom politike dividendi podrazumeva se

[111] Na primer, u Srbiji preduzetnici i članovi ortačkih društava odgovaraju za obaveze preduzeća svojom celokupnom imovinom.

ne samo pitanje dividendi već jedno opštije: Kako transferisati dobit akcionarima – kroz dividende, kroz neraspoređeni profit i dugoročne kapitalne dobitke ili kroz kupovinu sopstvenih akcija? Ovo pitanje tiče se važne odluke o finansijama preduzeća, što uključuje i pitanje u kojoj meri je njen dugoročni razvoj prioritet u politici raspodele.

Na čistom teorijskom planu važna je teorija o irelevantnosti dividendi, tj. da njihova isplata ili neisplata nema uticaja na cenu akcija. Jer, kako kaže Miler–Modiljanijeva teorija, vrednost akcija isključivo zavisi od visine zarade kompanije i rizika investicije u nju, a ne i od načina na koji se zarada distribuira.[112] Ovo tim pre što svaki investitor može sam da prilagodi svoju poziciju željenoj. Na primer, ukoliko se dividenda ne isplati, a akcionar želi gotovinski prihod, on može prodati deo sada vrednijih akcija i postići željeni cilj. I obrnuto, akcionar koji ne želi gotovinu može iz isplaćene dividende da kupi dodatne akcije.

U skladu s teorijom o irelevantnosti politike dividendi jeste i jedan čest pristup dividendama: to je rezidualni metod. Po njemu se prvenstvo pri odlučivanju daje investicionoj politici firme radi dugoročne maksimizacije cene akcija, pa se iz profita izdvoji za investicije koliko je potrebno, a ostatak, ukoliko postoji, nameni dividendama. Ukoliko je ceo profit nedovoljan za investicije, pribegava se eksternom finansiranju.

Budući da je ova teorija zasnovana na pojedinim zahtevnim pretpostavkama (izvesnost, nepostojanje poreza, savršeno tržište kapitala, racionalnost onih koji donose odluke itd.), to se napuštanjem nekih od njih dobijaju zanimljivi rezultati koji sugerišu da je odluka o načinu isplate profita kompanije važna. Tako, na primer, poreski aspekt može da odluči: oporezivanje dividende obično je više nego kapitalne dobiti, pa je racionalno upotrebiti ovaj drugi metod.

Brojne kompanije u svetu vode politiku stabilnih dividendi jer veruju da je to jasan signal poverenja uprave u stabilnost i dobre perspektive u budućnosti i da tako obezbeđuju ono što njihovi investitori (akcionari) žele: izvesnost i stabilan tok prihoda. Problem je, svakako, to što nije uvek moguće ostvariti potrebnu profitabilnost, a i što je za nameravane investicije potrebno veće spoljno finansiranje.

Opštije posmatrano, odluka o dividendama obično polazi od pravnih ograničenja, izgleda na rast i zaradu kompanije, poreskih rešenja, profila vlasnika akcija i slično.

Preferencijalne akcije

Preferencijalne akcije takođe su akcije u pravnom smislu, ali se dosta razlikuju od običnih akcija i po važnim osobinama približavaju obveznicama, počevši od tipa prinosa/dividende, stabilnosti cena, odsustva prava na glasanje i slično.

[112] Detaljnije videti: Gitman, Juchau i Flanagan (2011).

Tako preferencijalne akcije obično vlasnicima pružaju fiksnu dividendu u nominalnom, tj. dinarskom iznosu i po tome su slične obveznicama koje takođe primaju unapred određen i ugovoreni iznos. Ipak, pošto akcija nema datum dospeća, ona se, za razliku od obveznice, isplaćuje neograničen broj puta. Pošto je dividenda nominalno fiksna, cene preferencijalnih akcija obično su veoma stabilne, za razliku od običnih akcija čija cena dosta varira. Najčešće su ove akcije kumulativne, tj. eventualno neisplaćene dividende u nekim godinama sabiraju se i u pogodnom trenutku isplaćuju pre običnih akcija. Drugim rečima, dividenda preferencijalnih akcija ne mora da se isplatisvake godine i kompanija neće zbog neisplaćivanja otići u stečaj, ali se tada ne sme isplatiti ni dividenda po običnoj akciji. Ovo stoga jer se ne može dozvoliti da obični akcionari eksploatišu preferencijalne.

Preferencijalne akcije ne nose pravo glasa na skupštini akcionara jer ne dele rizik poslovanja sa običnim akcijama. Ovo rešenje donekle je paradoksalno jer vlasništvo ovde ne donosi pravo odlučivanja, ali je to posledica realnosti – preferencijalne akcije više liče na obveznice nego na obične akcije budući da nose minimalan rizik. Ipak, pravo na glasanje stiče se u mnogim slučajevima kada preduzeće ne isplaćuje propisane dividende, pa se može smatrati logičnim da i preferencijalni vlasnici za to vreme učestvuju u upravljanju.

Zašto se uopšte izdaju preferencijalne akcije, kada preduzeće može doći do kapitala emisijama običnih akcija i obveznica? Odgovori: (1) Izbegavajući emisiju običnih akcija, suštinski upravljači firme (bilo da su akcionari ili menadžeri) izbegavaju ulazak novih akcionara koji, na osnovu svojih glasačkih prava, mogu promeniti strukturu moći u firmi; tu je reč o trgovini „vi nama glasačka prava, mi vama fiksnu dividendu". (2) Izbegavajući emisiju obveznica, upravljači firme tako biraju fleksibilniju hartiju od vrednosti, kod koje ne postoji stroga obaveza periodičnog plaćanja kao kod obveznice i koja takođe popravlja veoma važan odnos dugova i kapitala (finansijski leveridž); leverdiž se smatra problematičnim finansijskim indikatorom kada je vrlo visok, pri čemu obveznice podižu taj odnos, a preferencijalne akcije ga snižavaju. Pored toga, postoje investitori kojima upravljačka prava nisu važna, ali jeste manje-više stalan priliv prihoda od dividendi, te se rado orijentišu na preferencijalne akcije; ovome doprinosi i činjenica da kod obveznica obično nije posredi otplata u ratama već odjedanput u daljoj budućnosti, po dospeću (u SAD), što ovim investitorima nije atraktivno.

Osnovne relacije i izveštavanje

U nastavku ćemo prikazati primer osnovnih akcionarskih i finansijskih parametara kod jednog preduzeća kako bi se razumelo koji se uobičajeni, ali najvažniji podaci nalaze u izveštajima i kako se na njih odražavaju promene cena i poslovne politike firme. Zamislimo firmu čiji se kapital sastoji od 50 miliona običnih akcija, čiji je profit u poslednjoj finansijskoj godini bio pre oporezivanja četiri miliona di-

nara i čiji je nadležni organ firme rešio da se tri četvrtine profita podele akcionarima kroz dividendu, a ostalo zadrži kao neraspoređeni profit i nameni potrebama firme. Ukoliko je tržišna cena jedne akcije dva dinara, dobijamo sledeću situaciju:

Tabela 3.1 Osnovne relacije

Broj akcija	50 miliona
Tržišna cena jedne akcije	2 dinara
Tržišna kapitalizacija	100 miliona
Zarada	4 miliona
Zarada po akciji	0,08 dinara
Raspodeljeni profit (za dividende)	3 miliona
Stopa isplate	0,75
Dividenda po akciji	0,06 dinara
Prinos dividende	3%
Prinos zarade	4%
Odnos cena/zarada (P/E) jedne akcije	25

Prve dve kategorije su jasne, ali pomenimo da iz iznosa tržišne cene akcije i broja akcija ne možemo zaključiti da li su skupe ili jeftine. *Tržišna kapitalizacija* predstavlja tržišnu vrednost firme, a dobija se množenjem broja akcija sa njihovom tržišnom cenom. Verovatno bi preciznije bilo reći nešto drugačije: da se podelom iznosa tržišne kapitalizacije sa brojem akcija dobija cena jedne akcije. *Zarada* (Earning) jeste ono što se naziva profitom, a može biti izražena kao iznos pre i posle oporezivanja. Svakako je kategorija zarade po oporezivanju korisnija, ali se ova vrednost obično ne zna u trenutku kada se radi analiza. *Zarada po akciji* jeste ukupan iznos zarade podeljen sa brojem akcija, a u našem slučaju to je osam para.

Ukoliko se donese odluka da se iz profita od četiri miliona akcionarima podele dividende od tri miliona (stopa isplate je 0,75), *dividenda po akciji* iznosi šest para. Šta se događa ukoliko dođe do promena cene akcija? Ukoliko ona poraste, prinos će opasti jer sada kapital (imenilac) više vredi, dok je dividenda (brojilac) ostala nepromenjena. Važi i obrnuto. Iako neraspoređena dobit ostaje u kompaniji, nema sumnje da i ona koristi akcionarima bilo na kratak rok, da se popravi finansijska pozicija firme, bilo na dugi rok kroz investicije i rast proizvodnje i prodaje, pa i vrednosti firme.

I, na kraju: *odnos cena/zarada jedne akcije* (P/E), što je recipročna vrednost stope prinosa akcije, ali se smatra zgodnijim indikatorom zato što se izbegava procenat. U našem slučaju je P/E 25. Obično se ova stopa kreće u rasponu 15–25, ali je povremeno i znatno viša i znatno niža. Ukoliko je stopa P/E znatno viša, nema

sumnje da investitori optimistički veruju u brz rast kompanije i njene zarade u dogledno vreme, pa kupuju njene akcije iako je zarada skromna. Tako je Majkrosoft svojevremeno imao odnos P/E od 100. Ukoliko do očekivanog rasta zarade ipak ne dođe, moraće cena akcije da opadne i prilagodi se dugoročno skromnijoj zaradi, što znači da su akcije u prethodnom periodu bile precenjene.

Ovih nekoliko brojeva daje okvirnu sliku finansijskog položaja kompanije i politike raspodele profita. Ipak, to je nedovoljno za pouzdano predviđanje njenog budućeg poslovanja, a jedino je ono važno za procenu kretanja cene akcija firme u doglednom periodu. Investitore prošlost zanima samo u meri u kojoj pomaže da se prognozira budućnost. A budućnost svakako zavisi od brojnih činilaca, među kojima su najvažniji kvalitet upravljanja kompanijom i makroekonomska konjunktura u datom sektoru i privredi u celini.

Dugoročno finansiranje rasta preduzeća: osnovna pitanja

U ovom odeljku bliže ćemo pogledati kako se sve može finansirati razvoj jedne firme od prvih početaka do pretvaranja u veliku kompaniju. Iako ćemo pomenuti brojne i raznovrsne metode, naglasak ćemo staviti na akcionarstvo,[113] odnosno vlasničke odnose i njihove promene tokom razvoja firme. Jer, kako će se pokazati, kroz razne operacije akcijama moguće je obezbediti sredstva za finansiranje potrebnih investicija i razvoj poslova.

Prva faza – snalaženje

Prilikom osnivanja i početka rada firme javlja se urgentna potreba za novcem kojim će se platiti pravno oblikovanje firme sa dozvolama, osiguranje, projekti, proizvodnja, nabavka zaliha, prostor, internet sajt i zaposleni. Prvi novac u inicijalnoj fazi razvoja obično dolazi iz sopstvenih sredstava samog preduzetnika, od njegove familije ili prijatelja. Novac može biti dat kao poklon (familija), kao lična pozajmica (prijatelji) i kao vlasnički ulog u firmu (prijatelji).

Prilikom osnivanja firme moguće je uvećati kapital uključenjem drugih pojedinaca, i to tako što će oni uložiti novac i zauzvrat dobiti udeo u vlasništvu. Obično su to prijatelj ili raniji poslovni partneri koji uživaju međusobno poverenje. Ne ulazeći u detalje, u Srbiji su realne dve opcije: jedna je ortačko društvo, gde se za dugove firme garantuje ličnom imovinom, što je vrlo rizično, mada kod poslovnih partnera uživa respekt kao garancija plaćanja; drugi je društvo sa ograničenom odgovornošću, kod koga vlasnici ne daju lične garancije za dugove firme. Ulozi ortaka ili članova društva ne moraju biti jednaki, a broj glasova proporcionalan je veličini udela.

[113] Pojmom akcija obuhvatićemo i njene bliske rođake - udele.

Po osnivanju, mogu se koristiti različite tehnike snalaženja:

- alternativni, a srodan posao koji donosi prihod koji se može upotrebiti za finansiranje osnovnog posla; to može biti rizično jer odnosi puno vremena i energije, ali i može biti spasonosno;
- budući kupci daju avanse, što je obično praćeno popustima; pored dobrodošlog novca, ovo umanjuje kreditni rizik kada je kupac neetablirano preduzeće;
- povoljni rokovi plaćanja dobavljačima, koji mogu da za to budu zainteresovani kako bi obezbedili lojalnost nove mušterije, povećali prodaju i slično;
- naturalna razmena sa kupcima ili dobavljačima može biti korisna za obe strane, a smanjuje potrebu za obrtnim kapitalom;
- odlaganje isplata zarada zaposlenima, što ovi mogu prihvatiti ukoliko će im to biti dobro kompenzovano ako poduhvat uspe;
- autsorsing sporednih aktivnosti (računovodstvo, održavanje, čak možda i proizvodnja) može smanjiti potrebni kapital i slično.

Svakako, ovi metodi snalaženja mogu biti korisni na samom početku života jedne firme, ali je ne mogu daleko odvesti. Za veći uspeh potrebno je nešto ozbiljnije.

Jedan takav ozbiljan izvor jeste profit samog mladog preduzeća, ukoliko postoji, koji se ne mora rasporediti vlasnicima već može poslužiti kao izvor sredstava za finansiranje rasta firme. Naravno, neraspoređeni profit nije izvor sredstava samo u početnim fazama, već tokom celog životnog veka firme, a kod mnogih firmi i osnovni dugoročni metod finansiranja.

Tri su osnovna faktora visine profita: brzina obrta novca, redukcija troškova i povećanje prihoda (kao rezultanta visine cena i fizičkog obima prodaje). Sva tri faktora su pod makar delimičnom kontrolom uprave preduzeća, što znači da ih je, uz maksimalan trud, moguće unaprediti u korist profita firme. Brzina obrta zavisi od raznih činilaca: brzine naplate potraživanja i plaćanja obaveza, nivoa zaliha itd. Smanjivanje troškova je večna tema ambicioznih uprava, pri čemu je potrebno uvek razlikovati potrebne od nepotrebnih troškova, što obično nije jednostavno. Napor da se poveća (fizički) obim prodaje često je najvažniji činilac poslovnog uspeha, dok je politika cena najosetljiviji deo – da li niskim cenama osvajati tržište, da li bi povećanje cena za X% smanjilo fizički obim prodaje za više ili manje procenata itd. Bilo kako bilo, rasprostranjeno je uverenje da se iz sopstvenih izvora može postići rast firme 10–15% godišnje (Marks *et al.*, 2009), što je prilično, ali i nedovoljno za vrlo ambiciozne preduzetnike.

Finansiranje vlasničkim ulozima

Kada je preduzeće osnovano i pokazuje dobar potencijal za rast, postavlja se pitanje daljeg finansiranja. Dotadašnji načini – kroz fondove familije, prijatelja i

snalaženje – ne mogu predstavljati temelj dalje ekspanzije, tako da ostaju oni klasični: sopstveni izvori iz firme (profit), zaduživanje i finansiranje na osnovu izdavanja, odnosno prodaje vlasničkih hartija. Pošto je profit obično skroman u ovoj fazi rasta, to ostaju spoljni izvori finansiranja, sa svim dilemama koje smo već pomenuli. U nastavku se nećemo baviti pitanjem izbora: *Zaduživanje ili akcije?* pošto je ono obrađeno u odeljku *Tražnja za različitim finansijskim instrumentima: finansiranje preduzeća*, već samo finansiranjem rasta kroz prodaju vlasničkih hartija (akcija). Budući da je u Srbiji ovakvo finansiranje vrlo retko, to ćemo se za fenomen i njegove karakteristike okrenuti Severnoj Americi i Evropskoj uniji.

Prikazaćemo poslovanje tri grupe investitora koji ulažu u vlasništvo preduzeća u ranim fazama postojanja. To su poslovni anđeli, individualni investitori i venčer fondovi. Sve tri grupe ulažu novac u firme za koje smatraju da imaju dobar potencijal rasta, pomažu im manje ili više u poslovanju i gledaju da posle nekoliko godina prodaju svoj ulog i unovče zarađeno, ukoliko zarada uopšte postoji. Četvrta grupa – privatni fondovi (private equity) – bavi se etabliranim preduzećima.

Poslovni anđeli su individualni investitori i bogati pojedinci koji ulažu svoj novac kao početni (*seed*) kapital u nove firme s poslovnim potencijalom. Ime anđeli dobili su po sličnosti sa bogatim ljubiteljima pozorišta, koji su svojevremeno pomagali pozorišne produkcije. Iako anđeli, njih zanima poslovni rezultat firme i ne ulažu u inicijalni kapital iz čiste ljubavi prema mladim ljudima, već očekuju profit. Ali, oni obično imaju neki dodatni motiv za ulaganja, nevezan za čisti profit. Nekada ih pokreće želja da po penzionisanju ostanu u poslu, nekada da budu patron mladom čoveku, nekada da pomognu razvoj lokalne zajednice, nekada da učestvuju u potencijalno velikim poduhvatima... Poslovni anđeli obično investiraju po nešto povoljnijim uslovima od ostalih investitora, pošto ih zanima i uspeh poduhvata, a ne samo sopstveni dobitak.

Pogledajmo kako poslovni anđeli obično ugovaraju finansiranje u SAD:

Tabela 3.2 – Poslovna orijentacija anđela

Najvažnija pitanja investiranja	*Šta anđeli hoće*
Iznos finansiranja	25.000 do 1,5 miliona $
Motivacija	Ne samo prinosi već i emocionalni: patronstvo, ponos, uzbudljiv poduhvat itd.
Geografski fokus	Regionalni
Osnovni razlog kod izbora projekta	Dobro razumevanje sa preduzetnikom, detaljna analiza tržišta, održive konkurentske prednosti

Najvažnija pitanja investiranja	*Šta anđeli hoće*
Vreme do dogovora	Brzo: do tri nedelje; o uslovima se donekle pregovara
Investicione hartije	Obične ili preferencijalne akcije, ponekad konvertibilni dug (zamenljiv za obične akcije)
Procenat kapitala	10 – 30%
Tipična valuacija firme posle uloga anđela	250.000 do 10 miliona $
Dju dilidžens	Relativno lak i brz
Proces finansiranja	Odjednom ili po važnim tačkama procesa
Dugoročna dobit za firmu od učešća anđela	Operativno iskustvo, saveti zdravog razuma, specifična znanja vezana za sektor
Ciljno vreme izlaska	5–7 godina
Ciljna stopa sopstvenog prinosa	15–25%

Izvor: *Fred Wainwright: Note on Angel Investing*, Tuck School of Business at Dartmouth, 2005.

U pregovorima se analizira biznis plan, koji je pripremio preduzetnik, i dogovara o vrednosti firme kako bi se odredila učešća preduzetnika (starog vlasnika) i poslovnog anđela (ili grupe njih) po uplati uloga. Pošto je budućnost generalno neizvesna, to je procena vrednosti više umetnost nego nauka, a posebno za firme u prvim fazama života. Stoga se o vrednosti može više pregovarati nego izračunavati.

Kako se vidi, poslovne anđele interesuje manjinsko vlasništvo i dogovor se može postići relativno brzo jer ne polažu previše na tehničke detalje kao venčer fondovi. Njihov ciljni prinos relativno je nizak, niži nego kod venčer fondova, ukoliko se uzme u obzir da je broj neuspelih ulaganja obično znatno veći nego uspelih, tj. da je iz uspelih investicija potrebno pokriti gubitke neuspelih.

Kada se usvoji biznis plan i proceni vrednost firme, pristupa se dogovoru o vlasničkim aspektima posla: o tipu vlasničkih hartija, dividendama, zamenljivosti akcija za druge tipove plasmana, načinu na koji će firma otkupljivati akcije, pravu glasa akcija, članstvu u upravnom odboru i sličnim pitanjima koja su od ključne važnosti za međusobne odnose investitora i firme. Jedan običan primer dogovora (term sheet) može ovako izgledati:

Tabela 3.3 – Odredbe uobičajenih ugovora

Pitanje	*Rešenje*
Vrsta hartije od vrednosti	Konvertibilne preferencijalne akcije
Dividenda	6% nekumulativna
Zamenljivost	Zamenljive za obične u svakom trenutku po odnosu 1:1
Zaštita od razvodnjavanja kapitala (capital dilution), pošto sledeće serije akcija mogu biti prodate po nižoj ceni	Metod ponderisanog proseka cene i broja akcija pre i posle konverzije; tim koeficijentom povećava se broj starih akcija
Pravo glasa	Jedan glas po akciji kada se preferencijalna pretvori u običnu akciju; potrebne dve trećine glasova za promenu akata firme, emisiju novih akcija, zaduživanje i prodaju ili gašenje kompanije
Otkup hartije/vlasništva	Kompanija mora da otkupi akcije investitora na njegov zahtev posle šest godina
Pravo registracije	Ukoliko kompanija izvrši IPO, akcionar ima prava na registraciju akcija
Ponude akcija po pro rata metodu	Investitor ima prava da učestvuje u sledećim emisijama akcija kako bi mogao da zadrži svoj procenat vlasništva
Učešće u upravnom odboru	Investitor će dobiti jedno mesto
Prethodni uslovi	Finansiranje će biti realizovano tek kada dju dilidžens bude gotov, kada svi pravni dokumenti budu potpisani i kada firma realizuje sve uslove koje zahteva investitor.
Obaveze (convenants)	Menadžment se obavezuje da obezbedi mesečne finansijske izveštaje i dostupnost knjigovodstva za inspekciju u svakom trenutku. Preduzeće se obavezuje da poštuje sve zakone i održava potrebna osiguranja.
Troškovi	Preduzeće se obavezuje da plati sve troškove dju dilidžensa i pravnih poslova.
Upotreba finansijskih sredstava iz uloga	Plata direktora i drugih rukovodilaca, kupovina zaliha, isplata dugova i finansiranje obrtnog kapitala

Izvor: *Fred Wainwright: Note on Angel Investing*, Tuck School of Business at Dartmouth, 2005.

U ovom primeru investitor se zadovoljio preferencijalnim akcijama, tj. odustao je od prava glasa na skupštinama i od uticaja na izbor celog upravnog odbora. Međutim, zadržao je pravo da zameni preferencijalne za obične akcije kada zaključi da je potrebno da se šire umeša u upravljanje, verovatno kada proceni da rezultati ne zadovoljavaju. Od razvodnjavanja vlasništva ovaj poslovni anđeo štiti se obezbeđenjem prava da učestvuje u sledećim emisijama, i to po pro rata sistemu (ukoliko se upiše više nego što se emituje, svima se proporcionalno upisu umanjuje broj novih akcija). Važna je i odredba da je kompanija dužna da otkupi akcije poslovnog anđela na njegov zahtev posle šest godina rada. Ovim anđeo sebi obezbeđuje izlaz, odnosno kupca akcija unapred, a stoga što je pitanje koliko će akcije firme biti lako prodati za šest godina.

Opštije posmatrano, anđeli znaju da će morati da budu strpljivi sa svojim investicijama i da neće moći da realizuju zaradu u nekoliko prvih godina, pa i da će njihove investicije biti nelikvidne duže vremena. Ipak, ne žele da zauvek budu vezani za datu firmu jer su oni, u stvari, investitori specijalizovani za finansiranje rasta novih ili mladih preduzeća. Stoga žele da imaju što lakši izlaz iz firme kada za to dođe vreme, odnosno kada malo preduzeće poraste i izađe iz faze koja zanima poslovne anđele. Zato se potrude da unapred, još pri ugovaranju, za sebe dogovore pogodno rešenje. Neka od njih su ova:

- prodaja udela menadžmentu ili nekom drugom investitoru;
- prodaja cele firme nekom trećem, uz podelu prihoda;
- IPO, tj. prelazak u javno (otvoreno) akcionarsko društvo, kada akcije postaju likvidne i lako se prodaju na tržištu;
- stečaj, kada firmi ne ide dobro, pa se naplaćuje iz stečajne mase, kolika bila.

Privatni investitori. Slični su poslovnim anđelima, pa većina prethodno rečenog važi i za njih, osim što nemaju pozitivan emocionalni stav prema preduzetničkim poduhvatima kao neki poslovni anđeli već se isključivo interesuju za profit. I oni su orijentisani na firme u ranim fazama poslovanja, i oni ulažu sopstveni kapital, i oni su skloni riziku. Među njima ima različitih tipova ljudi: od bogatih amatera koji žele da zarade na perspektivnom području, do profesionalaca koji se razumeju i u finansije i u poslovanje u datom sektoru. Sa njima je ipak lakše poslovati nego sa institucionalnim investitorima, koji imaju strožije kriterijume.

Pored neposrednog dogovaranja kao kod poslovnih anđela, ovde se koristi i drugačiji sistem: upućuje se poziv određenom broju privatnih investitora da ulože novac u firmu na ime vlasništva, a po unapred određenom modelu.

Venčer kapital. Ovim pojmom obuhvatamo i venčer firme i venčer fondove, pri čemu firme formiraju i vode fondove koji poseduju određenu specijalizaciju (geografsku, po sektorima, po tehnologijama, po fazi rasta firme). Uloga im je ista, a poslove investiranja u mlade firme obično obavljaju fondovi iz prikupljenog ka-

pitala spoljnih investitora, a nekada i same venčer firme iz svog kapitala. I ove institucije pripadaju investitorima koji prihvataju visok rizik, ali traže visoke prinose.

Venčer investitori su visoko profesionalne organizacije koje vrlo pažljivo biraju firme u koje će investirati i potom se trude da ih vešto strateški vode kako bi ostvarili maksimalne rezultate. Stoga oni nisu samo finansijeri već i preduzetnici i traže učešće u stvaranju strategije, menadžmentu, planiranju i globalnom vođenju poslova preduzeća u koje ulažu. Spremni su da učestvuju u više faza proširenja kapitala firmi čiji su suvlasnici. Nekada su venčer fondovi samo filijale velikih korporacija, koje tim putem traže inovativne firme koje će jednog dana kupiti i pripojiti ili na neki drugi način vezati za sebe.

Venčer investitori gotovo isključivo traže (i dobijaju) *preferencijalne akcije*. To su akcije koje im mogu, ali ne moraju doneti dividendu i koje ne donose pravo glasa na skupštini akcionara (o uticaju na upravljanje malo kasnije). Ali, potrebno je bliže pogledati prednost preferencijalnih akcija kod prodaje (ili likvidacije) firme – tzv. *likvidacionu preferenciju* (prednost). Naime, najčešće su dve vrste likvidacione preferencije: participativne i neparticipativne. Kod neparticipativne, vlasnik dobija samo onoliko koliko je uložio u preferencijalne akcije, pa sav eventualni višak u odnosu na inicijalno ulaganje pripada običnim akcijama. Ukoliko su investitor i vlasnik preduzetnik uložili po 10 miliona (vlasništvo po 50%, s tim da preduzetnik poseduje obične akcije) i prodali firmu za 25 miliona, investitor prima samo 10 miliona, a vlasnik preduzetnik 15 miliona. Sav rast vrednosti pripao je vlasniku preduzetniku, što je za njega vrlo povoljno. S druge strane, kod participativne likvidacione preferencije preferencijalne akcije prolaze daleko bolje nego obične, a stoga što se prvo one isplaćuju, pa potom dele ostatak sa običnim akcijama. U malopređašnjem primeru, vlasnik participativnih preferencijalnih akcija prvo dobije nazad uloženih 10 miliona, a potom učestvuje sa 50% u ostatku prihoda od prodaje, dakle, dobije još 7,5 miliona zarade. Vlasniku preduzetniku ostaje samo 7,5 miliona od uloženih 10, znači ima gubitak od 2,5 miliona. Likvidaciona preferencija je važan razlog popularnosti preferencijalnih akcija kod venčer investitora. Ona nije nepravedna jer štiti interes onoga ko ne upravlja firmom, odnosno poseduje ograničen uticaj na upravljanje. No, pitanje likvidacione preferencije veoma je važno u pregovorima prilikom ulaganja i na njemu se lome koplja, mada treba imati u vidu i pravo konverzije, o kome će biti reči.

Preferencijalne akcije nisu tipizirane, već se u svakom pojedinačnom slučaju dogovara o pravima vlasnika tih akcija i obično, posle tvrdih pregovora, dobija se kombinacija ovih prava. Ovde ćemo pomenuti još nekoliko.

Venčer fondovi uglavnom se štite i tzv. *zaštitnim klauzulama* od poteza koji bi mogli da ugroze njihove vlasničke interese, pa se obično predviđa saglasnost vlasnika preferencijalnih akcija (potpuna ili većinska) kada se nameravaju, na pri-

mer, promena prava tih akcija, emisija novih akcija, spajanje i pripajanje, promena statuta preduzeća, promena granica zaduživanja i slično.

Sledeća česta prednost za venčer ulagače jeste tzv. *pravo prvog odbijanja*, a reč je o prečem pravu svih ili nekih (velikih) akcionara da kupe ili ne kupe akcije koje ponude preduzeće ili drugi akcionar pre nego što se ponude trećim licima.

Obično postoji i pravo većinskog vlasnika preferencijalnih akcija (venčer fonda) da prisili društvo na *otkup svih preferencijalnih akcija*, a po originalnoj, emisionoj ceni uvećanoj za neisplaćene dividende. Ovo je jedna izlazna strategija venčer institucija za firme koje dobro posluju, ali nedovoljno dobro da bi venčer kapital želeo sam da ih otkupi ili da bi se organizovala inicijalna javna ponuda. Ovo pravo može se pokazati rizičnim za društvo jer je pitanje da li će imati dovoljno novca za otkup svih preferencijalnih akcija.

Još jedno pravo vezano za akcije jeste *pravo na konverziju*: vlasnik preferencijalnih akcija ima pravo da ih pretvori u obične akcije kada to poželi. Ovim se ređe cilja na pravo glasa i uticaj na upravljanje, a češće se preduzima kada venčer preduzeće prilikom likvidacije firme proceni da joj se više isplati da bude posednik običnih akcija nego da koristi pomenutu likvidacionu preferenciju (ovo se događa kod neparticipativne likvidacione preferencije).

Obaveza *zajedničke prodaje akcija* glasi: kada vlasnik preduzetnik namerava da proda svoje akcije, svi ostali investitori imaju prava da učestvuju u prodaji po *pro rata* principu (proporcionalno učešću u akcijama). Drugim rečima, ukoliko neko treći ponudi vlasniku preduzetniku otkup određenog broja akcija, ovaj mora da ponudi učešće u prodaji svim ostalim vlasnicima akcija i odgovarajuće smanji broj svojih akcija koje će prodati. Ova odredba predstavlja zaštitu spoljnih investitora od vlasnika preduzetnika, koji može da, na osnovu boljih informacija, proceni da je najbolje da proda svoje akcije i ostavi ostalim investitorima firmu koja vredi manje nego što se misli.

Dividende su obično važna stvar za vlasnike preferencijalnih akcija, ali za venčer institucije i nisu posebno pošto ih daleko više zanima kapitalna dobit (visoka prodajna cena akcija pri izlasku) nego razlika između pet i sedam posto godišnje. Jer, kapitalna dobit može dostići 10 ili 20 puta za pet ili sedam godina, dok dividenda za isti period može doneti prinos od samo 30 ili 50%.

Pomenute faze i modele finansiranja mladih firmi prođe mali broj novoosnovanih, samo one koje pokazuju potencijal za visok rast. Velika većina njih ili ubrzo propadne ili ostane malog do srednjeg obima, šireći se lagano, u skladu sa sopstvenim profitom i zajmovima banaka. U Srbiji se o poslovnim anđelima i venčer fondovima dosta govori, ali ne nailazimo na njihovo finansiranje u realnom životu.

San mnogih osnivača malih firmi i venčer finansijera jeste IPO, tj. velika emisija akcija i njihova prodaja u javnosti, sa prelaskom u status otvorenog (javnog) akcionarskog društva. To je onda znak da su uspeli, da se preduzeće uvrstilo u red

ozbiljnih poslovnih institucija i da može da zadovolji kako regulatorne uslove, tako i potencijalne investitore, ali i da su sami dobro zaradili. Neki drugi preferiraju da ostanu van berzanskog poslovanja, organizovani u zatvorena društva. O tome u sledećem odeljku.

Inicijalna javna ponuda – IPO

Inicijalna javna ponuda, ili IPO, prva je javna ponuda akcija neke firme svim zainteresovanim kupcima akcija. Do tada su nove akcije firme eventualno nuđene ograničenom krugu investitora i njima se nije trgovalo na berzama.

Po čemu je inicijalna javna ponuda drugačija i važnija od emisija akcije pre i posle nje? Po tome što preduzeće u ovom slučaju izlazi na svetlo finansijske javnosti i regulatornih organa i praktično menja režim rada kako bi zadovoljilo uslove i regulatora i širokih slojeva investitora. Jedan od važnih koraka na tom putu jeste pretvaranje firme koja radi IPO iz zatvorenog (privatnog) u otvoreno (javno) akcionarsko društvo, što menja bitno način funkcionisanja firme.

Osnovni razlog IPO-a svakako je želja da se poveća kapital firme. Sav prihod od prodaje akcija pripada firmi, pa jedan dobro izveden IPO može u znatnoj meri doprineti njenom dugoročnom rastu. Taj prihod se onda može upotrebiti za istraživanje i razvoj, kapitalne rashode, obrtna sredstva ili čak razduživanje.

Kupci akcija mogu verovati da je IPO preduzeće solidno zato što: (1) dozvola berzanskog regulatora potvrđuje da će se dotična akcija uključiti u trgovinu na berzi, što se daje posle zadovoljavanja dosta strogih uslova čija je svrha baš filtriranje solidnih od nesolidnih emitenata kako ne bi stradali nevini sitni investitori i (2) postoji garancija finansijskih posrednika (investicione banke) koji pripremaju IPO, što može da uključi i obavezu otkupljivanja dela ili celokupnog iznosa neprodatih akcija. Naravno, pokrovitelj unapred naplaćuje tu svoju obavezu.

Pored uvećanja kapitala, postoje dodatne koristi od IPO-a. Prva je mogućnost da kompanija i kasnije lako dolazi do novog kapitala novom emisijom. Jer, dok god postoji tražnja za njenim akcijama na berzi, dotle ona može da bez bojazni emituje nove akcije i tako uvećava kapital. A tražnju podstiče i činjenica da je berza najčešće visoko likvidna, tako da investitori lako kupuju akcije pošto znaju da ih lako mogu prodati ukoliko promene mišljenje.

Drugo, lakoća emisije novih akcija korisna je kod spajanja i pripajanja, pošto se kao način finansiranja posla mogu uključiti novoemitovane akcije umesto gotovine. Slično tome, kompanija može da ponudi novoemitovane akcije i opcije akcija prilikom zapošljavanja novih ljudi, a u nameri da privuče vrhunske talente.[114] Zatim, otvoreno akcionarsko društvo, makar načelno posmatrano, ostvaruje povo-

[114] Nagrađivanje zaposlenih opcijama akcija može biti veoma atraktivno: uspeh Majkrosofta je stvorio, pored tri milijardera, još 12 hiljada dolarskih milionera kroz nagrađivanje akcijama i porast njihovih cena; videti https://en.wikipedia.org/wiki/Microsoft, posećeno 30.7.2015.

ljnije uslove kod zaduživanja, a baš zbog povećane transparentnosti i pojačanog i regulatornog i berzanskog nadzora nad firmom.

Potom, IPO donosi jednostavnu mogućnost da dotadašnji vlasnici (osnivači, poslovni anđeli, venčer kapital) realizuju svoje ranije investicione dobitke kroz prodaju akcija na tržištu. Stoga su svi oni uglavnom zainteresovani za IPO, kao način da realizuju svoje dobitke, odnosno da unovče kapitalnu dobit koja se nagomilavala tokom prethodnih godina. Jer, tada jednostavno, uz nove akcije iz emisije, prodaju i svoje akcije.[115]

Ukoliko se dovoljan broj akcija kotira na berzi, javlja se mogućnost preuzimanja kompanije, tj. otkupa dovoljnog broja akcija radi promene menadžmenta. Ovo se obično događa kada kompanija ne posluje dobro, pa grupa investitora otkupi dodatne akcije javnim pozivom i preuzme kontrolu, smeni upravu i preduzme mere na popravljanju poslovanja. Preuzimanje je u principu dobro sa ekonomskog stanovišta jer zamenjuje slab menadžment boljim, a i samo postojanje pretnje preuzimanja podstiče menadžment na naporan rad.

Na kraju, biti listiran na nekoj od vodećih berzi donosi povećani kredibilitet i prestiž kompaniji, što dobro dođe kod reklamiranja. Već sam IPO donosi znatnu reklamu u poslovnom svetu. Nekada su se samo privatne kompanije sa najsolidnijim fundamentima mogle kvalifikovati za IPO na vodećim berzama, dok se danas, posle internet buma, i ne tako solidne kompanije pojavljuju na vodećim berzama.

Sa IPO-om i statusom otvorenog akcionarskog društva dolaze i prilični troškovi. Prvi su neposredno povezani sa IPO-om, budući da je reč o vrlo složenom poduhvatu, kao što su naknade za finansijske i pravne savetnike, investicione banke i marketinške agencije, a drugi za pokrovitelja emisije koji garantuje otkup neprodatih akcija, što može puno koštati kod većih IPO-a (u SAD uobičajen trošak je 7% prihoda od emisije). Veliki su i dugoročni troškovi, pošto je akcionarsko društvo prinuđeno da se bitno drugačije ponaša nego, na primer, društvo sa ograničenom odgovornošću, kako usled regulatornih razloga, tako i zbog veće otvorenosti i svakodnevne pažnje poslovne javnosti. Stoga moraju da postoje upravni odbor, godišnje skupštine akcionara i sa njima povezana cela evidencija, pa onda služba za odnose sa investitorima, služba za medije, redovni periodični izveštaji i slično. Zbog toga, neke velike kompanije ostaju u statusu zatvorenog akcionarskog društva ili kao društvo sa ograničenom odgovornošću, sa akcijama (ili udelima) kojima se ne trguje na berzi. A neke se vraćaju iz statusa otvorenog u zatvoreno društvo, kao Dellcomputers. Njihov razvoj je obično sporiji (često su to stare firme), ali dostižu ogromne razmere: na primer, Cargill i Koch Industries ostvaruju znatno više od sto milijardi dolara godišnjeg prihoda.[116]

---

[115] Eventualno se prethodno "stare" akcije svedu na nove po vrsti i vrednosti.

[116] Videti http://247wallst.com/special-report/2015/04/24/the-20-largest-privately-held-companies-in-america/5/, posećeno 30.7.2015.

Dodatni uobičajen trošak IPO-a jeste potcenjivanje cene akcija preduzeća u odnosu na buduću tržišnu vrednost. Jasan znak potcenjivanja jeste skok cene akcija sa IPO-a prvog dana berzanskog trgovanja ovim akcijama, od 9% u Velikoj Britaniji do 15–16% u SAD i Francuskoj. Cene akcija obično se potcenjuju zbog bojazni od neuspeha emisije, odnosno zbog nesigurne likvidnosti i, posebno nivoa cena po kojima će akcijama biti trgovano posle IPO-a. Razlog za to može se naći i u oblasti negativne selekcije: pošto će društvo koje brine o svojim akcionarima nameravati da prodaje akcije samo po cenama koje ili odgovaraju vrednosti društva ili višim od toga, kupci akcija iz odluke o emisiji neminovno procenjuju da li je vrednost preduzeća možda precenjena; stoga neće učestvovati ukoliko im se ne ponudi popust u ceni da bi otkupili ponuđene akcije. Nema sumnje da i interes pokrovitelja emisije, onoga ko je preuzeo obavezu da otkupi neupisane akcije, igra ulogu u potcenjivanju, pošto na taj način, kroz verovatniji uspeh emisije, smanjuje svoje potencijalne gubitke od prisilnog otkupa neprodatih akcija po ceni višoj od tržišne. Kod emisije sa prodajnom cenom koja je niža od realne (tržišne) na dobitku su kupci akcija, a na gubitku stari akcionari. Svakako, društvo ostvaruje manji prihod od prodaje akcija zbog ovog popusta.

Primećeno je i da cene akcija emitovanih kroz IPO tokom sledećih tri do pet godina obično zaostaju za berzanskim indeksom. O razlozima u sledećem odeljku.

Kasnije emisije

Sa inicijalnom javnom ponudom i pratećom emisijom obično se ne završava uloga berze u pribavljanju dodatnog kapitala. Društvo može i kasnije da se preko berze obraća investitorima za novi kapital, a kroz nove emisije akcija. Kako je prethodno navedeno, sve dok na berzi postoji tražnja za akcijama datog društva, ono može da emituje nove akcije i nalazi kupce. Postupak je isti kao kod inicijalne ponude akcija, osim što je kod običnih novih emisija važan element poznat – tržišna cena akcija – i ne mora se detaljno (i skupo) utvrđivati. Ipak, u SAD je i ova emisija skup poduhvat – naknade koje preduzeće plaća obično su 5% od prihoda od prodaje akcija. Ponuda za upis akcija može se odmah dati svima ili se prednost prava upisa može obezbediti postojećim akcionarima, ili se postojećim akcionarima može ponuditi cela emisija. Ovo drugo i treće ih štiti od razvodnjavanja vlasništva.

Kod novih emisija akcija, kao i kod IPO-a, primećena je tendencija da u dugom roku i ove akcije pokazuju zaostajanje za berzanskim indeksom. Postoji nekoliko ponuđenih objašnjenja ove zagonetke. Prvo, moguće je da je vrednost firmi precenjena u trenucima emisije akcija, a zbog preteranog optimizma investitora. Naime, kada investitore zahvati preterani optimizam, preduzeća to shvataju i tada emituju akcije koje se prodaju po cenama višim od fundamentalne vrednosti, da bi u sledećem periodu došlo do korekcije naniže, što je varijanta već pominjane asimetrije informacija. Druga je novija: ustanovljeno je da do zaostajanja cena akcija

dolazi najvećim delom kod mladih firmi, pa se ono (zaostajanje) vezuje za visoku neizvesnost o njihovoj budućoj profitabilnosti.[117]

Povećanje kapitala firmi

Kako smo videli, tržište akcija nudi široke mogućnosti za povećanje kapitala preduzeća, bilo kroz inicijalnu javnu ponudu, bilo kroz kasnije nove emisije akcija. Na taj način štednja se plasira u proizvodne investicije, odnosno ulaganja kako u nove proizvodne mogućnosti, tako i u obrtni kapital firmi, što povećava proizvodni kapacitet zemlje i omogućava privredni rast. Svakako, emisija akcija nije jedini način uvećanja kapitala, već, zajedno sa sopstvenim profitom i zaduživanjem na finansijskom tržištu, jedan od tri osnovna. Negativna strana emisija akcija jesu dosta visoki troškovi, od neposrednih za izvođenje emisije, preko potcenjivanja vrednosti akcija kod IPO-a, do troškova i komplikacija izazvanih regulacijom. Zbog njih se emisije znatno manje koriste za finansiranje razvoja preduzeća nego što bi se očekivalo, preduzeća se povremeno orijentišu na zaduživanje ili neraspoređeni profit, kao nekad jeftinijim ili jednostavnijim opcijama.

Funkcionisanje sekundarnog tržišta

Uvod

Najvećim brojem akcija trguje se na berzama, tj. mestima na kojima se odvija trgovina akcija na organizovan način. Nekada su sve berze posedovale fizičku lokaciju, na kojoj su trgovci neposredno trgovali akcijama bilo u svoje ime bilo za račun nekog drugog. Danas su praktično sve berze virtuelne i transakcije se odvijaju preko kompjuterskih mreža, čak i kada postoji sala sa brokerima, kao kod Njujorške berze. Pored akcija, na berzama se trguje i obveznicama, derivatima itd.

Danas postoje i neberzanski mehanizmi prodaje akcija, koji se u SAD zovu *alternativni trgovinski sistemi*, a u Evropi *multilateralni trgovinski mehanizmi*. Predstavljaju način kompjuterskog, neposrednog povezivanja prodavaca i kupaca akcija (dilera i brokera). Budući da imaju sličnu ulogu kao berze, a i konkurenti su berzama, i njihovo poslovanje regulišu uobičajeni regulatori (u SAD SEC), ali je ovde regulacija nešto lakša.

Manji broj akcija pripada investitorima u zatvorena društva (private equity) i njih obično dugoročno drže institucionalni investitori: penzijski i investicioni fondovi, investicione kuće, venčer fondovi i slični. Njima se retko trguje, tj. akcije su daleko manje likvidne nego one koje se kotiraju na berzama, iako je u načelu moguće naći kupca i za ove akcije. Cilj ovih investitora nije kratkoročna špekulacija, već dugoročna kapitalna dobit.

[117] Detaljnije o drugom rešenju videti: Huang *et al.* (2014).

Trgovanje na berzi

Klasično trgovanje na berzi, tehnički gledano, vrlo je jednostavno. Uobičajeni metod je aukcijski, kod koga se potencijalni kupci nadmeću dajući svoje ponude za date akcije. Akcije će biti prodate onome čija je ponuda najviša. Kod klasične berze, sa trgovinom u sali (kao što je i danas Njujorška), zahteve (bilo o kupovini, bilo o prodaji) primaju brokerske kuće, koje ih prosleđuju svojim brokerima u sali u kojoj se odvija trgovina. U sali postoji market mejker (u Njujorškoj se zove specijalista) koji posreduje kod trgovine jedne akcije i čiji je posao da poveže kupce i prodavce te akcije. Market mejker može da ima i svoj stok akcija i time olakšava trgovinu. Cena se određuje aukcijskim putem i tekuća cena je istovremeno najviša cena po kojoj je neki kupac spreman da plati datu akciju i najniža cena po kojoj je neki prodavac spreman da je proda. Kada se sklopi posao, brokerska kuća obaveštava investitora i obavlja tehničke poslove.

Nešto drugačiji sistem važi na elektronskim berzama, kao na Nasdaqu. Broker, po nalogu investitora, ispituje dve cene akcija koje poseduje tzv. market mejker: (1) višu, po kojoj je on (market mejker) spreman da proda akcije i (2) nižu, po kojoj je spreman da ih kupi. Ukoliko je investitor zadovoljan cenom, daje se nalog za kupovinu ili prodaju. Potom slede plaćanje i knjiženje.

Napomenimo da su market mejkeri posebno naimenovani brokeri spremni da drže u rezervi znatnu količinu akcija date firme kako bi tržište bilo likvidno i moglo da radi kontinuelno. Market mejker snosi priličan rizik, a zbog mogućnosti da cena akcija koje drži bitno opadne. Naknadu za rad i rizik stiče kroz razliku u ceni. I elektronske berze rade na principu dveju cena, samo bez ljudskog prisustva u sali berze.

Trgovanje na berzi poseduje više dobrih osobina sa stanovišta investitora, koje su onda dobre i za nacionalnu ekonomiju u celini:

- berza je pogodno mesto i zajednička platforma za kupce i prodavce hartija od vrednosti na kome se otvaraju ponude i licitiraju kupovina i prodaja na osnovu slobodne konkurencije;
- berza obezbeđuje sigurnost investiranja, odnosno zaštitu od eventualnih manipulacija drugih učesnika; te za to postoji razvijena zaštitna regulacija;
- razvijene berze su vrlo likvidne, što omogućava brzu i jednostavnu kupoprodaju hartija po razumnim cenama, a to dalje podstiče efikasnost rada berze; likvidnost se meri učestalošću transakcija, uskim spredom između kupovne i prodajne cene, brzim izvršenjem naloga i malim pomeranjima cene između transakcija;
- berze, na osnovu slobodne konkurencije u okvirima regulacije, predstavljaju sistem koji omogućava formiranje razumnih i fer cena, koje obično izražavaju stvarnu vrednost akcija; pored konkurencije, treba pomenuti i slobodan tok velike količine informacija, znanje učesnika o sadašnjim i budućim izgledima na osnovu najbolje raspoložive metodologije i slično;

- oko berze se razvija najnaprednija informaciona industrija finansijskog sektora, koja promptno ne samo informiše već i analizira svakodnevna zbivanja i tako predstavlja izuzetno koristan i stalno aktivan kanal za upoznavanje zainteresovanih sa stanjem u pojedinim kompanijama, sektorima i ekonomiji u celini; informaciona funkcija omogućava dobru alokaciju investicija i time podstiče privredni rast;
- berza predstavlja i dobar barometar ukupnog ekonomsko-finansijskog stanja u zemlji pošto kretanje berzanskih indeksa jasno govori o tome kako cela finansijska javnost vidi doglednu budućnost i slično.

Orijentacije radi, pogledajmo tržišnu kapitalizaciju na najvećim berzama u svetu.

Tabela 3.4. Vodeće berze po tržišnoj kapitalizaciji, maj 2015.

	Zemlja	Biliona dolara
Njujorška	SAD	19,7
NASDAQ	SAD	7,4
Londonska	Velika Britanija	6,7
Šangajska	Kina	5,9
Tokijska	Japan	5,0
Šenženska	Kina	4,4
Hongkonška	Kina	4,0
Evropska	Belgija, Portugalija, Francuska i Holandija	3,4

Izvori: za Londonsku – *Main Market Factsheet*, May 2015, London Stock Exchange
za ostale – *Monthly Reports*, May 2015, World Federation of Exchanges

SAD i dalje imaju daleko najveću tržišnu kapitalizaciju, ali je očigledan prodor Kine na drugo mesto: sa tri berze iznos kapitalizacije dostiže 15,3 biliona dolara.

Uticaj na privredni rast

Pozitivan uticaj na štednju i dugoročno finansiranje investicija

Tržište akcija nudi atraktivne mogućnosti za investicije u različite hartije od vrednosti, sa prinosom koji, uzimajući u obzir i rizik, može biti viši nego za najvažnije alternative, kao što su depoziti u bankama, nekretnine ili plemeniti metali. Pored toga, dok direktne investicije u privredi nesumnjivo podrazumevaju plasman velikih iznosa kapitala, kupovina akcija otvorena je za male investitore, pošto je

donji limit ulaganja samo jedna akcija. Tako mali investitor može da ima akcije iste kompanije kao veliki investitori, što znači da ne postoji segmentiranost tržišta prema veličini sredstava investitora.

Ove široke mogućnosti profitabilnog investiranja podstiču pojedince – od malih do velikih investitora – da više štede i da investiraju u privredne namene umesto da finansiraju tekuću potrošnju i ulažu u neproduktivne svrhe kao što su zlato, vile i slamarica ili sefovi. Visina nacionalne štednje je, i pored mogućeg priliva kapitala iz inostranstva, važna determinanta ekonomske aktivnosti i privrednog rasta budući da na najdirektniji način uvećava produkcioni kapacitet nacionalne ekonomije.

Pogodnost tržišta kapitala za štediše jeste ta što omogućuje diverzifikaciju rizika, pa svaki štediša može sam da odabere koliki stepen rizika želi da dozvoli, kreirajući portfelj u skladu sa svojim preferencijama. Tako može investirati u jednu perspektivnu kompaniju i težiti visokoj zaradi koja prati visok rizik, ili odabrati konzervativniju strategiju, sa širokom diverzifikacijom rizika: bilo kroz više različitih akcija pojedinačnih kompanija, bilo kroz ulaganje u investicioni fond ili neku drugu šemu kolektivnog investiranja.

Tržište kapitala može doprineti privrednom rastu kroz sopstvenu likvidnost, tj. kontinuelni promet velike većine akcija po razumnim cenama, rešavajući problem neusklađenosti između potrebe mnogih investitora za velikim dugoročnim kapitalom iz koga finansiraju svoje profitabilne investicije, sa jedne, i težnje mnogih štediša da ulože manje sume novca na kraće rokove jer žele da sačuvaju manevarski prostor za alternativne investicije, s druge strane. Tržište kapitala lako rešava ovaj problem time što omogućuje malim investitorima da ulože manje sume direktno u (nove) akcije pojedinih firmi, ili u investicione fondove, i tako omoguće stvaranje većih suma agregiranjem njihovih manjih iznosa. Ti mali investitori mogu, kada požele, da konvertuju svoje akcije u gotov novac i povuku se sa tržišta, ne ugrožavajući nikoga. Ta mogućnost lakog izlaska sa tržišta u stvari podstiče male investitore da se uključe u njega, stvarajući tako dobit za investiranje u celini. U isto vreme preduzeća imaju stalnu mogućnost pribavljanja kapitala na ovom tržištu, a kroz emisije novih akcija. Da ne postoji ovaj pozitivan uticaj tržišta kapitala, investicije bi verovatno bile okrenute kratkom roku i bile bi manje jer bi i raspoloživa sredstva bila manja.

Drugim rečima, pošto su investicije sa višim očekivanim prinosima obično one koje traže duže periode finansiranja, to je njihov završetak teško ostvarljiv bez transformacije kratkoročnih izvora u dugoročne plasmane. Tržište kapitala čini te projekte atraktivnim za investitore i uopšte ostvarljivim tako što omogućava trgovanje delovima vlasništva sve vreme. Kanal uticaja na privredni rast jeste sledeći: kako se tržište kapitala razvija i duži poslovni projekti lakše finansiraju, to se sve više kapitala akumulira, produktivnost kapitala raste, a time i stopa privrednog rasta.

Izbor investicija

Da bi se preduzele investicije koje dovode do profita za investitora i do privrednog rasta nacionalne ekonomije, svakako je potrebno ispitati raspoloživost potencijalnih investicionih projekata i načiniti izbor nekih od njih koji će obezbediti maksimalan prinos. Informacije se mogu tražiti na različitim stranama, a njihov važan izvor jeste tržište kapitala. Ono daje sintetički izraz velike količine raspoloživih informacija samo u jednom broju – ceni akcije svakog preduzeća – što je vrlo pogodno za one koju umeju da ih čitaju.

Jedna od vrlina tržišta kapitala jeste to što podstiče investitore da, u sopstvenom interesu, traže informacije o preduzećima i poslovnim mogućnostima, a sve radi umanjenja rizika investiranja. Zbog toga se oko tržišta kapitala obično razvija velika industrija poslovnih i drugih informacija i analiza, koje pomažu poslovnom svetu, i čak ga vode, prilikom investiranja.

Cene akcija stoga teže da na efikasnim tržištima[118] izraze istinsku vrednost preduzeća i predstavljaju jasan znak o aktuelnim stopama prinosa od kapitala. Mogu se uzeti kao važan instrument za dobru alokaciju kapitala, na osnovu čega se može verovati da podstiču privredni rast. Akcije profitabilnih preduzeća rastu i njima se trguje, uz dobru tražnju, što im svakako omogućuje prikupljanje kapitala na finansijskim tržištima. S druge strane, cene akcija neprofitabilnih preduzeća opadaju i za njih je teže obezbediti finansiranje. Na taj način tržište kapitala kanališe investicije ka produktivnijim namenama.

U osnovi, sa informacionog stanovišta mogu se razlikovati tri situacije: prva je kretanje cene akcija preduzeća pre najave investicije, što govori o percepciji tržišta o tome kako se vodi dato preduzeće, uključujući i stanje u sektoru; druga je kretanje akcija preduzeća po objavi investicije, što dobrim delom izražava mišljenje kvalifikovanih posmatrača/investitora o samoj investiciji, mada tu postoje šumovi iz drugih uzroka; treća, prilikom emisije akcija radi finansiranja investicije, kada tržište direktno govori o samoj investiciji.

U prve dve situacije investitori preko tržišta kapitala iznose svoje mišljenje o celom preduzeću i njegovom poslovanju. Čak i kretanje cene akcija po objavi investicije nije baš mišljenje o samoj investiciji jer cena akcije nije marginalna već prosečna veličina, tako da ne govori o investiciji već o celom preduzeću i tek indirektno o investiciji i njenom doprinosu rezultatu preduzeća. Naravno, tok informacija je dvosmeran: kao što tržište ocenjuje upravu kompanije i njene investicione namere, tako i uprava gleda cenu akcija, pa će nje rast doživeti kao signal da tržište veruje u dobre perspektive preduzeća, uključujući i one investicione.

Ali, posebnu korist u selekciji projekata daju emisije novih akcija na tržištu kapitala. Kada jedno preduzeće emituje akcije, tražeći novac za neku investicionu

[118] O informatičkoj efikasnosti tržišta kapitala videti kasnije.

strategiju, ono već u prospektu emisije naglašava namenu emisije i sve relevantne podatke o njoj, uključujući i projekcije prinosa u budućnosti. Potpuna i tačna informisanost potrebna je kako bi se emisija okončala uspešno, a pokušaj zamagljivanja ili sakrivanja bitnih informacija najčešće bi bio kontraproduktivan, odnosno odbio bi potencijalne investitore. S druge strane, uspeh ili neuspeh emisije zavise od investitorove procene investicije i njenog uticaja na poslovanje preduzeća, sa svim nijansama. Neuspeh emisije svakako bi označio negativnu ocenu projekta, dok je uspeh podrška ostvarenju investicije.

Na navedene načine tržište kapitala doprinosi selekciji investicionih projekata – ne tako direktno kao što čine banke, već uglavnom indirektno, preko ocene efekata investicije na finansijsku poziciju preduzeća, ali i direktnije, kroz uspeh ili neuspeh emisije akcija. A selekcija investicionih projekata važan je zadatak finansijskog sistema i od velikog značaja za privredni rast.

Zanimljivo je pogledati jednu teoriju o razlici između banaka i tržišta kapitala sa ovog informativno-investicionog stanovišta: Dok je proizvodna struktura jednostavnija, a identifikacija optimalnih investicionih mogućnosti lakša, bankarski sistem može prikupiti dovoljno informacija za optimalnu alokaciju resursa. Ali, kako privreda postaje kompleksnija, tako i određivanje optimalnih investicionih mogućnosti i nadzor nad poslovnim i investicionim strategijama menadžmenta postaju sve teži, a istovremeno kontinuelan nadzor postaje presudan za efikasnu alokaciju resursa. Sa svojim ogromnim informacionim resursima, tržište kapitala postaje bolji instrument za optimalno investiranje i diverzifikaciju rizika, pošto banke i drugi finansijski posrednici ne nadziru i ne mogu nadzirati sve firme sve vreme.[119]

Na kraju, finansijska globalizacija može, kroz integrisanje tržišta kapitala, povoljno uticati na diverzifikaciju rizika i time podstaći akumulaciju kapitala i privredni rast. Kako je pokazao Obstfeld (1994), povećanje stepena međunarodne integracije tržišta kapitala smanjuje nivo investicionog rizika kroz diverzifikaciju i preusmerava globalni portfelj od sigurnijih projekata sa niskim prinosom do rizičnijih sa višim prinosom. Na taj način podižu se kapitalna produktivnost i stopa štednje, a obe ubrzavaju rast.

Problem korporativnog upravljanja

Još jedan kanal uticaja na investicionu i poslovnu politiku kompanije jeste kontinuelni pritisak tržišta kapitala na menadžment u smislu rešavanja agencijskog problema. Problem korporativnog upravljanja javlja se u preduzećima u kojima postoji odvojenost svojine od upravljanja, u kojima vlasnici ne upravljaju, već to čine profesionalni menadžeri. Najopštije pitanje glasi: Zašto vlasnici poveravaju sop-

[119] Videti: Capasso (2008).

stveni novac na upravljanje nekom drugom – (menadžeru), odnosno šta im daje nadu (koji su to mehanizmi obezbeđenja) da će ne samo ostvariti prinos nego i povratiti glavnicu? Drugačije rečeno, zašto preduzetnici ili menadžeri ipak obično rade u korist investitora, a ne ukradu ili ne upropaste povereni im novac (Shleifer i Vishny, 1997)?

Problem nastaje na sledeći način: interes menadžmenta ne poklapa se sa interesom akcionara preduzeća, pa stoga menadžment može, sledeći svoje interese, da donosi odluke koje nisu u skladu s interesom preduzeća i načelom profitabilnosti.[120] U ekonomskoj nauci pomenuti problem uobičajeno se naziva agencijski problem: postoje dve ličnosti – principal i agent – i pitanje je kako da principal obezbedi da njegov agent radi u njegovu, principalovu korist, a ne u sopstvenu, agentovu korist. Od uspeha u rešavanju ovog problema zavisi da li će vlasnici novca odlučiti da svoj novac investiraju u privredna preduzeća ili neće, a, opet, od te odluke zavisi ekonomski napredak.

Postoji nekoliko metoda pokušaja rešavanja agencijskog problema, a verovatno najvažniji, makar za veće kompanije, jesu oni vezani za tržište kapitala. Prvi i osnovni metod jeste pomenuti nadzor tržišta nad radom menadžera, sa kontinuelnim kotiranjem akcija kao rezultata njihovog rada, a u poređenju sa drugim kompanijama iz iste delatnosti. Takvo praćenje svakako izaziva snažan pritisak na menadžment da radi i investira u interesu preduzeća i akcionara kako bi cena akcija bila još viša. Na taj način stiče se reputacija uspešnog menadžera, koja tokom radne karijere menadžerima donosi bolji uspeh, pa i finansijski. Zatim, dobrim radom menadžeri će ojačati svoju poziciju unutar kompanije i imati manje teškoća sa upravnim odborom i skupštinom akcionara.

Drugi metod jeste nagrađivanje menadžera u skladu sa njihovim performansama. Pošto je glavna mera performansi preduzeća kretanje cene njegovih akcija, to su i osnovni metodi nagrađivanja vezani za akcije: menadžeri dobijaju same akcije i opcije akcija.[121] Oba metoda podstiču menadžera da radi na uvećanju cene akcija. S druge strane, moguće su, svakako, različite tehnike uvećanja kratkoročnih dobitaka na račun dugoročnih, što nije cilj nagrađivanja. Stoga je struktura nagrađivanja važna (na primer, duži rok do prava na konverziju opcije u akciju itd.). Bilo kako bilo, samo tržište kapitala obezbeđuje mogućnost merenja performansi menadžmenta, pa time podstiče njihove napore i rad na uvećanju privrednog rasta.

Treći metod uticaja tržišta kapitala na korporativno upravljanje i disciplinovanje menadžera jeste tzv. neprijateljsko preuzimanje korporacije (*hostile takeover*).

[120] Navedimo ovde da je poštovanje načela profitabilnosti (koje je u interesu vlasnika) u skladu sa načelom ekonomske racionalnosti i najbolje sa stanovišta ekonomskog napretka, a da maksimiranje drugih ciljeva (samopoštovanje ili zarada menadžera, rast firme, rast prihoda, zaposlenost, socijalna odgovornost itd.) nije ili ne mora biti u skladu s njim.

[121] Opcija akcije je pravo vlasnika da u određenom trenutku kupi akciju po ranije utvrđenoj ceni (obično ceni u trenutku davanja opcije).

Izvodi se na sledeći način: Lovac na slabe firme uočava da je cena akcija jednog preduzeća niska, tj. niža od moguće, a zbog lošeg rada menadžmenta. Stoga daje ponudu vlasnicima da otkupi njihove akcije po višoj ceni nego što je tržišna. Kada uspe da ostvari vlasničku kontrolu, on menja menadžment, postavlja bolji, i cena akcija raste. Zarađuju i on i preostali (stari) vlasnici akcija. Ovde je , dakle, posredi brzometno ukrupnjavanje vlasništva nad firmom, čiji je uzrok slab rad postojećeg menadžmenta. To ukrupnjavanje donosi pozitivne posledice na korporativno upravljanje jer vodi otpuštanju postojećeg menadžmenta i dovođenju boljeg. Štaviše, čak i postojanje latentne pretnje neprijateljskog preuzimanja navodi menadžere na bolji rad, kako im ono ne bi donelo otkaz, a time i uništenje poslovne reputacije. O tome više u sledećem odeljku.

Iz činjenice da se u zrelim tržišnim ekonomijama ogromne sume novca ipak slivaju u korporacijski sektor može se zaključiti da je agencijski problem uglavnom rešen na zadovoljavajući način i da investitori veruju da postoji razumno visoka verovatnoća da menadžeri rade u korist preduzeća i, samim tim, u korist vlasnika. Ipak, to ne znači da je problem upravljanja korporacijama savršeno rešen niti da ne postoji mogućnost daljeg unapređenja sadašnjih rešenja.

Spajanje i pripajanje preduzeća

Motivi

Motivi za ove akcije mogu biti različiti, a ovde ćemo razmotriti dva osnovna. Prve ćemo nazvati razlozima sinergije, gde se od spajanja dveju dobrih preduzeća u jedno očekuje dobit izražena boljim rezultatima nego što je zbir rezultata starih preduzeća. Drugi motiv dolazi iz oblasti korporativnog upravljanja: preduzeće koje loše posluje može biti unapređeno kroz pripajanje, odnosno preuzimanje i promenu vlasnika, na korist svih.

*Razlozi sinergije***.** Rast firme je, pored povećanja kapitala, moguć i kroz spajanja dveju velikih, etabliranih kompanija ili pripajanja drugih firmi, što je uobičajena praksa velikih multinacionalnih korporacija sa manjim, perspektivnim kompanijama. Na taj način mogu se uvećati ili na druge delatnosti proširiti proizvodni kapaciteti, uvećati tržišno učešće, povećati distribucioni kanali ili obezbediti potrebna imovina ili patenti.

Da bi spajanje preduzeća donelo dobitak, potrebno je postojanje neke od sinergija, odnosno dodatne vrednosti, kao što su:

- ostvarenje ekonomije obima, tj. umanjenje prosečnih troškova (onih po jedinici proizvoda) na osnovu većeg obima zajedničke proizvodnje; ovo je horizontalna integracija;
- proširenje polja rada, tj. kada kupovinom jedne firme druga proširuje delatnost na ranije nepokrivena područja;

- vertikalna integracija (objedinjavanje različitih faza istog proizvodnog ciklusa) – može je opravdati jedinstvena koordinacija, koja bi trebalo da donese dobitak iz posvećenosti istom cilju na osnovu centralne kontrole;
- dobijanje ekspertize; umesto da razvija novi sektor unutar firme, velika korporacija kupuje manje specijalizovano preduzeće i sa manje truda, a možda i sa manje novca, dolazi do onoga što joj je potrebno za dalji napredak (velika farmaceutska kuća kupuje biotehnološku firmu koja razvija neki lek);
- tržišna moć i odgovarajuća ekonomska renta mogu biti uvek motiv za spajanja, ali je, radi sprečavanja, izgrađena velika barijera u obliku zakonodavstva o zaštiti konkurencije; ipak, pokušava se i dalje, makar zato što je često reč o prelaznim, spornim slučajevima kod kojih nije odmah jasno da li je u pitanju pokušaj stvaranja tržišne moći ili legalni pokušaj stvaranja ekonomije obima;
- dobici u efikasnosti, kada efikasnije preduzeće kupuje manje efikasno i unapređuje njegovo poslovanje, na korist akcionara i slično.

Integracija na kraju često ne donese planirane dobitke. Uvećanu korporaciju teže je voditi nego ranije manje firme; otpori integraciji mogu biti veliki, pa se ni dobici u efikasnosti ne pojave; telo za zaštitu konkurencije ne dozvoljava spajanje; stvaranje konglomerata (nepovezane delatnosti) sada se izbegava jer je iskustvo nepovoljno itd.

Napred navedeni razlozi za integracije ekonomski su dobri i okrenuti akcionarima. Ali, i menadžeri imaju svoje razloge, koji čak mogu odlučujuće uticati na spajanje iako ne postoji ekonomsko opravdanje za to. Naime, menadžeri mogu inicirati i izvesti spajanje koje je samo u njihovom ličnom interesu, a ne i u interesu akcionara. Razlozi mogu biti sledeći:

(1) *konflikt interesa*; menadžer polazi od svog profita – veća zarada i veći prestiž u većoj firmi, pa makar to ne bilo dobro za akcionare ili
(2) *preterana samouverenost* menadžera u vlastite sposobnosti – menadžer veruje da može da stvori novu vrednost u korist akcionara, iako to nije istina.

Razlozi korporativnog upravljanja. Kako je već pomenuto, u modernim preduzećima postoji agencijski problem: usled odvajanja vlasništva od upravljanja (obično upravljaju profesionalni menadžeri), pitanje je da li će menadžeri raditi u koristi vlasnika ili u svoju korist i kako ih podstaći da ipak vode firmu u najboljem interesu vlasnika pošto je to onda najbolje i za samo preduzeće i za nacionalnu ekonomiju u celini. Više je mehanizama koji se mogu upotrebiti za ovu svrhu, a neki od njih povezani su sa tržištem kapitala i vlasništvom. Najvažniji se odnosi na ukrupnjavanje vlasništva.

Ponuda

Valuacija. Prvi korak u pripremi kupovine predstavlja valuacija ciljne firme koju rade akvizitori, pri čemu su moguća dva metoda: prvi je upoređenje ciljane firme sa sličnima u grani, što daje previše grubu sliku i ne uzima u obzir sinergiju preuzimanja; drugi je klasična procena, sa tokom budućih prihoda, koja svakako daje tačniju vrednost.

Ponuda. Po valuaciji na red dolazi ponuda za kupovinu akcija akcionara ciljane kompanije u kojima preduzeće koje nudi spajanje, odnosno pripajanje (akvizitor) plaća vlasnicima ciljne firme njihove akcije, bilo u gotovini, bilo novima akcijama svoje ili zajedničke firme. Povremeno se stvaraju kompleksne pogodbe, kod kojih se uključuju i opcije, zaduživanje i razne mešavine pomenutih izvora. Ali, nisu samo cena i način plaćanja predmet pregovora već i neki drugi elementi, posebno ukoliko su kompanije slične veličine: sastav upravnog odbora i menadžmenta, lokacija centrale, čak i naziv nove kompanije. Osnovni koraci jesu ponuda otkupa akcija vlasnika ciljne firme, uz njihovo prihvatanje ili odbijanje. Ova operacija obično se zove *preuzimanje* (jedna firma preuzima drugu). Ponuda preuzimanja ili spajanja kroz tržište akcija jeste jedan od relativno jednostavnih i najčešćih metoda rasta kompanija u razvijenim tržišnim ekonomijama.

U ponudi, cena akcija ciljane kompanije svakako neće biti ona iz valuacije, pošto tada preuzimanje ne bi imalo smisla. Jer, vrednost ciljane firme iz valuacije praktično je maksimalna vrednost koja se može dobiti sa svim sinergijama i unapređenjima, pa akvizitor svakako ne želi da svu dodatu vrednost prepusti akcionarima ciljane firme. S druge strane, nije realno u ponudu staviti tržišnu cenu iz prethodnog perioda jer akcionari mogu toliko da dobiju i na samoj berzi. Pored toga, kada se da ponuda, akcionari shvataju da akvizitor misli da njihove akcije vrede više, odnosno da su trenutno potcenjene, te očekuju i traže veću cenu. Stoga će akvizitor da u ponudu unese cenu između tekuće tržišne (pre objave ponude) i cene iz valuacije. Time bi, u načelu, iz povoljno zaključenog posla profitirali i akvizitor i akcionari ciljanog preduzeća, pa bi svi mogli da budu zadovoljni. Ali, ponuda nekada ne bude prihvaćena jer se razlikuju procene vrednosti akcija dveju strana.

Kod onih ponuda koje na kraju budu prihvaćene cena akcija obično je znatno viša od cene pre objave ponude. Na primer, u SAD u periodu 1980–2005. godina ova *premija na preuzimanje* iznosila je čak 43% (Eckbo, 2007). Kod mnogih akvizicija prva ponuda bila je niža, ali je kasnije povećavana kako zbog otpora upravnog odbora ciljane kompanije, tako i zbog zainteresovanosti potencijalnih konkurenata.

Premija na preuzimanje potiče iz najmanje dva dobra uzroka. Prvi je realno očekivanje da će preuzimanje doneti unapređenje poslovanja kompanije i stoga ukazuje na cenu postojeće neefikasnosti. Drugi je nesporna vrednost pune kontrole kompanije za vlasnika, od kontrole svih operativnih odluka i politika, preko izbora upravnog odbora i menadžmenta do odlučivanja o dividendama.

Tržišna reakcija na ponudu. Po objavi ponude za kupovinu akcija firme, na tržištu akcija dolazi do reakcija. Jedna od njih je skok cena akcija ciljane kompanije u SAD u proseku za 15%– a stoga što je cena u ponudi već viša nego dotadašnja tržišna cena. I drugo, cena akcija akvizitora obično se bitnije ne menja – u SAD samo +1% (Eckbo, 2007). Doduše, ovaj prosek samo je srednja veličina dosta različitih individualnih promena – i padova i rasta u dosta širokom rasponu. Taj raspon svedoči o mišljenju učesnika na tržištu akcija o datom spajanju: nekada je povoljno, a nekada i nije, nekada se misli da će spajanje uspeti, a nekada da neće.

Odluka upravnog odbora. Sledeći korak u procesu preuzimanja jeste odluka upravnog odbora ciljane kompanije. Ovaj upravni odbor može da odabere strategiju tzv. *prijateljskog preuzimanja* i pregovara o ponuđenoj ceni akcija i drugim pitanjima od interesa. Ukoliko dođe do dogovora dvaju upravnih odbora, obično se organizuje i glasanje akcionara o poslu.

S druge strane, odluka upravnog odbora ciljane kompanije može biti negativna i dovesti do pokušaja tzv. *neprijateljskog preuzimanja*. Razlozi za negativan stav mogu biti različiti: da je ponuđena cena objektivno niska, pa se može potražiti alternativni partner koji bi ponudio više; ukoliko je način isplate kroz razmenu akcija, može se verovati da je vrednost akvizitorovih akcija precenjena; na kraju, članovi uprave (i upravnog odbora i najvišeg nivoa menadžmenta) mogu protivljenjem da štite sopstvenu poziciju, posebno ukoliko je smisao spajanja dobitak u efikasnosti koji često podrazumeva zamenu stare, neuspešne uprave boljom. Ovaj poslednji razlog često je najvažniji.

Bilo kako bilo, posle odluke UO i eventualnih pregovora i korekcije ponude, stvar standardno preuzima skupština akcionara (Srbija, SAD) i donosi konačnu odluku, koja je obično u skladu sa stavom upravnog odbora.

Odbrana

U slučaju neprijateljskog preuzimanja, akvizitor može da zaobiđe UO ciljane firme, da se obrati direktno akcionarima ponudom za otkup njihovih akcija i potom pokuša da na skupštini akcionara izabere novi upravni odbor ciljane firme koji će raditi u korist preuzimanja. Da bi se otežao ili omeo takav pokušaj, moguće je ustanoviti *odbranu* od neprijateljskog preuzimanja. Postoji više metoda odbrane koje ciljno preduzeće može da primeni, radi podizanja ponude ili, ne zanemarimo tu mogućnost, povoljnijih rešenja za tekući menadžment. Pomenućemo neke uobičajene.

Prvi je tzv. *otrovna pilula*, kod koje ciljano preduzeće u pogodnom trenutku emituje nove akcije po niskim cenama namenjene starim akcionarima, kako bi razvodnilo akcije akvizitora. Drugi je *umanjenje glasačkih prava* većih akcionara (ukidanje prava glasa, uvođenje visoke kvalifikovane većine), što pogađa akvizitora u pokušaju da promeni upravni odbor ciljane firme i tako omogući preuzimanje.

Osnovna ideja, a i nominalni razlog uvođenja instrumenata odbrane jeste težnja da se akvizitor navede da poveća ponudu. Ali, to se nekada ne dešava, pa preuzimanje propadne. Oba metoda dosta su uspešna i odvraćaju mnoge od neprijateljskog preuzimanja, ali nisu dobra za akcionare. Jer, uspeh u odbijanju preuzimanja obično ide na njihov račun pošto ostaju sa akcijama koje će se vratiti na staru cenu, umesto da ih prodaju po nekoliko desetina procenata višoj.[122] Čak i samo uključenje *otrovne pilule* u statute firmi dovodi do pada cena njihovih akcija jer investitori veruju da je time otklonjena ili veoma otežana jedna mogućnost zdravog unapređenja kompanije.

Treći metod odbrane jeste *beli vitez*, tj. nalaženje drugog akvizitora, koji se može smatrati prijateljski nastrojenim i koji će dati povoljniju ponudu. Ovo je dobar metod sa stanovišta akcionara, ali je pitanje zašto se vitez ne bi ranije javio. I poslednji koji ćemo pomenuti jeste *zlatni padobran*, odnosno veoma bogat paket finansijskih naknada najvišem menadžmentu ukoliko izgubi posao prilikom pripajanja. Taj paket bi trebalo da otkloni protivljenje menadžmenta pripajanju iz ličnih razloga i da odbije akvizitora dodatnim troškovima. Ovo prvo (a i drugo) slabo se i postiže (Narayanan and A. Sundaram, 1998) jer su ti troškovi *zlatnog padobrana*, inače veliki za pojedinca, ipak mali u odnosu na iznose kod preuzimanja.

Štaviše, i bez odbrane, logika stvari pravi probleme akvizitoru. On može podneti dobru ponudu akcionarima (na primer na sredini između tekuće cene akcija i buduće cene, a posle unapređenja kompanije) i da bude odbijen. Jer, javlja se fenomen slepog putnika: akcionar koji ne proda akcije proći će bolje ukoliko tender uspe (prijavljeno 50% akcija) pošto će se cena akcija podići na viši nivo; ukoliko tender ne uspe, ostaje na istom. Znači, fenomen slepog putnika podstiče akcionara na odbijanje (inače razumne) ponude. Ovaj problem navodi akvizitora da podiže ponuđenu cenu naviše, ka ceni iz valuacije ciljane kompanije, što bi značilo da će cela ili najveći deo sinergijske vrednosti otići akcionarima, a da će akvizitor, onaj ko obavlja koristan posao unapređenja posustalih preduzeća, ostati sa malom zaradom ili bez nje. Što je najgore, akvizitor može da oseća i pritisak konkurencije, tj. drugih akvizitora koji prate situaciju i razmatraju oportunost sopstvene ponude, a njih je najlakše odbiti povećanjem ponude, opet na sopstveni račun.

LBO – Leveraged byout

Ipak, postoje metodi koje akvizitor može upotrebiti da preokrene situaciju u svoju korist. Jedan je LBO, kao metod koji više odgovara pojedinim investitorima

[122] Primera radi, Majkrosoft je 2008. dao ponudu za kupovinu Jahua od 44,6 milijardi dolara. Postojala je otrovna pilula, UO Jahua je odbio ponudu kao prenisku, Majkrosoft je odustao, da bi tržišna vrednost Jahua pala i tri godine kasnije stajala na 22,2 milijarde dolara; videti https://en.wikipedia.org/wiki/Yahoo!, posećeno 8.11.2015.

ili grupi njih.[123] Reč je o naoko čudnom poslu u kome akvizitor besplatno dolazi do ciljanog preduzeća, u čemu mu pomažu sami akcionari. Da pogledamo primer, jer brojevi olakšavaju snalaženje. Uzmimo da kompanija AA ima 1000 akcija i da je njihova tekuća cena osam dinara, a vrednost kompanije 8000. Akvizitor BB uočava da bi se promenom menadžmenta moglo unaprediti poslovanje i da bi tada cena akcije dostigla 15 dinara. Stoga nudi akcionarima otkup 50% akcija po ceni od 10 dinara po akciji, s tim da posao propada ukoliko ne otkupi toliko. Ali, ponuda je učinjena uz sledeću konstrukciju:

- BB se dogovara o kreditu od banke radi finansiranja otkupa u visini od 5000 dinara;
- BB formira kompaniju ljušturu CC, koja formalno uzima kredit i bančin je dužnik;
- za garanciju vraćanja duga BB obećava akcije AA; banka prihvata jer ne mora da isplati 5000 sve dok on zaista ne bude raspolagao akcijama, tj. posle uspešnog upisa 50% akcija;
- ukoliko uspe da otkupi dovoljno akcija i preuzme AA, BB je pripaja kompaniji CC i dobija sledeći neočekivan rezultat:

BB je besplatno stekao 50% akcija kompanije AA, a sama AA duguje banci novac iskorišćen za LBO.

Ipak, nije reč o prevari:

1. vrednost kompanije sada je 10.000 dinara, što nastaje kao razlika između ukupne vrednosti kompanije i akvizicionog duga banci, tj. 15.000 (1000 akcija po 15 dinara) umanjeno za dug od 5000 dinara; tržišna vrednost jedne akcije iznosi 10 dinara;
2. profitirali su akcionari koji su prodali akcije: dobili su po 10 dinara po akciji u odnosu na ranijih osam dinara;
3. jednako su prošli i oni akcionari koji nisu prodali svoje akcije: njihova vrednost je povećana sa osam na 10 dinara, a ukupno i dalje drže 50% akcija kompanije;
4. da ponuda nije uspela, svi akcionari bi bili u lošijem položaju jer bi cena ostala na pređašnjih osam dinara;
5. BB je takođe odlično zaradio: vrednost njegovih akcija je 5000 dinara.

Znači, kod LBO akcionari imaju jasan motiv za prihvatanje ponude, pošto odbijanjem ne mogu proći povoljnije već samo jednako ili slabije. BB je prošao još bolje, što je i prirodno i ekonomski pozitivno pošto će unaprediti kompaniju AA u toj meri da se njena vrednost povećava sa 8000 na 15.000.

[123] Srodan model koji više odgovara kompaniji koja je akvizitor i koja želi spajanje sa ciljanim preduzećem jeste freeze buyout (SAD). Ovde akvizitor kupuje ciljanu firmu i, ukoliko uspe, zamenjuje njene akcije svojima, isplaćujući sve preostale akcionare ciljane firme po ceni iz ponude.

Kao što se može videti, LBO je rešio problem *slepog putnika*. Sa upravnim odborom ne bi trebalo da bude teškoća, tj. pod kontrolom BB upravni odbor će rešiti da ne primeni odbrambena sredstva, tako da bi akviziciona premija mogla biti manja nego kod klasičnog preuzimanja.

Problem i kod LBO-a donosi potencijalna konkurencija, koju može privući ponuda BB kao znak da se u AA kriju potencijalno znatni dobici i u efikasnosti i u zaradi. Na konkurentskom tržištu može se dogoditi da konkurencija organizuje licitaciju za AA, sa povećanjem cene sve dok se dobici za pobedničkog akvizitora toliko ne smanje da će praktično jedini dobitnik biti akcionari AA. Dotle ipak akvizitori ne idu (i zašto bi), ali konkurencija svakako čini da akcionari prisvajaju znatan deo ukupnog dobitka.

Da zaključimo: Pomenute vlasničke promene koje vode ukrupnjavanju vlasništva na osnovu preuzimanja predstavljaju ekonomski pozitivan poduhvat kroz koji se unapređuje upravljanje do tada slabo upravljanim preduzećima, uz stvaranje dodate vrednosti. Takav mehanizam realokacije menadžerskih sposobnosti, pa i kapitala, jeste ono što se očekuje od tržišta kapitala koje efikasno funkcioniše. Nažalost, preuzimanje kakvo je ovde opisano uglavnom je vezano za zemlje sa najrazvijenijim tržištem kapitala (akcija), kao što su SAD, Velika Britanija i još nekoliko, a u Srbiji praktično ne postoji. Ukrupnjavanju vlasništva prepreku postavlja i regulativa: radi zaštite konkurencije, država postavlja prepreke ukrupnjavanju preduzeća preko zakonom određene mere, pokušavajući tako da predupredi slabljenje konkurencije na tržištu proizvoda.

Hipoteza o efikasnom tržištu

U prethodnim odeljcima navodili smo šta sve tržište kapitala (vlasničkih hartija od vrednosti) može pozitivno da učini i doprinese privrednom rastu, pretpostavljajući da je reč o relativno dobrom, efikasnom tržištu. Međutim, pitanje od suštinske važnosti jeste da li je tržište kapitala zaista efikasno i u kojoj meri efikasno, odnosno da li i koliko svojim delovanjem zaista doprinosi privrednom rastu i, opštije posmatrano, društvenom blagostanju.

Dok su u starim vremenima postojala raznovrsna shvatanja o tržištu kapitala, počevši od Kejnzovog da vrlo liči na konkurs lepote[124] i kazino, dotle se tokom poslednjih decenija ustoličila kao vodeća hipoteza o efikasnom tržištu (EMH). Da ne bude zabune, ova teorija se ne bavi pitanjima iz ekonomike blagostanja o efikasnosti ekonomskih aranžmana, odnosno ne tvrdi da finansijska tržišta vode pareto

[124] Kejnz je ovde tvrdio da se, slično konkursu lepote, cene hartija ne formiraju na osnovu svojih fundamentalnih vrednosti nego na osnovu procena šta dugi ljudi misle o njihovoj vrednosti, odnosno na osnovu predviđanja šta će biti prosečna procena ostalih investitora. Drugim rečima, Kejnz je verovao u izrazit psihološki zasnovan proces formiranja cena hartija od vrednosti.

efikasnim ishodima, već se „samo“ bavi pitanjima informacione efikasnosti ovog tržišta. Znači, reč *efikasno* se, u stvari, odnosi na *informaciono-procesnu* efikasnost, što znači da će tržište uzeti u obzir svaku relevantnu informaciju, na primer neki novi podatak iz bilansa uspeha ili sudsku presudu.

Pogledajmo definiciju: EMH tvrdi da na efikasnom tržištu postojeće cene akcija (ili bilo koje druge vrednosne hartije) „u punoj meri odražavaju sve raspoložive informacije“ (Fama, 1991) o stvarnoj, intrističnoj vrednosti akcija,[125] odnosno da visoka zarada kroz arbitražu nije moguća. Ovde treba podvući da EMH ne tvrdi, kako mnogi veruju, da su tržišne cene uvek jednake istinskim, intrističnim cenama (onim koje odgovaraju fundamentima), već samo da su na efikasnom tržištu tržišne cene *nepristrasna ocena* istinske vrednosti akcije. U skladu s tim, tržišne cene na efikasnom tržištu mogu odstupati od istinskih vrednosti ukoliko su odstupanja nepristrasna, odnosno slučajna (random walk), odnosno nisu korelisana sa nekom poznatom varijablom. Pošto su odstupanja slučajna, to je jednaka verovatnoća da je cena jedne akcije precenjena i da je potcenjena.

Ideja slučajnog hoda je ova: ukoliko je tok informacija slobodan i informacije se odmah reflektuju na cenu akcije, onda će se sutrašnja vest odraziti samo na sutrašnju promenu cene i biće nezavisna od današnje promene cene. Ali, pošto je novost po definiciji nepredvidljiva, to će sutrašnja promena cene danas biti nepredvidljiva i slučajna.

Ovo suštinski znači da nije moguće na osnovu postojećeg znanja (ili informacija) pronalaziti dobre investicione mogućnosti na efikasnom tržištu (na primer, akcije sa potcenjenom vrednošću) koje drugi nisu uočili, pa na njima zarađivati. Ne postoji velika arbitraža,[126] odnosno mogućnost velike zarade. Pošto svi imaju jednake informacije, to je eventualna ranija potcenjena cena neke akcije već korigovana.[127] Ovo, svakako, ne znači da ne postoje potcenjene akcije, već samo da se to iz raspoloživih informacija ne može uočiti. Na primer, kompanija A je imala vrlo lošu zaradu u prethodnom kvartalu, ali se to još javno ne zna, pa ni današnja cena ne odražava tu važnu činjenicu već precenjuje vrednost ovih akcija; tek kada vest sutra stigne u javnost,[128] cena ovih akcija će brzo opasti i prilagoditi se stvarnoj, fundamentalnoj vrednosti.

---

[125] I ovde je vrednost akcije jednaka sadašnjoj vrednosti toka njenih budućih prinosa.

[126] Arbitraža je postupak korišćenja razlike u cenama iste robe na različitim tržištima radi zarade, a bez rizika i posle plaćanja transakcionih troškova. Može postojati na neefikasnim tržištima.

[127] To isto govori popularan vic: idu ulicom student i profesor finansija i naiđu na 100 dolara; student se sagne da ih uzme, ali mu profesor kaže: ne trudi se, da je to stvarno 100 dolara, neko bi ih već uzeo. U malo blažoj verziji EMH profesor kaže: brzo se sagni, jer neće dugo biti tu.

[128] Uprava kompanije svakako i danas zna za lošu zaradu, ali joj je zabranjeno korišćenje te informacije pod pretnjom krivičnog gonjenja, što uključuje i mogućnost zatvorske kazne (insajdersko trgovanje).

Nešto drugačije rečeno, finansijska industrija stalno prati podatke i analizira ih tražeći priliku za zaradu ili izbegavanje gubitaka kroz uočavanje eventualne diskrepance između tekuće i istinske cene akcija, ali kroz taj proces koriguje cene i uklanja pozitivne investicione mogućnosti. Na taj način pokazuje se da ostvarenje visokih profita bez novih informacija nije moguće. Ironično zvuči, ali investicione strategije usmerene na iskorišćavanje eventualnih neefikasnosti u stvari čine tržište efikasnim.

Prema EMH, na efikasnom tržištu istraživanje i valuacija akcija donose troškove, ali bez očekivanih koristi, jer je kretanje cene akcija nepredvidljivo. Stoga će zarada u najboljem slučaju pokriti troškove prikupljanja i analize informacija.

Pošto je kretanje cena nepredvidljivo, "niko ne može da pobedi tržište", kako se EMH popularno tumači. Jer, ne postoji investiciona strategija koja može pobediti slučajnu promenljivu. Stoga se smatra da nijedan investitor sa svojom investicionom strategijom ne može dugoročno "pobeđivati tržište", odnosno nadmašivati ga prinosom. Ovo svakako ne znači da investitori ne mogu nikada „pobediti" tržište u nekom periodu, pa čak i dugoročno, ali te pobede neće biti zasnovane na investicionim strategijama, već na čistoj sreći i zakonu velikih brojeva.

Prema Eugenu Fami, mogu postojati tri tipa tržišne efikasnosti:

- *slaba forma*, kod koje tekuće cene odražavaju sve prošle cene i njihova kretanja, što znači da se sve eventualno vredne informacije iz istorije cena već nalaze uključene u današnje cene; ukoliko na nekom tržištu vlada slaba forma efikasnosti, to onda znači da korišćenje svih javno raspoloživih informacija (koje se obično naziva fundamentalnom analizom) može doneti arbitražu i visoke prinose;
- *polujaka forma,* koja tvrdi da sadašnje cene akcija odražavaju sve javno raspoložive informacije (informacije o cenama, zaradama, makroekonomske informacije, političke itd.); fundamentalna analiza ne može doneti visoke profite; ovo je dominantna forma EMH; smatra se da je američko tržište akcija efikasno u ovom smislu;
- *jaka forma,* koja tvrdi da sadašnje cene akcija odražavaju sve javno i privatno raspoložive informacije; ovo suštinski znači da je visoka zarada nemoguća i kada investitor poseduje insajderske informacije, što se smatra nerealnim, pa se ova forma uzima samo kao teorijski ekstrem; ona bi mogla da važi ukoliko bi strah od kažnjavanja insajderske trgovine potpuno sputavao prekršioce; ekonometrijske analize su potvrdile njenu nerealističnost.

Iz ovakvog shvatanja tržišne dinamike (*polujaka forma*) proizašlo je uverenje da su mnoge uobičajene investicione strategije loše i da ih ne treba koristiti. Na efikasnim tržištima najbolje su sledeće dve:

- *strategija slučajne diverzifikacije* većeg broja akcija na celom tržištu (ili indeksiranje tržišta) koja ima minimalne informacione i operativne troškove, biće nadmoćna nad bilo kojom drugom strategijom koja ima veće troškove;

stoga nema koristi od investicionih stratega i menadžera portfelja (portfolio managers);
- *strategija minimizovanja trgovine*, tj. stvaranje portfelja i odsustvo trgovine sve dok investitoru ne zatreba gotovina, takođe je superiorna u odnosu na svaku strategiju koja podrazumeva frekventnu trgovinu, opet zbog razlike u troškovima.

Ovo shvatanje tržišne efikasnosti i pratećih saveta podstaklo je popularnost investicionih fondova, posebno onih koji široko disperzuju portfelj i prate tržište akcija, kao što su mnogi uzajamni fondovi u SAD.

Sve u svemu, EMH na kraju zaključuje da će očekivani prinos svake investicije biti u dugom roku zasnovan na riziku te investicije, mada, svakako, može biti kratkoročnih odstupanja. Drugačije rečeno, natprosečna zarada standardno je moguća jedino preuzimanjem natprosečnog rizika.

EMH je zasnovana na više važnih pretpostavki: da su ljudi racionalni, da su informacije slobodne i široko dostupne, da postoji znatna likvidnost trgovine akcijama, da ne postoje barijere koje bi deformisale trgovinu, kao, na primer, zabrana kratke pozicije (short sales) i slično. Efikasnost se svakako povećava sa sniženjem transakcionih troškova.

Kao i svaka važna ekonomska teorija, i EMH je naišla na ozbiljnu kritiku i pokušaj pobijanja. Jedan nivo je empirijski, obično praćen pokušajima ekonometrijskog obaranja nalaza EMH. Kako je to često kod ekonometrijskih istraživanja, rezultati ne dovode do definitivne ocene, već završavaju u metodološkim problemima. Pored toga, kritičari EMH već decenijama traže i nalaze tzv. anomalije, tj. događaje koji navodno ili stvarno dokazuju njene slabosti, dok se branitelji EMH trude da ih objasne u skladu sa EMH. Ovde ćemo, primera radi, pomenuti dve anomalije.

Prva je tzv. *januarski efekat*, kod koga su njujorške cene akcija početkom januara malo više nego krajem decembra. Kritičari su tvrdili da je to anomalija jer ne postoje suštinski razlozi za ovu pojavu, dok su branitelji EMH nalazili neke razloge (poreske, izveštaji malih preduzeća koji uglavnom stvaraju anomaliju, kupci sa božićnih rasprodaja prodaju akcije itd.). Ali, verovatno važnije, pokazalo se da pomenuta razlika u cenama između kraja decembra i početka januara nestaje, odnosno da je sada nestala (Klock i Bacon, 2014). I šta se može iz ovoga zaključiti? Šta kome odgovara: kritičari EMH naglašavaju da je postojanje *januarskog efekta* dokazalo slabosti EMH, dok branioci tvrde da je slučaj baš dokaz u prilog EMH jer je uočavanje (neopravdane) razlike u cenama dovelo do njene likvidacije kroz arbitražu.

Druga anomalija je poslednja finansijska kriza. Posle pucanja balona, mnogi su pohitali da objave kraj EMH, pa čak i da je optuže za doprinos krizi (od Krugmana do Sorosa). Osnovna je zamerka da tržište nije uočilo neopravdano narastanje balona cena nekretnina i pogrešnih cena hartija zasnovanih na hipotekama. Odbrana (Cochrane) veruje da neki uvaženi kritičari ne znaju da EMH ne tvrdi

da je tržište kapitala efikasno, kao i da je osnovna empirijska predikcija EMH baš to da niko ne može reći kuda tržište ide: ni državne birokrate, ni menadžeri hedž fondova, ni profesori. Dodaju da je EMH samo aproksimacija načina formiranja cena, dok je stvarnost znatno komplikovanija, kao i da su tržišne greške svakako moguće. Stoga bi, po njima, trebalo govoriti ne o apsolutnoj i savršenoj efikasnosti, već o relativnoj tržišnoj efikasnosti (Malkiel, 2013).

Alternativna i novija finansijska škola jeste bihevioristička. Njen snažan naglasak je na psihološkim faktorima kod aktera na tržištu kapitala – investitora, menadžera i sličnih – kao što su aspiracije, saznanje, emocije, kultura i drugo (Shefrin i Statman, 2013). Osnovni uvidi odnose se na preteranu sigurnost ljudi/investitora, na preveliki optimizam, averziju prema riziku i slično. Kritičari tvrde da je bihevioristička finansijska teorija samo kolekcija pojedinačnih uvida i da joj nedostaju konkretni finansijski modeli koji bi mogli biti testirani.

Zanimljivo je uočiti da razvoj tehnologije kao da radi u korist EMH. Jer, sve brži kompjuteri, sve veće baze podataka, sve pametniji algoritmi (kao oni za trgovinu visoke frekvencije) brzo povećavaju informacioni kapacitet i smanjuju ulogu čoveka, sa njegovim eventualnim iracionalnostima.

Piscu ovih redova uverljiv je više puta ponavljani empirijski nalaz (Malkiel, 2005) da aktivni investicioni fondovi ne uspevaju da pobede tržište, odnosno da u proseku imaju slabije performanse od berzanskog indeksa (kada su uključeni i troškovi). A da je tržište neefikasno, odnosno predvidljivo, svi pametni investicioni menadžeri lako bi napravili velike zarade. Izgleda da EMH ipak ne treba poslati u istoriju, već prihvatiti da ona ne obezbeđuje stoprocentnu efikasnost u svakom trenutku i na svakom mestu.

DERIVATI

Uvod

Ekonomski život je usko povezan sa neizvesnošću. Kako će se kretati cene metala koji kupujem (ili prodajem), a kako kamatne stope na obveznice iz mog portfelja? Da li će evro porasti prema dolaru, hoće li indeks berze pasti ili porasti? Hoće li moj dužnik isplatiti dug na vreme ili neće? Takva i slična pitanja muče poslovne ljude i navode ih na ulaganje truda da bi se smanjila poslovna neizvesnost, odnosno izborilo sa različitim rizicima. Jedan od perspektivnih načina umanjenja ili uklanjanja rizika jeste korišćenje derivata.

Derivati su stari finansijski instrumenti,[129] ali je do 1970-tih godina trgovina njima bila vrlo malog obima. Tada je došlo do razvoja metodologije određivanja

[129] Ideja o zaštiti od rizika, pa i trgovina derivatima postoje vekovima, još od Talesa iz Mileta koji je navodno uzeo opciju na korišćenje mnogih presa za masline kada je čuo da se nagoveštava dobar

cena derivata, počevši od Black–Scholesove formule za određivanje cena opcija, što je tokom sledećih decenija dovelo do spektakularnog rasta korišćenja derivata. Danas spadaju u najvažnije hartije od vrednosti, zajedno sa akcijama i obveznicama, a obim svetskog tržišta derivata meri se desetinama i stotinama milijardi dolara.

Derivati su hartije od vrednosti čija je cena izvedena ili derivirana (odatle reč derivat) od neke druge stvari, kao što su najčešće akcije, obveznice, kamatne stope, standardizovana roba, devize i berzanski indeksi. Sam derivat je ugovor između dveju (ili više) strana čija će vrednost biti određena kretanjem cene stvari na koju se odnosi. Na primer, vrednost ugovora o kupovini pšenice nekog budućeg dana kada će ona biti i plaćena i isporučena zasnovana je na očekivanoj ceni pšenice.

Derivati su, u opštem slučaju, finansijski instrumenti čija je svrha umanjenje ili uklanjanje nekog rizika. Tako, na primer, švajcarski izvoznik izvozi robu u Nemačku, a biće mu plaćeno u evrima tek za dva meseca. Bojeći se kursnog rizika (tj. nepovoljne promene kursa valuta za dva meseca), izvoznik već sada sklapa ugovor sa drugim učesnikom o prodaji date količine evra za franke po ugovorenom kursu za dva meseca, što je forvard derivat. Na taj način izvoznik se zaštitio od rizika nepovoljne promene kursa (da evro opadne prema franku). Doduše, time se lišio mogućnosti zarade na eventualnoj promeni kurs u drugom pravcu (na primer, da kurs evra poraste prema franku). Kod drugog partnera zaštita od rizika i propuštena dobit u obrnutom su smeru.

Jedan derivatni instrument omogućava transfer samo jednog rizika kod stvari koja je u pitanju, a ne svih rizika koje ta stvar nosi. Na taj način derivati „raspakuju" rizike jedne stvari (robe, obveznica, akcija) i omogućavaju zaseban tretman različitih vrsta rizika. A da stvar može da nosi različite rizike lako je uočiti iz primera obveznice koja glasi na evre i ima plivajuću kamatnu stopu (LIBOR, na primer), pa se tu susrećemo sa kamatnim, kursnim i kreditnim rizikom. Vlasnik ove obveznice može kroz derivate preneti neki od ovih rizika na druge, a namerno zadržati ostale.

Pored uklanjanja rizika, derivati se koriste i za špekulaciju, odnosno za „klađenje" u kom će se pravcu tržište kretati u budućnosti. Špekulacija ovde znači da druga strana preuzima rizik radi ostvarenja dobiti od očekivanog kretanja određene promenljive. Tako u prethodnom primeru špekulativni igrač pristaje da omogući izvozniku siguran fiksni kurs evra i franka, ali se nada da će kurs evra na kraju porasti iznad ugovorenog i da će na tome ostvariti zaradu (kupiće evre po nižem kursu od aktuelnog na šezdeseti dan). Omogućujući uklanjanje rizika izvozniku, špekulator postaje potrebni akter na tržištu.

Treći razlog učešća na tržištu derivata jeste arbitraža. Ona se i ovde obavlja traženjem neusklađenosti cena koje bi trebalo da su usklađene. Na primer, ukoliko

rod. Stariji primeri šireg korišćenja uključuju opcije na lale u Holandiji i fjučerse na pirinač u Japanu u 17. veku.

jedan diler prodaje jedan finansijski instrument za X dinara, a drugi isti takav instrument za Y dinara, tada će nastati proces arbitraže, tj. ujednačavanja cena pošto će moći lako da se zaradi kupovinom kod dilera sa nižom cenom i prodajom dileru sa višom cenom.

Svakako, i trgovci (dileri) moraju da zarade. Ovde dileri nisu pojedinci koji na berzi akcija izvikuju kotacije, već velike finansijske institucije (banke, investicione banke, hedž fondovi itd.) koje trguju ogromnim količinama derivata. Ovi dileri posreduju u trgovini – nalaze partnere koji imaju suprotne potrebe – i tako vrše market mejker funkciju, baš kao na običnim berzama. Tako u primeru švajcarskog izvoznika diler traži nekoga ko je spreman da proda franke za dva meseca po odgovarajućem kursu, čime „zatvara" svoju poziciju iz inicijalnog forvarda. Taj drugi partner može biti neko ko takođe hedžuje svoj kursni rizik, samo u obrnutom smeru, ali i špekulant koji se kladi na kretanje kursa. Čak i sam diler može uzeti ulogu špekulanta i ostaviti svoju poziciju „otvorenom".

Vrste derivata

Najčešće vrste derivata jesu forvardi, fjučersi, opcije i svopovi i njihove kombinacije. Takođe, derivat može biti zasnovan na drugom derivatu. Pogledajmo neke najvažnije derivate u najjednostavnijem obliku.

Forvard je nestandardan terminski ugovor između dveju strana o kupovini ili prodaji određene stvari na određeni dan u budućnosti po ceni koja je danas ugovorena. Odlike forvarda su sledeće: (1) zaključuju se na OTC tržištu, gde učestvuju velike finansijske kuće i korporacije; (2) predmet ugovora ("stvar") mogu biti akcije, obveznice, devize, roba ili njihove kombinacije; (3) postoji rizik da drugi učesnik ne ispuni ugovor, mada je mali s obzirom na ozbiljnost učesnika; (4) forvardi se obično drže do dospeća, pa se njima uglavnom ne trguje između zaključenja i dospeća.

Navedimo primer: Rafinerija nafte ugovara kupovinu 1000 barela nafte sa isporukom za 60 dana, s tim da cena nafte, po ugovoru zaključenom sa dilerom, bude 50 dolara po barelu. Posle dva meseca, rafinerija dobija 1000 barela nafte i plaća drugoj strani 50 hiljada dolara. To je forvard, kojim je buduća cena "zaključana" na dan potpisivanja ugovora i upravi rafinerije omogućen miran san. Pogledajmo bliže kako se hedžuje rizik.

Forvad koji se odnosi na naftu mogao je biti gotovinski ili sa fizičkom isporukom, a krajnji rezultat je isti. Uzmimo da je cena nafte posle 60 dana dostigla 55 dolara po barelu. Po gotovinskom sistemu rafinerija plaća isporučiocu nafte (nije učesnik forvarda) 55 hiljada dolara, a diler po obavezi iz forvada transferiše rafineriji pet hiljada dolara. Rafinerija je izbegla negativne posledice rasta cene nafte, a diler je izgubio pet hiljada dolara. Kod fizičke isporuke, rafinerija dobija 1000

barela i plaća 50 hiljada dolara, a diler isporučuje tih 1000 barela, opet sa gubitkom od pet hiljada dolara.

Međutim, ukoliko cena nafte posle 60 dana iznosi 45 dolara po barelu, situacija se menja. Sada rafinerija po gotovinskom sistemu ponovo plaća 50 hiljada dolara, ali samo 45 hiljada isporučiocu nafte, a pet hiljada dileru. Rafinerija je na istom, ali je diler sada zaradio pet hiljada dolara. Očigledno je rafinerija kroz forvard prenela rizik promene cene nafte na dilera, odnosno diler dobija ili gubi zavisno od kretanja cene barela.

Fjučers je po suštini vrlo sličan forvardu, ali se razlikuje po bitnim tehničkim elementima: ugovori su visoko standardizovani (što uključuje i vrednost ili količinu po jednom ugovoru), njima se trguje na specijalizovanoj berzi, ne postoji rizik da privatna kontrastrana neće izvršiti obavezu stoga što se klirinška kuća uključuje u svaku transakciju kao kontrastrana i tako zamenjuje eventualno nepouzdanog privatnog partnera itd.

Opcija je finansijski instrument (ugovor) koji onome ko ga kupi daje pravo da u određenom roku po fiksnoj ceni kupi (ili proda) neku stvar od prodavca opcije. Kupac opcije ima pravo, ali ne i obavezu da kupi, odnosno proda stvar, tj. može da ne iskoristi opciju. Stvar može biti akcija, obveznica, roba, deviza i tako dalje. Cena se fiksira na dan kupovine opcije, kupac plaća premiju prodavcu opcije kao naknadu za preuzeti rizik, a prodavac je u obavezi da izvrši nalog kupca opcije, bez obzira na eventualne gubitke.

Postoje dve vrste opcija – kol i put opcija. Kol opcija je pravo kupca da po određenoj ceni kupi stvar, a put opcija da proda stvar. Postoje i dva tipa opcija: američka i evropska. Po američkom, vlasnik opcije može realizovati svoje pravo sve vreme između kupovine i isteka opcije. Po evropskom, opcija se može realizovati samo na dan isteka opcije. Kol opcija se koristi kada se očekuje rast cena akcije, a put opcija kada se predviđa pad cena.

Navedimo primer: Akcije kompanije BB prodaju se za 40 evra po komadu. Investitor AA veruje da će po objavljivanju kvartalnih rezultata cena ove akcije bitno porasti i kupuje kol opciju sa sledećim elementima: izvršna cena 45 evra, rok opcije mesec dana, premija dva evra po akciji, BB kupuje pravo na kupovinu 100 akcija, za šta plaća 200 evra. Posle mesec dana tržišna cena akcije BB je 50 evra, investitor BB realizuje opciju i kupuje od prodavca opcije 100 akcija po 45 evra komad. Njegova zarada je tri evra po opciji (50 – 45 – 2), tj. ukupno tri stotine evra.

Pomenuti primer je najjednostavniji. Ozbiljne trgovačke strategije opcijama predstavljaju ponekada kompleksne sheme kombinovanja različitih opcija, sa različitim karakteristikama. Pomenimo ponovo jednostavan primer tzv. strategije raklje (straddle). Investitor kupuje i kol i put opciju sa jednakim karakteristikama (izvršna cena, rok, broj akcija). Očigledno je da je kombinacija kol i put opcije međusobno osiguranje, odnosno da investitor ne zna u kom će se pravcu kretati cena

ove akcije. Ali, za obe opcije investitor je platio premiju, pa se postavlja pitanje u čemu je smisao operacije. Odgovor: investitor igra na velika kolebanja cene datih akcija, bilo u kom pravcu. Ukoliko cena bitno poraste, upotrebiće kol opciju, a zanemariti put opciju, a ukoliko cena znatno opadne, učiniće obrnuto: iskoristiće put opciju i zanemariti kol opciju. Njegov potencijalni gubitak ograničen je i iznosi dve plaćene premije, a mogući dobitak je neograničen, tj. može iznositi velike sume ukoliko cena dotične akcije znatno poraste ili opadne. Da je u prethodnom primeru investitor BB kupio i put opciju po dva evra za akciju, on bi ipak na kraju zaradio jedan evro po akciji, s tim da bi zaradio i kod eventualnog pada cene većeg od dva evra po akciji.

Svop neizvršenja dužničkih obaveza (CDS – credit default swap), tj. potpuno osiguranje plasmana. Svop je ugovor po kome dve strane razmenjuju tokove gotovine u skladu sa ugovorenom formulom. Postoje razne vrste svopova (kamatni, kursni), a ovde ćemo prikazati jedan čest: svop kreditnih neizvršenja. Uzmimo da investitor AA poseduje obveznicu i da je zabrinut da li će njen izdavalac ispuniti obavezu na dan dospeća ili će doći do neizvršenja (difolta). Da bi se zaštitio od ovog rizika, AA kupuje CDS od svog dilera. Prema uslovima CDS-a, ukoliko izdavalac obveznice ne plati, diler svopa će nadoknaditi gubitak vrednosti obveznice investitoru – vlasniku obveznice. Na taj način investitor više nije izložen kreditnom riziku, već je taj rizik obveznice transferisan sa vlasnika obveznice na dilera svopa, svakako uz naknadu. Vlasnik obveznice i dalje je izložen drugim vrstama rizika, na primer rizika da se dođe do nepovoljne promene kamatne stope (kod fluktuirajućih kamatnih stopa) ili eventualnih kursnih promena. Naravno, vlasnik obveznice izložen je i riziku da diler ne ispuni preuzete obaveze.

Vrste tržišta derivata

Derivatima se standardno trguje na dva načina: preko šaltera (OTC) i na specijalizovanoj berzi.

Trgovina preko šaltera (OTC) podrazumeva bilateralnu trgovinu između zainteresovanih strana zasnovanu na njihovom dogovaranju o svim relevantnim elementima. Na taj način ovi ugovori daju najveću slobodu i mogu se maksimalno prilagoditi preferencijama ugovarača. Takva sloboda može, s druge strane, smanjiti likvidnost trgovine jer može biti teško naći drugog partnera kome u potpunosti odgovaraju preferencije prvog. Stoga se ugovori donekle standardizuju, radi olakšanja i ubrzanja trgovine. Budući da se trgovina odvija van berze, ugovorne strane obavljaju transakciju preko dilera (obično velike finansijske kuće), koji u stvari trguje sa obema stranama. Stoga se i kliring i saldiranje obavljaju između ugovornih strana, što znači da obe strane izlažu kreditnom riziku drugu stranu, pa se i o tome ugovarači moraju pobrinuti. Na OTC tržištu učestvuje mali broj trgovinskih partnera, koji su

obično velike finansijske kuće, a trgovina se uglavnom sastoji od malog broja velikih transakcija.

Trgovina na specijalizovanim berzama derivata (Čikago, Dojče berze itd.) zasniva se na visoko standardizovanim (tipiziranim) ugovorima u pogledu uslova i karakteristika i koji se ugovaraju centralno, preko berze. Time se olakšava trgovina i povećava likvidnost. Deo berze je i klirinška kuća, preko koje se obavljaju kliring i saldiranje. Štaviše, klirinška kuća postaje ugovarač u svakoj trgovini, tj. uključuje se između dvaju krajnjih učesnika, čime se kreditni rizik uklanja od druge privatne strane i prenosi na klirinšku kuću, koja tako predstavlja garanta posla prema učesnicima.

Sada se pojavljuje i treća vrsta tržišta: OTC, sa privatno dogovorenim odredbama ugovora, ali sa klirinškom kućom kao ugovaračem i mestom kliringa i saldiranja. U tom pravcu kreću se namere vodećih regulatora (SAD i EU) kako bi se umanjio tzv. sistematski rizik derivata, tj. rizik da neka od velikih kuća koje rade derivatima krahira i povuče nadole celo tržište, nešto slično 2008. godine u SAD. Ideja je da se OTC tržište opremi jačom infrastrukturom i učini transparentnijim i manje rizičnim: uključenje klirinške kuće omogućuje uvid u poslove i njihovu regulaciju, ali i pomenuto bitno smanjenje rizika kontrastrane.[130]

Veličinu tržišta derivata nije jednostavno odrediti pošto se kod merenja javlja važno prethodno pitanje: Kolika je, primera radi, vrednost ugovora o kamatnom svopu? Kod kamatnih svopova razmenjuju se samo kamate, a ne i glavnica. Ali, glavnica (sadržana, na primer, u obveznici) ulazi u nominalnu vrednost kamatnog svopa, pa veštački uvećava iznos vrednosti derivata. Alternativna mera je *tržišna vrednost* svopa koja pokazuje koliko bi trebalo platiti za ponovno ostvarenje prava na isti svop. Iako prva mera zvuči uzbudljivije, realnija je ona druga.

Prema podacima Banke za međunarodna poravnanja, krajem decembra 2014. stanje derivata na OTC tržištu bilo je sledeće: nominalna vrednost 630,1 milijarda dolara, a bruto tržišna vrednost 20,9 milijardi dolara. Istovremeno je nominalna vrednost derivata na berzama bila 64,8 milijardi dolara. Kako se vidi, preko OTC tržišta promeće se devet desetina derivata, tačnije 90,7%. Među vrstama derivata nominalno dominiraju kamatni derivati: 505,5 od 630,1 milijarda na OTC tržištima i 25,6 od 27,5 milijardi na berzama.[131] London je Svetski centar OTC trgovine.

---

[130] *Understanding Derivatives: Markets and Infrastructure, The Federal Reserve Bank of Chicago*, 2013, videti: https://www.chicagofed.org/publications/understanding-derivatives/index, posećeno 19.8.2015.

[131] Videti http://www.bis.org/statistics/r_qa1506_hanx23a.pdf i http://www.bis.org/statistics/dt1920a.pdf, posećeno 24.8.2015.

Ekonomske funkcije derivata

Kako smo videli, derivati mogu biti vrlo korisni svim važnim učesnicima u ovoj igri: onima koji žele da izbegnu rizik, onima koji žele da ga preuzmu nadajući se da će da zarade (špekulacija) i onima koji traže neusklađenosti u cenama instrumenata težeći zaradi (arbitraža). Nema sumnje da od derivata postoje i finansijske koristi za učesnike jer jedni smanjuju ili uklanjaju svoj rizik, a drugi zarađuju.

Međutim, drugo je pitanje da li su derivati korisni sa ekonomskog stanovišta. Mnogi su davali pozitivnu ocenu (a o argumentima ćemo kasnije), da bi izbijanje finansijske krize 2007/2008. godine dovelo do preispitivanja opšteprihvaćenih stavova. Čak, neki pisci su derivatima davali vrlo važnu, ako ne i centralnu ulogu: kako reče Geri Gensler, šef Američke regulatorne agencije za fjučerse i opcije CFTC: "Mada su postojali mnogi uzroci finansijske krize iz 2008, derivati su igrali centralnu ulogu", pri tome je mislio na krizu AIG-a i Liman bradersa (Lehman Brothers), a posebno na slabo regulisanu ili neregulisanu OTC trgovinu.[132] A najduže odjekuje tvrdnja velikog investitora Vorena Bafeta još iz 2002. da su „derivati finansijsko oružje masovne destrukcije, koji nose opasnost, sada latentnu, da potencijalno budu letalni". Doduše, poslednja kriza nastala je na američkom hipotekarnom tržištu, dakle nevezano za derivate, a oni su se pojavili tek kod AIG-a i Liman bradersa kao njihove izuzetno nagomilane obaveze nastale riskantnim, možda neopreznim aktivnostima. Izgleda da su derivati tokom krize funkcionisali dobro i, prema autoritativnim mišljenjima, ublažili njene negativne efekte (WMBA/LEBA Report).[133]

Umanjenje rizika

Nesumnjivo najvažnija uloga najvećeg broja derivata jeste funkcija hedžovanja rizika, odnosno transfera rizika sa jednih na druge učesnike. Kao što smo videli, derivati omogućuju učesnicima da zaštite sebe od nepoželjnih ishoda na taj način što neželjeni rizik prenose sa sebe na one koji žele da ga preuzmu. Tako derivati doprinose efikasnoj alokaciji rizika u ekonomiji, što je svakako važan ekonomski dobitak.

Kod forvarda i fjučersa, kako smo videli, kupac se oslobađa rizika nepovoljnog kretanja cena, tj. osigurava se od nepoželjnog rizika i prepušta ga drugom, ali po cenu propuštanja pozitivnih efekata mogućeg povoljnog kretanja cena. Kod opcija je osiguranje još obuhvatnije i povoljnije jer se kupac i prodavac jedne robe osiguravaju od budućeg negativnog kretanja cena suprotnim opcijama: kupac kol opcijom, a prodavac put opcijom. Ukoliko ne dođe do negativnog kretanja za ne-

[132] Videti http://www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/opagensler-48.

[133] Čak se pokazalo da je dug bankrotiranog Liman bradersa spao sa ogromnih 400 milijardi na samo 5,2 milijarde dolara kada su prebijena međusobna dugovanja i potraživanja Liman bradersa i njegovih partnera po derivatima.

kog od njih, on neće upotrebiti opciju. Bitno je da se kod opcija nijedan ne odriče za njega pozitivnih efekata cenovnih promena. Bolje osiguranje, naravno, košta, pošto se mora platiti opcijska premija.

Oslobađanje od rizika i njegova efikasna alokacija nesumnjivo omogućavaju šire korišćenje poslovnih mogućnosti i veću ekonomsku aktivnost nego što bi to bilo bez derivata. Jer, lako je moguće da bi neka poslovna ili investiciona mogućnost bila propuštena ukoliko ne bi postojali derivati. Tako, ukoliko ne bi postojalo osiguranje od kursnih rizika, moguće je da bi neki trgovci odustali od izvoza ili uvoza, sa posledicama po nacionalnu ekonomiju. Ili, ukoliko ne bi postojalo osiguranje od rizika kolebanja kamatnih stopa, moguće je da neki investitori ne bi kupili ponuđene obveznice, pa neki drugi investitori ne bi uspeli da pribave sredstva za proizvodne investicije itd. Ili, neki od proizvođača uklanjali su rizik pada cena svojih proizvoda. Ili, još važnije, povećana izvesnost iz transakcija derivatima znači da će kreditori „biti skloniji da ponude kredit na različitim mestima. Oni im obezbeđuju da se osiguraju od mogućnosti da dužnici ne plate, od depresijacije valute ili pada ili rasta cene akcija".[134]

Derivati su posebno potpomogli kod razvoja inovativnih grana kod kojih su rizici ulaganja i poslovanja veći nego kod „običnih" sektora, pa je i smanjenje rizika potrebnije, tako da bi bez derivata njihov razvoj bio usporeniji. Isto važi i za zemlje u razvoju, čije kreditiranje podrazumeva veći rizik nego kod razvijenih zemalja, a derivati su omogućili povećanje ponude kapitala u zemljama u razvoju koje su ih šire koristile, kao Indija i Latinska Amerika, uz oslobađanje od siromaštva velikog broja ljudi. Uopšte, preduzećima je lakše tokom poslednjih decenija da pribavljaju kapital, prvenstveno zahvaljujući derivatima. Tako je „povećana njihova sposobnost da rastu, obezbeđuju radna mesta i trgovinu".[135]

Opštije posmatrano, derivati su pripomogli napretku tzv. globalizacije tokom poslednjih decenija, osiguravajući od kursnog rizika kroz kursne fjučerse i opcije, što je podstaklo ili omogućilo brzi rast trgovine i investicija preko državnih granica. O efektima globalizacije nećemo ovog puta, mada velika većina ekonomista veruje da su pozitivni. Ukoliko su derivati zaista umanjili rizike i stoga podstakli sniženje cena, a time i potpomogli međunarodnu razmenu i investicije, nema sumnje i da su doprineli povećanju BDP-a sveta, pa i onog dela sveta koji je u razvoju (Litan, 2010, s. 39-40).

Zanimljiva je ocena koju je dao Robert Lajtana, sa Brukingsa, o uticaju više vrsta derivata na privredni rast. Na skali od -2 do 2, Lajtan je ocenio doprinos fjučersa i opcija kao 1 do 2, svopova kursa i kamatnih stopa takođe 1 do 2, a svopa kreditnih neizvršenja sa 1+ (Litan, 2010, s. 40-41).

[134] *The Economist*, May 3rd 2010.

[135] *The Economist*, January 5th 2009.

Opšta ekonomska korist od umanjenja rizika onih kojima je to potrebno praktično nije sporna činjenica. Teško je, u stvari, naći suprotan argument. Međutim, osnovna kritika derivata dolazi zbog špekulacije i rizika koji ona nosi.

Špekulacija[136]

Kako smo prethodno naveli, na tržištu derivata sudeluju dve vrste učesnika: oni koji žele transfer rizika radi umanjenja sopstvenog i oni koji žele da zarade na igranju na riziku. Zaštita prvih od rizika je, kako smo pokušali da argumentujemo, ekonomski korisna ne samo za njih već i za ekonomski život zemlje u celini. Da bi mogli da se zaštite od rizika, njima je potreban partner, tj. onaj ko će iz svojih razloga sa ovim prvima ući u aranžman i preuzeti rizik. Dva su potencijalna kontrapartnera: drugi koji umanjuje svoj rizik i špekulant.

Kada je kontrapartner neko ko takođe želi da prenese rizik na drugoga, situacija je, ekonomski gledano, svakako pozitivna. Kada rafinerija nafte želi da se obezbedi od rizika rasta cena nafte i kada proizvođač nafte želi da se oslobodi od rizika pada cena nafte, onda je njihov sporazum o forvardu za kupovinu nafte po unapred fiksiranoj ceni svakako pozitivan za obe strane. Problem je ovde što se ne može uvek naći partner za ugovaranje derivata. Možda se rafinerija i prodavac neće dogovoriti oko visine fiksne cene, ili oko presečnog datuma, ili oko količina, možda proizvođač teži spot ugovorima... Drugim rečima, lako je moguće da tržište derivata neće biti uravnoteženo ukoliko se na njemu nalaze samo oni koji žele umanjenje rizika.

Kada se dogodi takva situacija, na scenu stupa špekulant u vidu dilera, kao predstavnika velike finansijske kuće. On preuzima ulogu kontrapartnera i sklapa derivatni ugovor, igrajući na to da će cena nafte pasti i on zaraditi. Na taj način, špekulant pomaže nekome da smanji svoj rizik i igra konstruktivnu ulogu na tržištu derivata. Bez njega bi, znači, bilo manje „dobrih" derivatnih ugovora i umanjenja rizika učesnika u ekonomskom životu.

A zašto špekulant učestvuje u hedžovanju rizika? Prvi razlog je njegovo uverenje da bolje predviđa buduće kretanje relevantnih cena ili da ima bolje informacije nego hedžer. Tako ukoliko rafinerija želi da se zaštiti od rasta cena nafte, špekulant je možda uveren da će cena nafte opasti. Drugi razlog učešća jeste premija koja postoji kod različitih derivata i koja špekulantu omogućuje dugoročnu zaradu na osnovu spremnosti da preuzme rizik umesto drugog. Ukoliko špekulant koristi visok leveridž, a to obično čini, tada je potencijalna zarada daleko veća.

I ovaj tip ugovornog odnosa – hedžer i špekulant – može se oceniti povoljno pošto omogućava umanjenje rizika jednoj od ugovornih strana, slično ranijem primeru sa obostranim osiguranjem i ugovorom dva hedžera. Naime, prenos rizika

[136] Detaljnije o špekulaciji videti u: Lynch (2012).

na onog ko je spreman da ga preuzme i ko je efikasniji u snošenju rizika na osnovu profesionalne specijalizacije nesumnjivo je koristan sa ekonomskog stanovišta.

Ali, gde postoje špekulanti, postoje i špekulativne transakcije među njima, jedan profitira na račun drugog na osnovu boljeg predviđanja budućnosti. Ovo su igre sa nultom sumom i bez neposrednih pozitivnih efekata sa šireg ekonomskog stanovišta. Eventualni pozitivni efekti mogu biti indirektni: da špekulacije povećavaju likvidnost tržišta, da doprinose otkrivanju cena i da imaju stabilizujuće efekat na cene na koje se odnose (Somanathan i Nageswaran, 2015).

Međutim, špekulacije imaju jedan ozbiljan problem: mogu doneti visok sistemski rizik i naneti velike ekonomske štete pri nepovoljnom razvoju događaja. Pod sistemskim rizikom podrazumeva se potencijalno katastrofična nestabilnost finansijskog sistema koju može doneti ili pojačati neki pojedinačan događaj ili poremećaj u finansijskom posredovanju. Takav nepovoljan događaj – na primer pad velike finansijske kuće zbog pogrešnih poslovnih poteza velikog obima – onda se kaskadno širi tržištem kao domino efekat, na osnovu povezanosti i međuzavisnosti, dovodeći do kraha celog tržišta.

Kod derivata sistemski rizik pojačavaju veličina tržišta (meri se desetinama i stotinama milijardi dolara), veličina igrača na ovom tržištu (vodeći su ogromni), kao i visina leveridža (često vrlo visoka). Primer ugrožavanja finansijskog tržišta i širokih ekonomskih posledica može se naći u krizi američkog hipotekarnog tržišta i na njega oslonjenih derivata iz 2007–2008, kada su Bear Sterns i Liman bradersa propali, a AIG i nemačka IKB banka gotovo propali (spasile su ih države). Sve četiri kompanije su, uz veoma visok leveridž, nagomilale ogromne količine hartija od vrednosti. Kada je tržište krenulo nadole, pokazalo se da nemaju rezerve da podnesu gubitke, odnosno da im je kapital vrlo brzo postao negativan. Slično se zbilo i 1998, kada je LTCM fond naveliko špekulisao i izgubio, pa je američka država organizovala privatno spasavanje kako ne bi bilo širih negativnih posledica.

U poslovima derivatima javlja se leveridž koji se razlikuje od onog klasičnog, zasnovanog na pozajmljivanju. Ovde mnogi derivatni instrumenti imaju sposobnost stvaranja leveridža bez dodatnog novca, kao u sledećem primeru: investitor poseduje 1000 evra za koje može da kupi 10 akcija BMW-a. Ali, za isti novac može da kupi opcije za kupovinu nekoliko stotina istih akcija i tako višestruko poveća broj akcija koje kontroliše. Ili, još veći leveridž: kod forvarda je moguće sklopiti ugovor o kupovini u budućnosti bez novca, čak i bez polaganja bilo kakve garancije. Takav leveridž je pogodan zato što olakšava finansiranje, ali je i rizičan pošto veoma povećava visinu gubitaka kada naiđu i može bitno produbiti krizu.

Kako smo napred pomenuli, osnovni pravci reformi radi smanjenja sistemskog rizika odnose se na postepeno uključenje klirinške kuće u operacije OTC tržišta kako kao druge strane u ugovorima, tako i kao klirinške kuće i izvora informacija o stanju stvari za regulatore.

Otkrivanje cena

Otkrivanje cena je proces pomoću koga se nove informacije i očekivanja učesnika uključuju u cene imovine (assets), a posebno robe. Ovo otkrivanje odvija se kroz trgovinu na tržištu. I u svetu bez derivata postojalo bi otkrivanje cena hartija od vrednosti ili robe, uključujući očekivanja učesnika o budućnosti. Ali, tržište derivata često preduhitri spot tržište i brže otkriva cene zahvaljujući visokoj likvidnosti, bržoj egzekuciji trgovine, većem leveridžu i niskim troškovima transakcija. Tako se ponekad vremenski profil budućih cena iz fjučersa uzima kao dobra ocena očekivanih spot cena, pa firme čak mogu projektovati svoje prihode i troškove uzimajući u obzir te tržišne informacije.[137] Opštije posmatrano, postojanje tržišta derivata uvećava količinu informacija i doprinosi popravljanju sistema cena, na korist efikasnije alokacije resursa.

Ovom procesu otkrivanja cena najviše doprinosi trgovanje derivatima na berzama, gde je rezultat transparentan. Ali, najvećim delom derivata trguje se i dalje na OTC tržištu, što znači da javnost i ne zna cene iz tih ugovora, pa ih ne može ugrađivati u ocenu budućih cena. Tek se u poslednje vreme, sa reformom OTC tržišta, povećava količina javno dostupnih informacija i popravlja kvalitet ovog mehanizma.

Pitanje je i da li špekulacija uvek, na osnovu pretpostavke o tome da špekulanti raspolažu dobrim informacijama, doprinosi otkrivanju „pravih" cena ili se dešava (a dešava se) da su otkrivene cene pogrešne i da čak destabilizuju spot tržišta, a zbog uključenja inferiornih igrača u špekulaciju. Ovo drugo je svakako moguće, ali je verovatno dosta retko pošto nije jeftino biti inferiorni špekulant.

Funkcija finansiranja

Pojedine vrste derivata mogu olakšavati finansiranje projekata tako što otklanjaju važne rizike i tako štite kreditore, odnosno povećavaju verovatnoću povraćaja sredstava. U tom smislu posebno su korisni svopovi i slični derivati, koji omogućavaju pozajmljivanje sredstava u različitim valutama i po različitim formatima kamatnih stopa (fiksne vs promenljive), s tim da se izbegavaju i valutni i kamatni rizik. Bez ovih svopova spoljno pozajmljivanje u stranoj valuti bilo bi znatno skuplje za kompanije iz zemalja u razvoju, pošto bi valutni i kamatni rizici možda učinili finansiranje isuviše rizičnim. I svopovi kreditnih neizvršenja doprinose spremnosti finansijskih institucija da finansiraju projekte u zemljama u razvoju i tako preduzećima iz ovih zemalja proširuju pristup kreditima.

Doprinos derivata finansiranju proističe i iz njihovog uvećanja leveridža: prilikom zaključenja derivatnog ugovora kupac je dužan da eventualno položi vrlo mali ulog (na primer pet ili deset procenata). Pošto se svi odnose na buduće do-

[137] Detaljnije: Culp (2009)

gađaje i pošto će u budućnosti biti realizovani i plaćeni, to se pri zaključenju eventualno plaća premija (kao kod opcija) ili uplaćuje marginalan deo kao garancija za eventualne buduće gubitke i slično. Ovakav sistem svakako predstavlja jednu vrstu finansiranja (Somanathan i Nageswaran, 2015, s. 27).

Funkcija likvidnosti

Ukoliko pojam likvidnosti definišemo kao lakoću trgovanja, možemo reći da je tržište derivata veoma likvidno i da omogućuje promet velikih količina ugovora, znatno većih nego na spot tržištu. Visoka likvidnost ovih tržišta dobrim delom jeste posledica već pomenutog niskog uloga (neki to zovu niskom frakcionalnom marginom) kod kupovine derivatskih ugovora. Stoga je sa relativno malom količinom novca moguće zaključiti vrlo velike poslove na tržištu derivata.

Zatim, standardizacija ugovora kod derivata čini da se više ugovora (transakcija) za spot tržište može zameniti jednim standardizovanim ugovorom, kao što deset ugovora za različite tipove nafte topa Brent može biti zamenjeno jednim fjučersom ili opcijom. Takav sistem bitno olakšava finansijski teret zaključenja ugovora i omogućuje veoma visok obim zaključenih ugovora, a i s lakoćom mogu da se izvedu vrlo velike transakcije.

Važnost funkcije likvidnosti kod derivata može biti dodatno uvećana u zemlji u kojoj kreditno tržište nije dovoljno razvijeno ili je ograničeno na neki način (regulacijom itd.). Tada se derivatima, uz skromne uloge, može, na primer, kompenzovati ograničenje na kreditnom tržištu robe i postići cilj – nabavka robe na odloženo plaćanje – vrlo lako i brzo. Znatan volumen transakcija čini tržište dubljim i omogućava obavljanje transakcija i brže i sa malim spredom (Somanathan i Nageswaran, 2015, s. 28).

* * *

Derivati su, nema sumnje, korisni finansijski instrumenti ne samo za one koji tako umanjuju rizik u poslovanju i za finansijske kuće koje zarađuju već i za ukupnu ekonomiju, pošto doprinose povećanju ekonomske aktivnosti i bruto domaćeg proizvoda. Oni, svakako, donose i rizik sistemske krize, ali je sećanje na prethodnu dosta izbledelo, delimično i zbog poverenja u regulatorne reforme koje se koordinirano izvode u celom svetu.

U Srbiji je poslovanje derivatima tek u začetku. Ipak, pojedine banke počele su da nude terminske ugovore, opcije i svopove kod kamatnih i kursnih rizika.

ČETVRTO POGLAVLJE – FINANSIJSKE INSTITUCIJE

BANKE

Banke su, nesumnjivo, najrasprostranjenije i najstarije finansijske institucije. Najveći deo finansijskog posredovanja u svetu obavlja se preko njih. Dobro uređeni bankarski sistem, pokazala su razmatranja u ovog knjizi, omogućava dugoročno ubrzanje privrednog rasta i podizanje njegove stope. U uslovima stagnacije ili recesije često se, s pravom ili ne, prstom upire u bankarski sistem i njegovo navodno loše funkcionisanje okrivljuje za nedostatak privrednog rasta. Zbog svega toga potrebno je razmotriti kako banke funkcionišu i zbog čega se javljaju pojedini ishodi u poslovanju bankarskog sistema – određena ponuda bankarskih usluga.

Bilansi banke

Najbolji način da se razmotri bankarsko poslovanje jeste sagledavanje bilansa stanja jedne hipotetičke banke. Kao i svaki drugi bilans stanja, sastoji se iz aktive (imovina) i pasive (obaveze, tj. izvori te imovine). Na strani pasive svake banke nalaze se tri osnovne stavke. Jednu čine depoziti fizičkih i pravni lica, sva ona sredstva koja su ta lica, pod različitim uslovima, prepustila banci na čuvanje i raspolaganje. Banka ima obavezu da sredstva isplati sopstvenicima na njihov zahtev i prema uslovima ugovora o deponovanju. Stoga je ova stavka obaveza banke. Druga stavka na strani pasive predstavlja sredstva koja je banka pozajmila od drugih banaka ili od nekih drugih finansijskih institucija. Jednostavno, banka uvećava svoj kreditni potencijal time što pozajmljuje novac/kapital od drugih banaka – banka pozajmljuje novac da bi ga dalje pozajmljivala. Banka ima obavezu da ova sredstva vrati poveriocima, pod uslovima i u roku predviđenom ugovorom o njihovom pozajmljivanju, pa je stoga ova stavka obaveza banke. Konačno, na strani pasive knjiži se i (sopstveni) kapital banke, onaj kapital koji je prikupljen emisijom akcija banke. Akcije su vlasničke hartije od vrednosti, tako da nemaju rok dospeća, ali generišu obavezu prema vlasniku, a ta obaveza stupa na snagu u slučaju stečaja banke. Naime, tada banka, pošto se namire sve druge obaveze prema poveriocima, akcionarima isplaćuje preostalu vrednost kapitala banke. Akcionari su, drugim rečima, rezidualni poverioci i oni svoja potraživanja na osnovu vlasničkih hartija od vrednosti mogu da realizuju (u onoj meri u kojoj mogu da ih realizuju) tek pošto

se namire potraživanja ostalih poverilaca. Shodno tome, nezavisno od navedenih specifičnosti, i ova stavka, kapital, beleži se kao obaveza banke, na strani pasive.

Veza bilansa stanja sa bilansom uspeha jeste takva da pasiva banke generiše određene troškove, odnosno, uže posmatrano, novčane odlive. U slučaju depozita, to je pasivna kamata koja se na njih plaća, u slučaju pozajmljenog novca od drugih banaka i ostalih finansijskih institucija to je ugovorom određena kamata koja je takođe pasivna. Jednostavno, na stavke koje se beleže u pasivi bilansa stanja banka plaća pasivnu kamatu. Konačno, profit koji banka ostvari isplaćuje se kao dividende akcionarima, vlasnicima kapitala banke, tako da stavka kapital generiše odliv putem dividendi.

Drugu stranu bilansa stanja banke, aktivu, čine sve vrste finansijske aktive (krediti, dužničke hartije od vrednosti itd.) i druga (fizička) aktiva. Finansijsku aktivu čine plasmani banke. To su oni plasmani koji, načelno posmatrano, omogućavaju banci da naplaćuje aktivnu kamatu, odnosno da ostvaruje prihod na osnovu različitih formi pozajmljivanja kapitala. Za svaku banku su (dodeljeni) krediti najznačajniji plasman – time se obavlja finansijsko posredovanje, a banka od onoga od koga je pozajmila kredit putem kapitala naplaćuje ugovorenu kamatnu stopu, čime ostvaruje poslovni prihod.

Neposredno sa plasmanima u vidu kredita povezan je i problem likvidnosti – krediti su tipičan nelikvidan plasman, a finansiraju se iz likvidnih, barem daleko likvidnijih izvora, poput depozita. Razlika u likvidnosti najbolje se može sagledati iz razlike u ročnosti plasmana banke i njenih obaveza prema poveriocima, pre svega deponentima. Stoga banka može da uđe u nelikvidnost ukoliko više deponenata u isto vreme zatraži da povuče svoje depozite, najgore za banku, u celini. Problem likvidnosti se, kao što je već napomenuto u prethodnom poglavlju, rešava formiranjem rezervi, tj. time da se ne plasira celokupan kreditni potencijal banke, tj. cela pasiva bilansa stanja, već se deo tih sredstava deponuje kod centralne banke. Pri tome, postoje obavezne rezerve, koje se definišu kao procenat određenog izvora sredstava koji se mora deponovati na specijalne račune pri centralnoj banci, ali banka može samostalno da odluči da, radi povećanja sopstvene likvidnosti, odnosno, iz drugog ugla posmatrano, radi umanjenja rizika nelikvidnosti, izdvoji rezerve u iznosu koji je veći u odnosu na obavezne.

Stoga rezerve predstavljaju drugi značajan plasman banke. Problem s rezervama leži u tome što njih karakteriše veoma niska kamatna stopa – to je očekivano, budući da njihova funkcija nije generisanje prihoda, već očuvanje likvidnosti banke. Stoga banka, u pogledu maksimizacije profita, ima podsticaj da što manji deo sredstva kojima raspolaže plasira kao obveznice. Naravno, reč je o iznosu koji je iznad obavezne rezerve, o kojoj odlučuje centralna banka, a ne poslovne banke. Nasuprot tome, banka ima podsticaj da uveća plasman u rezerve kako bi umanjila rizik nelikvidnosti. Ravnotežno rešenje opisano je iznosom rezervi iznad obaveznog

nivoa. Međutim, navedeni problem protivrečnih podsticaja može, bar u određenoj meri, da se reši plasiranjem u dužničke hartije od vrednosti, najčešće kratkoročne. Kupovinom takvih obveznica na tržištu kapitala banka može, s jedne strane, da računa na kamatne stope koje su više od onih koje se dobijaju od plasmana rezervi. S druge strane, ovakve obveznice su veoma likvidne – lako se mogu pretvoriti u gotovinu i, na taj način, omogućavaju da se isplate sva potraživanja prema banci, sve njene obaveze, čime se umanjuje rizik nelikvidnosti banke. Naravno, poslovna odluka banke o tome kakva će biti kompozicija dva plasmana, odnosno, iz drugog ugla posmatrano, dva mehanizma za umanjenje rizika likvidnosti, zavisi od relativne kamatne stope na ova dva plasmana, kao i od razvijenosti i dubine tržišta dužničkih hartija od vrednosti, naročito onih kratkoročnih, odnosno lakoće s kojoj se te hartije od vrednosti pretvaraju u gotovinu.

Krediti, dužničke hartije od vrednosti u posedu banke i rezerve predstavljaju plasmane: finansijsku aktivu banke, koja se ponekad naziva i finansijskom imovinom. Pored te imovine, banka poseduje i nefinansijsku, fizičku imovinu: zgradu u kojoj je locirana, opremu kancelarija, vozni park i sve što joj omogućava da nesmetano posluje. Dakle, fizička imovine banke, načelno posmatrano, ne generiše nikakav priliv, ali omogućava da se, obavljanjem bankarske delatnosti, ostvaruje priliv od plasmana.

U bilansu uspeha iskazuju se posledice postojanja aktive, a to su prihodi od plasmana kapitala banke, kao i od pružanja bankarskih usluga, poput platnog prometa. To su sve one aktivne kamate koje banka naplaćuje svojim dužnicima, bez obzira na to da li je reč o kreditima, depozitima položenim kod centralne banke ili o vlasništvu dužničkih hartija od vrednosti. Pošto su svi plasmani na osnovu kojih se ostvaruju prihodi iskazani u bilansu stanja, oni se često nazivaju bilansnim prihodima. Budući da se zasnivaju na plasmanima i da svi plasmani podležu kreditnom riziku, i prihodi od plasmana su rizični. *Ex ante* se zna samo njihova očekivana vrednost, koja može znatno da se razlikuju od njihove nominalne veličine. Nasuprot tome su vanbilansni prihodi, oni koje banka ne zasniva na plasmanima, već na naplaćivanju naknada za različite usluge koje pruža. U takve usluge spadaju trgovina devizama, različitim hartijama od vrednosti, čuvanje hartija od vrednosti (tzv. custody poslovi), usluge platnog prometa, održavanja depozitnih računa itd. Budući da su posredi naknade za pružene usluge, ove prihode uopšte ne prati kreditni rizik (jer nema plasmana) i ostali oblici rizika su veoma niski. Zbog toga banke, koje po prirodi stvari imaju snažnu averziju prema riziku, žele da uvećaju svoje vanbilansne prihode, naročito u doba u kojem su visoki krediti rizični. U savremenom bankarstvu vanbilansni prihodi u slučaju nespecijalizovanih banaka učestvuju i do 40% ukupnih.

Ipak, plasiranje kapitala je osnovni posao banke, pa je stoga upravljanje plasmanima jedno od osnovnih pitanja njenog funkcionisanja.[138] Već je napomenuto da je upravljanje plasmanima ključno za minimizaciju rizika likvidnosti i da se osnovni mehanizam koji se koristio za to upravljanje zasniva na međusobnom odnosu rezervi i plasmana u kratkoročne hartije od vrednosti, s jedne strane, i kreditnih plasmana, s druge. Dovoljno veliki odnos rezervi (uključujući i plasmane u kratkoročne dužničke hartije od vrednosti) i plasmana obezbeđuje relativno nizak rizik likvidnosti. Međutim, upravljanje plasmanima vezano je za još jedan, teži i opasniji rizik koji snosi banka, a to je rizik nesolventnosti.

Upravljanje plasmanima i nesolventnost banaka

Osnovni izvor rizika nesolventnosti banaka jeste kreditni rizik. Nesolventnost banke može se definisati kao situacija u kojoj su plasmani manji od obaveza. Pritom, treba voditi računa da je reč o „efektivnim" plasmanima banke. Ukoliko se plasirani kapital, tj. glavnica kredita ne vraća, ukoliko dužnici ne plaćaju kamatu, to dovodi do situacije da su efektivni plasmani (oni koji „rade") manji od obaveza, a onda ni banka više nije solventna – ne može da namiri svoje poverioce, bez obzira na to koja je ročnost depozita ili pozajmljenog kapitala u pitanju. Dok je nelikvidnost vezana za tokove (novčane tokove), nesolventnost je vezana za fondove: fondovi koje je banka plasirala nedovoljni su da se njima pokriju obaveze banke prema poveriocima.

Ključni faktor nesolventnosti banaka jesu tzv. problematični plasmani, najčešće problematični krediti (*non performing loans*). Reč je o tome da pojedini dužnici ne servisiraju redovno svoje obaveze (kasne više od 90 dana) ili su u potpunosti prestali da ih servisiraju, da vraćaju glavnicu i plaćaju kamatu.[139] Problematični krediti dovode do svojevrsnog „topljenja" plasmana, čime se otvara mogućnost za to da banka postane nesolventna. Računovodstveno posmatrano, u određenom trenutku ovakvo potraživanje moraće da se otpiše, ovaj plasman biće uklonjen iz aktive banke, aktiva će se umanjiti, a za odgovarajući iznos moraće da se umanji i

[138] Upravo stoga se, ponekad, bankarska aktivnost definiše kao transformacija plasmana – plasmani drugih u banku transformišu se u plasmane banke trećim licima. Suština ove transformacije leži u tome da se kratkoročni plasmani u banku, najčešće depoziti, transformišu u dugoročne plasmane banke. Upravo u ovoj transformaciji ročnosti plasmana leži rizik likvidnosti koji snosi banka.

[139] NBS kao problematičan plasman/kredit definiše "Stanje ukupnog preostalog iznosa pojedinačnog kredita (uključujući i iznos koji je u docnji): po osnovu koga je dužnik u docnji duže od 90 dana (obračunato od prvobitnog datuma dospeća) u materijalno značajnom iznosu, bilo po osnovu plaćanja kamate ili glavnice; po kome je kamata u visini tromesečnog iznosa (i viša) pripisana dugu, kapitalizovana, refinansirana ili je odloženo njeno plaćanje; po osnovu kog dužnik kasni manje od 90 dana, ali je banka procenila da je sposobnost dužnika da otplati dug pogoršana i da je otplata duga u punom iznosu dovedena u pitanje".

pasiva, i to tako što se umanjuje kapital banke. Potraživanja banke uvek se otpisuju na teret kapitala banke, budući da su vlasnici njenog kapitala rezidualni, a ne prioritetni poverioci banke.

Kako banka upravlja svojim plasmanima u ovakvim situacijama? Prvo pravilo je da banka treba da preuzme sve da do problematičnih plasmana uopšte ne dođe. To podrazumeva konzervativnu politiku pozajmljivanja kapitala, eliminaciju asimetrije informacija, kako onih u obliku negativne selekcije, tako i onih u formi moralnog hazarda. Dakle, *ex ante* eliminacija problematičnih plasmana predstavlja prvi korak. Međutim, isuviše konzervativna politika pozajmljivanja kapitala može da dovede do toga da ne bude plasiran celokupan kreditni potencijal banke, odnosno da bude plasiran tako da donosi niski ili nulti kamatni prihod. Time se umanjuje stopa profita poslovanja banke. Kao i u mnogim drugim situacijama, uprava banke se i ovom prilikom suočava sa protivrečnim podsticajima.

Drugo pravilo, upravo imajući u vidu da je malo verovatno da se problematični plasmani mogu u potpunosti *ex ante* izbeći, jeste diverzifikacija plasmana, čime se postiže diverzifikacija kreditnog rizika. Veliki broj zajmova relativno malog iznosa odobrenih različitim klijentima umanjuje verovatnoću da će iznosi problematičnih plasmana biti veliki. Zbog toga je potreban određeni nivo diverzifikacije plasmana. Problem, međutim, leži u tome što svaki plasman generiše određene fiksne troškove, pre svega one koji se odnose na prevazilaženje asimetrije informacije u formi negativne selekcije – troškove upoznavanja potencijalnog dužnika. Zbog toga sa porastom diverzifikacije kreditnog portfelja rastu operativni troškovi banke, što znači da dolazi do pada profita i profitne stope – još jedanput slučaj protivrečnih podsticaja upravi banke.

Kada je već došlo do problematičnih kreditnih plasmana, postavlja se pitanje upravljanja plasmanima *ex post*. Prvi potez banke jeste rezervisanje sredstava kojima će se pokriti očekivani gubitak koje će nastati usled otpisivanja potraživanja. Rezervacija se knjiži u bilansu uspeha banke, i to kao planirani rashod. Iznos rezervacije zavisi od procene u kojoj meri će dospela potraživanja banke uspeti da budu naplaćena u doglednoj budućnosti, a to zavisi od odgovora na pitanje kakva su sredstva obezbeđenja kreditnog plasmana. Ukoliko su dobra, ukoliko je njima pokriven veliki deo nenaplaćenih potraživanja, onda nema potrebe da se rezervišu sredstva u celokupnom iznosu nenaplaćenih potraživanja, već samo razlika između tog iznosa i vrednosti sredstava obezbeđenja, ukoliko uopšte i postoje. Isto tako, ukoliko je postojala garancija za celokupni iznos glavnice i ukoliko je ona uspešno aktivirana, takođe nije potrebno bilo šta rezervisati. Na banci je da proceni koliki iznos potraživanja neće biti naplaćen ni na koji način, tj. koliki će deo potraživanja morati da se otpiše, pa u tom iznosu treba rezervisati sredstva. Prilikom određivanja iznosa rezervacije za svako od nenaplaćenih potraživanja, banka se, kao i u većini svojih poslovnih odluka, suočava sa dva protivrečna podsticaja. S jedne stra-

ne, banka, odnosno njena uprava, ima podsticaj da umanji iznos rezervacija, kako bi umanjila rashode i time uvećala profit – postigla bolji poslovni rezultat. S druge strane, međutim, postoji podsticaj da se uveća iznos rezervacija, kako bi se umanjio rizik nelikvidnosti s kojim se suočava banka. Rezervacija predstavlja pripremu za otpisivanje potraživanja i olakšava primenu svih onih mera koje su potrebne za pravo iskazivanje stanja.

Glavno osiguranje koje banka ima od nesolventnosti predstavlja njen sopstveni kapital, odnosno adekvatnost kapitala prema plasmanima. Kvantitativni odnos rizikom ponderisanih plasmana i sopstvenog kapitala banke predstavlja količnik adekvatnosti kapitala. Ukoliko je u potpunosti iskorišćen kapitalni potencijal banke, adekvatnost kapitala predstavlja i posredni pokazatelj strukture pasive, odnosno učešće sopstvenog kapitala u ukupnim izvorima banke. Što je viša adekvatnost kapitala, to su banke bezbednije u uslovima u kojima se narušava njihova solventnost usled problematičnih zajmova i eventualno drugih plasmana.

Reč je o sledećem: kapital banke predstavlja svojevrsnu zonu sigurnosti, budući da su vlasnici kapitala banke, kao i u slučaju svakog drugog preduzeća, njeni rezidualni poverioci. Kada se na strani aktive otpisuju potraživanja i time ona umanjuje, na strani pasive (koja uvek mora biti jednaka aktivi) tim umanjenjem tereti se kapital banke – on se umanjuje za odgovarajući iznos. Što je veća adekvatnost kapitala, što je veći iznos kapitala u odnosu na ukupne plasmane, veća je mogućnost za izbegavanje nesolventnosti banke. Međutim, veća adekvatnost kapitala banke nije dobra sa stanovišta finansijskog posredovanja. To, praktično, znači da se relativno umanjuju depoziti i da se po jedinici angažovanog kapitala u manjoj meri povezuju oni koji imaju štednju (vlasnici depozita) i oni kojima je ta štednja potrebna (investitori u fizički kapital). Nadalje, uprava banke želi da banka ima što nižu kapitalnu adekvatnost, budući da zarađuje na kamatnoj margini, a ona je, pri datim kamatnim stopama, relativno veća ukoliko je niža kapitalna adekvatnost, tj. ukoliko je veće učešće depozita i pozajmljenih sredstava. Profitna stopa banke (profit banke u odnosu na njen kapital) pri nižoj kapitalnoj adekvatnosti biće viša.

Budući da postoje snažni podsticaji upravi banke da obara adekvatnost kapitala, za koje nije izvesno da su uravnoteženi strahom od rizika nesolventnosti, koji stvara podsticaje za uvećanje adekvatnosti kapitala, uobičajeno je da centralne banke propisuju minimalnu adekvatnost kapitala koju banka mora da ima – prag odnosa vrednosti kapitala i vrednosti ukupnih plasmana banke. Takođe, da bi ovo pravilo bilo primenjeno, centralne banke nadgledaju poslovanje banaka i redovno proveravaju da li je ispunjen postavljeni uslov adekvatnosti kapitala.

Do pada adekvatnosti kapitala dolazi iz različitih poslovnih razloga. Već smo napomenuli da to mogu da budu problematični plasmani, preciznije rečeno otpisivanje potraživanja, potpunog ili delimičnog, koje sledi, što dovodi do uma-

njenja vrednosti kapitala.[140] Međutim, umanjenje adekvatnosti kapitala ne znači neminovno da je banka u poslovnim problemima. Poslovna strategija banke, na primer, može da bude privlačenje depozita radi njihovog daljeg plasmana i rezultat promene te poslovne strategije – rast depozita i na njima zasnovanih plasmana bez uvećanja kapitala banke – neminovno dovodi do umanjenja adekvatnosti kapitala.[141] Istu posledicu po kapitalnu adekvatnost ima i primena strategije prema kojoj se pozajmljuju sredstva drugih banaka i onda ona plasiraju uz odgovarajuću kamatnu stopu, koja omogućava postojanje (značajne) kamatne margine.

Postavlja se pitanje kako banka može da uveća adekvatnost kapitala kada proceni da je ona isuviše niska ili ukoliko se približila minimalnoj traženoj adekvatnosti kapitala. U osnovi banci na raspolaganju stoje dve mogućnosti. Jedna je uvećanje kapitala (dokapitalizacija) banke, što podrazumeva emisiju novih akcija banke. Ovo rešenje je dugoročno jer zahteva vreme da bi se primenilo, tako da je prikladno za predupređivanje problema kapitalne adekvatnosti u budućnosti, ali ne za rešavanje tog problema kada nastane. Isto se odnosi na reinvestiranje profita banke kao načina uvećanja njenog kapitala. Reč je o *ex ante* rešenju kojim se predupređuje pad kapitalne adekvatnosti banke ukoliko se on u budućnosti očekuje. Takvo reinvestiranje profita, na primer, može da bude uvod u kampanju privlačenja depozita koja dovodi do povećanja plasmana, što pri nepromenjenom iznosu kapitala dovodi do opadanja kapitalne adekvatnosti.

Kapitalna adekvatnost može se uvećati i na drugi način: umanjivanjem plasmana pri datom kapitalu banke. Međutim, primena ove strategije vezana je za pitanje koliko su plasmani banke likvidni, odnosno koliko se brzo mogu „povući". Krediti, na primer, imaju unapred definisanu ročnost, tako da nije moguće brzo umanjivanje tih plasmana. Ono što banka može da uradi jeste da ne odobrava nove kredite, pa da se ukupan iznos plasmana umanjuje „prirodnim putem", onako kako se otplaćuje glavnica postojećih plasmana, što je prilično spor način za uvećanje kapitalne adekvatnosti. Nešto bolje stoje stvari u pogledu (kratkoročnih) dužničkih hartija od vrednosti koje banka poseduje, budući da se one mogu prodati na tržištu i na taj način mogu se umanjiti plasmani. Očigledno je da praktično, ni na strani iznosa kapitala, niti na strani obima plasmana, ne postoji mera koja može na kratak rok da dovede do uvećanja kapitalne adekvatnosti banke. Zbog toga je potrebno da se ovom pitanju posveti pažnja *ex ante*, odnosno da se pažljivo planira poslovanje banke i sagledaju buduće tendencije na tržištu.[142]

---

[140] Istovetno umanjenje u apsolutnom iznosu plasmana i kapitala dovodi do relativno većeg umanjenja kapitala, budući da su plasmani banke uvek veći od njenog kapitala.

[141] Ovakva poslovna strategija ceteris paribus dovodi do povećanja profita banke i rasta njene profitne stope.

[142] Upravo zbog toga što je uvećanje adekvatnosti kapitala dugoročan proces, uvođenje novih, viših minimuma određenih adekvatnosti kapitala zahteva ozbiljno planiranje. Zbog toga se bankama ostavlja prilično dugačak rok da ispune više (strože) zahteve u pogledu adekvatnosti kapitala.

Ipak, bitna poenta jeste da se pri određivanju kapitalne adekvatnosti vodi računa o rizičnosti plasmana, tako da se svaki plasman ponderiše ocenom veličine kreditnog rizika za koji se vezuje. Kreditni rizik koji služi za ponderisanje svrstan je u nekoliko grupa (na primer, niski, umereni, srednji i visoki) i zavisi od vrste plasmana i od dužnika, tj. prema kome je banka izložena. Nije isto ukoliko je banka izložena prema centralnoj banci (u kojoj drži sopstvene rezerve) ili prema nekom fizičkom licu malih i relativno nestabilnih prihoda. Plasmani kod centralne banke ili oni za koje je data suverena garancija u praksi se posmatraju kao plasmani nultog rizika, tako da ne ulaze u obračun plasmana koji se uzimaju kao činilac kapitalne adekvatnosti banke. Ovakva praksa uslovljava da se prodajom državnih hartija od vrednosti na sekundarnom tržištu i njihovom konverzijom na primer u rezerve plasirane u centralnu banku praktično ne menja ništa u adekvatnosti kapitala banke koja je posedovala te dužničke hartije od vrednosti – jedan plasman nultog kreditnog rizika zamenjuje se drugim.[143]

Pored navedenih poteza banke kojima se direktno menja njen bilans stanja, problem adekvatnosti kapitala može da se zaobiđe i usmeravanjem poslovanja banke ka vanbilansnim prihodima, tj. ka naplati naknada za usluge koje nisu zasnovane na plasmanima, pa se stoga u tim poslovima banke ne javlja nikakav kreditni rizik. Međutim, prostor za relativno uvećanje ovih aktivnosti i prihoda od njih može biti relativno mali, pogotovo ukoliko one čine već veliki deo ukupnih prihoda banke. Takođe, čak i da pomenuto ograničenje nije većeg obima, tj. čak i da postoji veliki prostor za uvećanje vanbilansnih prihoda, ni ova promena ne može se brzo realizovati.

Usklađivanje plasmana i izvora

No, upravljanje plasmanima jedne banke u širem smislu (ne samo vezano za rizik nelikvidnosti, kao i kreditni rizik i s njim povezan rizik nelikvidnosti) predstavlja usklađivanje plasmana sa izvorima u svakom pogledu, kako bi se u najvećoj meri izbegli drugi rizici s kojima se suočava banka. Jedno od takvih usklađivanje jeste i usklađivanje u pogledu valute. Ukoliko u izvorima dominira jedna valuta, onda u plasmanima treba da dominira ta ista valuta, odnosno da plasmani budu indeksirani u valuti u kojoj su izvori. Iako nije potrebno potpuno poklapanje, struktura plasmana po valuti treba da odgovora strukturi izvora. Ukoliko je banka, na

[143] Kriza suverenog duga u Evrozoni, koja se u najvećoj meri vezuje za krizu grčkog suverenog duga, može da dovede do promene u pogledu percepcije kreditnog rizika državnih obveznica, bar nekih zemalja. Poenta je sledeća: plasmani u grčke državne obveznice bili su ponderisani nultim kreditnim rizikom, kapitalna adekvatnost banaka koje su kupovale te obveznice bila je niža nego što su je one iskazivale. Zbog toga se i postavilo pitanje opstanka na tržištu onih banaka koje su u svom portfelju imale veliko učešće grčkih državnih obveznica. To se naročito odnosi na grčke komercijalne banke koje su u velikoj količini kupovale te obveznice.

primer, pozajmljivanjem na svetskom tržištu kapitala pribavila švajcarske franke, onda mora obaveze na osnovu tog zajma da servisira u švajcarskim francima, pa zato će i njeni plasmani na osnovu tog izvora takođe biti u švajcarskim francima. Time banka izbegava valutni rizik, koji je moguća posledica promene kursa valute. To, međutim, ne znači da taj rizik nestaje, već samo da ga snosi krajnji korisnik, čiji su prihodi, na primer, u dinarima, a obaveze na osnovu kredita u švajcarskim francima. Valutni rizik se svodi na mogućnost da promena kursa dinara u odnosu na švajcarski franak (jačanje franka u odnosu na dinar) dovede do promene (uvećanja) obaveza dužnika iskazane u dinarima. Ovakva raspodela rizika znači da banka u ceni pozajmljenog kapitala, u kamatnoj stopi po kojoj naplaćuje kamatu dužniku, ne obračunava premiju na rizik. Ukoliko bi prihvatila valutni rizik na sebe i ukoliko bi svoj kreditni plasman zasnovan na švajcarskim francima u kojima se zadužila obračunala u dinarima, onda bi u kamatnu stopu uključila i premiju na rizik ove vrste, pa bi cena ovakvih kredita bila daleko viša.[144]

Takođe, banke vode računa i o usklađivanju izvora i plasmana u pogledu cenovnog, tj. kamatnog rizika. Ukoliko je, na primer, banka pozajmila kapital od neke druge banke ili neke druge finansijske institucije po kamatnoj stopi definisanoj formulom „LIBOR + margina“, onda će i kamatna stopa po kojoj pozajmljuje kapital imati formu „LIBOR + margina“. I ne samo to. Veoma se često zaboravlja da je aktivna kamatna stopa definisana pasivnom kamatnom stopom, onom po kojoj banka pozajmljuje kapital, odnosno onoj koja predstavlja cenu kapitala koju banka snosi. U slučaju mnogih zemalja, naročito onih koje oskudevaju u kapitalu, znatan deo kreditnog potencijala zasnovan je na pozajmljivanju kapitala iz inostranstva. To znači da banka prilikom tog pozajmljivanja mora da plati i premiju na rizik zemlje, tj. onu premiju na kreditni rizik koja se naplaćuje pri svakom plasmanu u određenu zemlju, nezavisno od toga ko je dužnik. Zbog toga prilikom pozajmljivanja kapitala banke nude kredite jedino uz visoke kamatne stope jer moraju da pokriju visoke troškove pribavljanja kapitala koji proizlaze iz visokog rizika zemlje.

Budući da je već, u prethodnom poglavlju, razmotren uticaj kredita na privredni rast, naročito u uslovima u kojima nisu dobro razvijeni drugi finansijski instrumenti, uz nalaz da je taj uticaj izuzetno veliki. Izvesno je da je uticaj banaka na privredni rast od ogromnog značaja jer su krediti kao instrument, u osnovi, sinonim za banke kao institucije. Ne treba ponavljati da bez kredita nema dobrog

[144] Kredit u domaćoj valuti, na primer u dinarima, ne bi dovodio ni do kakvog valutnog rizika, nezavisno od toga ko ga snosi, ukoliko bi izvori za taj kreditni plasman bili isto tako u dinarima. A to bi podrazumevalo da su depoziti, naročito oročeni depoziti, dinarski depoziti. A da bi ti depoziti bili dinarski, potrebno je da rizik kupovne moći koji snose štediše bude izuzetno mali, tj. da su mala inflaciona očekivanja. U zemljama poput Srbije u kojima su inflaciona iskustva veoma živa i inflaciona očekivanja veoma velika ne mogu se očekivati veći depoziti te vrste. Nasuprot tome, hipotekarni krediti u, na primer, Švajcarskoj, upravo stoga što su i plasmani i izvori u istoj, nacionalnoj valuti, ne generišu nikakav valutni rizik. Razlog zbog koga su ovakvi aranžmani mogući jeste zanemarljiv rizik kupovne moći s kojim se susreću vlasnici depozita.

poslovanja realnog sektora, da bi nivo investicija bio daleko manji i sve druge stavove koji opisuju ovaj odnos.

Problem je u tome što mnogi, potpuno pogrešno, bankarski sektori njegovu dobru razvijenost i odgovarajuće poslovanje posmatraju kao dovoljan uslov za privredni rast. Pa onda, na tom argumentu, za niske stope privrednog rasta okrivljuju banke, najčešće uz argument da visoke kamatne stope „onemogućavaju investiranje". Privredni rast je složen fenomen i mnogo potrebnih uslova treba da bude zadovoljeno da bi se postigla njegova visoka stopa. Bankarski sektor koji dobro funkcioniše pospešuje privredni rast, ali sam za sebe ne može da ga uspostavi. Za to su potrebni mnogi preduslovi, počev od vladavine prava, kojom se štite privatna svojinska prava, preko odgovarajućeg nivoa ljudskog kapitala, do postojanja osnovnih usluga koje su potrebne za obavljanje poslovnih aktivnosti. Ukoliko nečega od toga nema, nema ni privrednog rasta. Privrednog rasta, na primer, toliko dugo nije bilo u Africi upravo zbog nedostatka tri navedena faktora, a ne zbog toga što nije bilo dovoljno banaka. Iz drugog ugla posmatrano, iako u mnogim zemljama ima dovoljno banaka, po mišljenju nekih i previše, te zemlje, uključujući i Srbiju, ne beleže visoke stope rasta. Očigledno je da u ovim situacijama nisu ispunjeni drugi preduslovi za privredni rast.

Upravo zbog složenosti navedenih veza, čini se da nije od velikog značaja dilema koja se ponekad javlja u literaturi: da li razvoj banaka (bolje rečeno, celokupnog finansijskog sektora) utiče na privredni rast ili privredni rast utiče na razvoj banaka? Na osnovu ove dileme postavljana je hipoteza o ponudi bankarskih usluga ili tražnji za njima kao pokretaču privrednog rasta. Međutim, imajući u vidu da bankarske usluge, kao što se videlo, same za sebe ne mogu da budu pokretač privrednog rasta, već samo jedan od njegovih činilaca, izvesno je da navedena dilema nema mnogo smisla, tim pre što uvećanje dohotka *per capita*, što je jedna od posledica privrednog rasta, predstavlja samo jedan od činilaca razvoja bankarstva u određenoj zemlji. Banke i privredni rast međusobno se prožimaju, ali nema mesta za bilo kakav uzročno-posledični determinizam.

Regulacija banaka

Cilj ovog poglavlja nije da sveobuhvatno razmotri regulaciju banaka, već da ukaže na osnovnu dilemu koja se pri toj regulaciji javlja. Naime, problem je u tome što su globalna finansijska kriza i uznemirenje koje je ona izazvala doveli do snažnih poziva da se reguliše poslovanje banaka, ne vodeći računa o tome da čvršća regulacija ovog sektora može da ima negativne posledice po privredni rast.

Reč je o sledećem: U prethodnom i ovom poglavlju objašnjeni su osnovni mehanizmi kojima banke, prikupljajući depozite i odobravajući kredite, pospešuju privredni rast. Međutim, velike finansijske krize, u čijem su centru obično banke,

dovode do recesije, često drastičnog opadanja bruto domaćeg proizvoda, kao i potkopavanja solidnih temelja privrednom rastu u budućnosti. Njihovi troškovi mogu da se mere procentima bruto domaćeg proizvoda, ponekad i desetinama procenata. Zbog toga, smatraju mnogi, po svaku cenu treba predupreditи finansijske krize, i to pojačanom regulacijom finansijskog sektora i, naročito, banaka.

No, pojačana regulacija banka, sasvim očekivano, ima svoju cenu. Načelno posmatrano, umanjuje se kreditni potencijal banaka i smanjuje se sloboda u biranju najefikasnijih mehanizama finansijskog posredovanja. To znači da se *ceteris paribus* umanjuje ponuda kredita i uvećavaju kamatne stope. Na primer, već pomenuta regulacija kapitalne adekvatnosti, čiju osnovanost, tj. efekat na umanjenje verovatnoće izbijanja krize nesolventnosti niko ne spori, dovodi do umanjenja kreditnog potencijala banke, odnosno do umanjenja plasmana pri datom nivou kapitala banke. Dakle, cena veće sigurnosti, odnosno manje verovatnoće krize nesolventnosti predstavlja umanjenje plasmana – umanjenje obima kredita koji se nude za finansiranje poslovnih poduhvata, što neminovno znači usporavanje privrednog rasta. Takođe, umanjenje rizika nelikvidnosti, što se postiže uvođenjem obavezne rezerve, dovodi do umanjenja obima ponude kredita. To znači da svako umanjenje verovatnoće izbijanja finansijske krize, sa svim njenim negativnim posledicama, ima cenu u usporavanju privrednog rasta. Ekstremna regulacija bankarskog sektora oborila bi na minimum verovatnoću pojave finansijske krize, ali bi na minimum oborila i stopu privrednog rasta, ukoliko bi ga uopšte i bilo.

Naravno, nemaju svi segmenti regulacije banaka iste efekte na obim finansijskog posredovanja. Najznačajnija su materijalna ograničenja poput pomenutih, regulacije kapitalne adekvatnosti na primer, koja neminovno deluju na smanjivanje obima ponude. Međutim, regulacija banaka ima još dve veoma važne komponente. Jednu čine obavezne procedure koje uprava banke mora da primenjuje pri donošenju odluka, kako bi makar uočila sve rizike sa kojima se suočava, tj. sve opasnosti po finansijsku stabilnost banke. Drugu čine obaveze izveštavanja, tj. obaveštavanja nadležnog regulatora o finansijskom stanju banke. To omogućava regulatoru da se usredsredi na one banke i one njihove poslovne poduhvate koje karakteriše visoki nivo rizika. A takvo usredsređivanje ima dve povoljne posledice. Prvo, sam regulator usmerava retke resurse koje poseduje na, sa stanovišta finansijske stabilnosti, najopasnije situacije, čime se uvećava delotvornost regulacije bankarskog sektora. Drugo, one banke koje ne spadaju u rizične mogu slobodno da se bave finansijskim posredovanjem i na njih pojačane regulatorske stege neće delovati.

Sledeća bitna dilema s kojim se susreću oni koji odlučuju o regulaciji banaka jeste situacija u kojoj su neke banke izuzetno velike, tako da bi njihov bankrot doveo do ozbiljne nestabilnosti čitavog bankarskog sistema, pa i finansijskog sistema u celini (To Big to Fail). U takvim situacijama procenjuje se da je finansijsko izbavljivanje ovakvih banaka od strane države (što se svodi na poreske obveznike)

manje zlo nego da se ništa ne čini. Ovakve okolnosti stvaraju veliki moralni hazard: uprave velikih banaka – znajući da će država finansijski da izbavi takve banke jer su važne za stabilnost finansijskog sistema – spremne su da se upuštaju u veoma rizične poslovne poduhvate, čime uvećavaju nestabilnost finansijskog sistema. Stoga se postavlja pitanje politike države prema takvim bankama.

Pri tome treba voditi računa da postoje dobri razlozi zbog kojih su te banke postale tako velike. Naime, ekonomija obima postoji u mnogim segmentima bankarskog poslovanja, što dovodi do porasta banaka i formiranja bankarskih grupacija. Prisilno cepanje velikih banaka na nekoliko manjih poništilo bi dejstvo ekonomije obima, što znači da bi došlo do rasta troškova finansijskog poslovanja. Zbog toga ovakva politika prema velikim bankama teško da bi bila opravdana.

Drugi mogući pristup ovom problemu jeste pojačani regulatorni nadzor i zaoštreni regulatorni standardi prema velikim bankama. Tako je uveden izraz „sistemski važne finansijski institucije" (SIFI – Systematically Important Financial Institutions), koji označava upravo institucije koje su isuviše važne da bi propale. Banke koje spadaju u ovu vrstu imaju poseban regulatorni tretman, koji se svodi na dve stvari. Jedna je uvođenje strožih kriterijuma u pogledu materijalnih elemenata regulacije, na primer u pogledu minimalne adekvatnosti kapitala. To može da prati i ranije uvođenje nekog regulatornog standarda. Na primer, uvođenje tzv. Bazel III za SIFI predviđeno je u kraćem periodu nego za ostale banke. Druga je stalno sprovođenje tzv. testova opterećenja (stress tests). Tim testovima pokazuje se koliko brzo i pod kakvim opterećenjem (na primer uvećanim problematičnim plasmanima) može da se naruši finansijsko zdravlje banke, čime se dobija informacija o tome koliko je koja od banaka rizična sa stanovišta opšte finansijske stabilnosti. Onda se prema rizičnim bankama koje su pokazale slabe rezultate na testu opterećenja mogu primeniti specifične, tim bankama prilagođene mere kojima se uvećava njihova otpornost prema rizicima bankarskog poslovanja.

Ovim se jasno pokazuje da se nova koncepcija bankarske regulacije zasniva na tome da banke imaju različite tretmane, u zavisnosti od toga s kojim se rizicima suočavaju i kakve su implikacije finansijskih teškoća pojedine banke na celokupnu finansijsku stabilnost. Ipak, ne treba polagati preveliku nadu u bankarsku regulaciju – ne treba biti uveren da će regulacija da spreči propadanje banaka i onemogući finansijsku nestabilnost. Reč je o tome da su i regulatori samo ljudi, a ljudska spoznaja je ograničena. Naročito u svetu finansija, u kome postoje brojne neizvesnosti. Napredak tzv. biheviorističke ekonomske analize doveo je do nalaza koji jasno pokazuju kakve sve greške čine ljudi pri donošenju odluka. Pri tome je analiza bila usmerena na one ljude koji se svojim odlukama na tržištu, tj. poslovnim odlukama u okviru finansijskog sistema, dovode do određenih ishoda. Iste takve, ako ne i veće greške čine ljudi koji se bave regulacijom banaka, tako da se po ko zna koji put

susrećemo sa dilemom da li je veća nesavršenost tržišta ili nesavršenost državne intervencije koja se nudi kao izlaz iz nesavršenosti tržišta.

INVESTICIONE BANKE

Već je napomenuto da investicione banke nisu banke u pravom smislu reči – ne primaju depozite, niti odobravaju kredite. Opštije, one ne prikupljaju novac na bilo koji način i nemaju odgovarajuće sopstvene plasmane u finansijsku imovinu, pa tako i nisu finansijski posrednici u užem smislu reči. Ali, u širem jesu jer povezuju one koji štede sa onima koji žele da troše, pošto imaju veoma važnu savetodavnu, tehničku i posredničku ulogu kod najsloženijih i najvećih finansijskih transakcija:

- kod izdavanja akcija i obveznica većih investitora (kompanija, država itd.), počevši od koncepcijskih pitanja, realizacije emisije do prodaje hartija i
- kod kompanijskih akvizicija i reorganizacija, tj. pomoć većoj kompaniji od koncepcijskih i operativnih pitanja do pribavljanja novca za kupovinu.

Pored toga, investicione banke obično poseduju i sopstveno brokersko/dilersko odeljenje za servisiranje velikih klijenata, od bogatih pojedinaca do država, a neke od njih trguju i investiraju za sopstveni račun, tako da imaju sopstveni hedž fond.

Poslove investicionog bankarstva u SAD obavljaju investicione banke, kao velike firme sa vrhunskom ekspertizom i uticajem na finansijski sistem. U Evropi ovi poslovi obično se obavljaju u univerzalnim bankama, odnosno u njihovim investicionim odeljenjima. Najveće investicione banke, odnosno investiciona odeljenja univerzalnih banaka jesu: Goldman Sachs, JP Morgan, Morgan Stanley, Bank of America Merrill Lynch, Citi, Deutsche Bank, Credit Suisse, Barclays, Wells Fargo i UBS.

Finansijska kriza iz 2008. odrazila se veoma negativno na investiciono bankarstvo. S jedne strane, poslovi su bitno smanjeni u sledećem periodu, a i sam sektor je doživeo teške udarce: od velikih pet američkih investicionih banaka, kriza 2008. odvela je u stečaj Lehman brothers i Bear Stearns, Meryll Linch je pripojena komercijalnoj banci, a Goldman Sachs i Morgan Stenley same su se pretvorile u bankarski holding kako bi dobile državnu pomoć i spasile se.

Zajednička crta investicionih banaka jeste pomoć kompanijama kod najkompleksnijih finansijskih operacija. Pogledajmo bliže najvažnije poslove investicionih banaka:

Emisije vrednosnih hartija[145]

Kada kompanija reši da dugoročno poveća raspoloživa sredstva, odmah se javlja više složenih pitanja: Da li izdati obveznice ili akcije, kada ih izdati i po kojoj ceni, da li javnom ponudom ili privatnim kanalima i slično? Kada se ova pitanja reše, treba obaviti papirološki posao registracije, potom emitovati hartije, naći kupce za njih i prodati ih po povoljnoj ceni i slično. Za najveći broj kompanijskih menadžera, čak i velikih kompanija, ovo su preteška pitanja jer ne poseduju dovoljna znanja i iskustva sa emisijama hartija od vrednosti da sami na njih daju odgovore budući da se ne pojavljuju često u životu kompanije. Ali, postoji neko drugi ko će rado pomoći u svim fazama posla: investiciona banka.

Savetodavna uloga tiče se koncepcijskih pitanja. Da li je povoljnije izdati obveznice ili akcije, a prema tekućim i očekivanim uslovima? Investiciona banka, koja svakodnevno prati i finansijsko i tržište kapitala, može dati dobar savet, polazeći, na primer, od kretanja kamatnih stopa (bitno za obveznice) i cena akcija kako date kompanije tako i u sektoru. Važno je pitanje i trenutka emisije hartije: ukoliko je dato preduzeće, na primer, imalo ne baš povoljan poslednji finansijski izveštaj, možda je bolje sačekati novi. Možda je prodajna cena hartije najvažnije pitanje cele emisije: ukoliko je preniska, kompanija gubi na prihodu, a ukoliko je previsoka, rizikuje se nepotpuna prodaja emisije, sa gubitkom na reputaciji, ali i eventualnim finansijskim gubitkom investicione banke ukoliko je preuzela celu emisiju (videti dalje). Taj posao radi se na osnovu raznovrsnih metodologija. Utvrđivanje cene nije teško ukoliko se akcijama ili obveznicama date firme već trguje, ali je znatno osetljivije ukoliko je u pitanju inicijalna javna ponuda.

Administrativna strana posla takođe je deo uloge investicione banke: ona će pomoći kod prijave emisije berzanskom regulatoru, što uključuje izradu prospekta na osnovu dju dilidžensa, tj. ispitivanja svih činjenica koje se smatraju relevantnim za valjanost finansijske operacije. Prospekt je potreban i potencijalnim investitorima kako bi se upoznali sa kompanijom i njenom prošlošću i budućnošću. Tu takođe spada rejtingovanje kompanije, obezbeđenje kotacije na berzi i slično.

Prodaja novoemitovanih akcija ili obveznica takođe spada u delokrug rada investicionih banaka, odnosno one je preuzimaju na sebe. Prodaja može ići javnom ponudom ili privatnim plasmanom. Ukoliko se odabere javna ponuda, sledeće je pitanje vrste uloge investicione banke: Da li će ona, obično sa konzorcijumom, biti *pokrovitelj emisije* (underwriter) i tako preuzeti na sebe ceo rizik prodaje hartije po utvrđenoj ceni ili će preuzeti hartiju u komisionu prodaju na osnovu načela *najvećeg truda* (best effort)?

Ovo pokroviteljstvo može biti na dva načina: (1) investiciona banka kupuje celu emisiju da bi je preprodala po nešto višoj ceni ili (2) investiciona banka garan-

[145] Šire o emisijama hartija od vrednosti u odeljku Akcije i berza.

tuje da će otkupiti sve neprodate hartije. Oba načina obično daju slične rezultate, a rizik za investicionu banku potiče iz mogućnosti da dođe do velikih promena na finansijskom tržištu između trenutka sklapanja ugovora o pokroviteljstvu i aktuelne prodaje, kada se vrednost emisije promeni, odnosno smanji na štetu banke. Radi smanjenja rizika, vodeća banka u poslu obično okuplja konzorcijum, sa podelom emisije i podelom dobiti po pro rata metodu. Kompanija emitent obično želi da prebaci rizik neuspeha emisije na investicionu banku i traži da ona bude pokrovitelj. Banka obično pristaje i time demonstrira svoje poverenje u emisiju i svoj rad, osim kod malih i rizičnih emisija kada uspeva da se izbori za metod najvećeg truda.

Privatni plasman označava prodaju emisije krupnim investitorima, bez posredstva berze. Osnovne prednosti jesu jeftinoća postupka i izbegavanje berzanskih pravila, a negativnu stranu predstavlja manja likvidnost hartije.

Investiciona banka, takođe, tehnički prodaje emisiju, bilo javnom ponudom, bilo privatnim plasmanom. Kod javne ponude deo emisije proda se malim investitorima preko mreže filijala investicionih banaka, a deo centralno institucionalnim investitorima.

Kao što se vidi, praktično sve poslove oko emisije hartija od vrednosti na razvijenim tržištima kapitala obavljaju investicione banke.

Spajanja i pripajanja[146]

Od 1980-tih godina, sa globalizacijom i tehnološkim razvojem, spajanja i pripajanja kompanija postaju važan deo delatnosti investicionih banaka. Svakako, intenzitet ovih organizacionih promena u kompanijskim poslovima zavisi od faze poslovnog ciklusa, odnosno od postojanja ili nepostojanja ekonomske ili finansijske krize.

Obično se smatra da investiciona banka ima četiri korisne savetodavno-analitičke uloge kod spajanja i pripajanja.

Prvo, investiciona banka može zainteresovanoj firmi sugerisati kandidata za kupovinu. Naime, ukoliko neko preduzeće želi da se, iz bilo kog razloga (diverzifikacija delatnosti ili kupovina kompanije iste vrste radi povećanja tržišnog udela itd.), reorganizuje spajanjem, odnosno pripajanjem sa drugom kompanijom, investiciona banka može preko svojih globalnih kontakata kako u ciljnom sektoru, tako i u ciljnom regionu lako i brzo da nađe kompanije koje zadovoljavaju postavljene kriterijume i može da proceni interes ove druge kompanije za preuzimanjem.

Drugo, investiciona banka obavlja sve analitičke poslove kako bi se mogla oceniti isplativost akvizicije odabranog kandidata, kao što su procena kvaliteta menadžmenta ciljane kompanije; pregled i ocena njenih finansijskih izveštaja i poslov-

[146] Šire o spajanju i pripajanju u odeljku Akcije i berza.

no-finansijske projekcije; procena budućih očekivanih gotovinskih tokova; određivanje procenjene vrednosti ciljane kompanije.

Treće, investicioni bankari, svojom vrhunskom ekspertizom i širokim iskustvom u sličnim poslovima, pomažu akvizitoru savetima oko strategije i taktike tokom pregovora sa rukovodstvom ciljane kompanije.

I četvrto, investiciona banka pomaže akvizitoru kod obezbeđenja finansiranja akvizicije, bilo savetom oko izbora načina finansiranja (izdavanje akcija ili obveznica, zajam kod banke itd.), bilo operativno kod realizacije odabranog metoda finansiranja.

Investiciona banka dobija naknadu za ove poslove, zavisno od obima i složenosti. Ona može biti fiksna, ali i izražena u procentu od ugovorene cene, odnosno vrednosti.

Ovakve kapitalne transakcije (spajanja, pripajanja i preuzimanja) veoma su bitne za privredni rast, budući da uvećavaju efikasnost, odnosno pospešuju privredni rast na osnovu rasta efikasnosti. Dva su osnovna mehanizma koja deluju na tom planu. Jedan je vezan za realizaciju ekonomije obima, čime se obaraju troškovi po jedinici proizvoda. Drugi je vezan za olakšavanje tzv. neprijateljskog preuzimana, a već je napomenuto da upravo ovaj oblik preuzimanja stvara veoma snažne podsticaje upravi preduzeća da dobro radi svoju posao i ostvaruje dobre poslovne rezultate jer je to jedini održivi način borbe protiv neprijateljskog preuzimanja.

Asimetrija informacija i investiciono bankarstvo

Asimetrija informacija igra i kod investicionog bankarstva važnu ulogu. Čak, može se razumno argumentovati da investicione banke postoje kako bi se rešio problem informacione asimetrije. S druge strane, ova asimetrija može doneti znatne probleme u funkcionisanju investicionog bankarstva, pa čak i kompromitovanje njegove uloge u ekonomskom životu. Pogledajmo detaljnije.

Zašto je kompaniji (ili drugom emitentu) uopšte potrebna investiciona banka da bi se prodale njene hartije od vrednosti na finansijskim tržištima? Kada bi kompanija mogla sama da obavi ceo posao emisije i da sama proda ove hartije – tada bi investicione banke bile sasvim nepotrebne i ne bi postojale. Ali, da bi neko bio spreman da kupi novoemitovane hartije od vrednosti od neke kompanije ili drugog emitenta, potreban je *neko* ko će da garantuje kvalitet tih hartija pred potencijalnim investitorima, pošto se pojedinim kompanijama, ma bile i najveće i najpoznatije, ne veruje budući da im je u interesu prikrivanje istine, odnosno prikazivanje poslovnih perspektiva u ružičastom svetlu. Taj *neko* su investicione banke, koje, u ime potencijalnih kupaca hartija od vrednosti, prikupljaju informacije o onome ko emituje obveznice i tim svojim aktivnostima umanjuju asimetriju informacija. Na taj način, investiciona banka na kraju postupka informacionog procesiranja raspoloživih podataka izdaje „sertifi-

kat", odnosno potvrdu o kvalitetu hartije i njenog emitenta i time hartiji otvara vrata finansijskog tržišta. Potencijalni investitori, na osnovu poverenja u ekspertizu investicione banke, sada veruju da imaju dovoljno pouzdanih informacija o emitentu i da su u stanju da donesu odluku o sopstvenom ulaganju. Ista logika važi i za savetodavnu ulogu investicionih banaka u spajanjima i pripajanjima ili u pripremi i izvođenju plana restrukturiranja kompanije u lošem stanju. I u ovim poslovima investiciona banka prikuplja i procesira informacije i, na osnovu njih, kredibilno potvrđuje kvalitet posla. Generalno gledano, znači, osnovni posao investicione banke jeste smanjenje asimetrije informacija, odnosno širenje raspoloživih informacija iz užeg u širi krug poslovne javnosti, čemu spoljni učesnici veruju u skladu sa reputacijom banke.

Ali, takva posrednička uloga između emitenta i kupaca dovodi investicione banke u poziciju u kojoj postoje protivrečni interesi, ne samo dveju pomenutih grupa već i same banke. Naime, prodavci hartija od vrednosti žele da informacije o njima budu pristrasne i u njihovu korist, da projekcija njihovog poslovanja u budućnosti bude optimistička, kako bi hartije od vrednosti prodali po što povoljnijim uslovima, uz što veći gotovinski priliv, odnosno uz što manju kamatu na koju se obavezuju da će je plaćati. Drugačiji je interes kupaca hartija, odnosno najmanje što oni žele jeste ulepšana slika koja će se kasnije, kada oni kupe hartije, pokazati netačnom. Taj konflikt interesa koji imaju različite strane u transakciji neminovno se preliva u konflikt interesa koji ima investiciona banka. S jedne strane, interes je investicione banke da objektivno iskazuje prikupljene informacije i da na taj način stiče reputaciju na tržištu u odnosu na konkurente. S druge strane, njen interes je i da isuviše optimistički iskazuje prikupljene informacije, insistirajući na dobrima i prikrivajući loše, kako bi se učinila usluga klijentu, u očekivanju da će njegova protivusluga biti stalno angažovanje upravo onoga ko mu je učinio tu uslugu.

Slično preoptimističko prikazivanje vrednosti hartije bilo je raširenо za vreme *sub prime* krize 2006–2007. godine, kada su postojeće američke hipotekarne hartije prepakivane i prodavane kao prvorazredne i veoma sigurne, iako su banke znale da to nije istina. To ih je do 2016. godine koštalo ogromnog novca: pet banaka pristalo je na poravnanje sa američkom državom vredno čak 35 milijardi dolara, odnosno toliko će ih koštati stari hipotekarni gresi![147] Ipak, ova poravnanja nisu uništila njihovu reputaciju (i dalje rade i zarađuju, a cena njihovih akcija se dobro drži), iako su u javnosti vrlo nepopularne.

I za samu investicionu banku, kao pokrovitelja emisije, nije svejedno koja će se visina cene novoemitovane hartije odrediti. S jedne strane, što se viša cena predloži prilikom inicijalne javne prodaje, veća je i provizija po akciji koju naplaćuje investiciona banka. S druge strane, međutim, što je viša cena, manja je verovatnoća da će se prodati sve hartije od vrednosti, što umanjuje prihod investicione banke, a

[147] *Washington Post*, April 11, 2016.

možda se, u zavisnosti od ugovora, i aktivira obaveza otkupa svih neprodatih hartija od vrednosti prilikom inicijalne javne prodaje.

U potrazi za novim klijentima, investicione banke mogu pribeći namernom određivanju isuviše niske cene vlasničkih hartija od vrednosti, odnosno ispod one do koje su došle nepristrasnom analizom tržišta akcija i poslovne perspektive kompanije koja izdaje akcije. Takvo, namerno određivanje isuviše niske cene naziva se spinovanje. Spinovanje je samo prvi korak u sledu događaja. Tako „spinovane" akcije nude se čelnicima velikih investitora korporacija koje su potencijalni klijenti investicione banke, uz njihovo obavezivanje da upravo tu investicionu banku, onu koja im je omogućila da dobiju „spinovane" akcije, angažuju u budućnosti. Reč je o tome da kupovinom akcija po ovako „spinovanoj" ceni (potcenjenoj) čelnici velikih korporacija dobijaju priliku da bogato zarade. Čim se uspostavi trgovina tim akcijama na sekundarnom tržištu, delovanjem ponude i tražnje uspostaviće se ravnotežna cena tih akcija koja je znatno viša. Tada novi vlasnici (oni koju su to postali pri ovakvoj „spinovanoj" ceni) mogu svoje akcije da prodaju po ceni koja je daleko iznad nabavne i da, na taj način, ostvare kapitalnu dobit.[148]

I tako investicione banke – u trouglu interesa dvaju klijenata i sopstvenog – ipak uspevaju (i pored povremenih slabosti) da sačuvaju reputaciju nepristrasnog „sertifikatora" i umanjivača informacione asimetrije. One su i dalje nezamenljive prilikom emisija hartija od vrednosti. Bez njih bi do ovakvih emisija dolazilo veoma retko, prikupljeni kapital bi bio daleko manji, a ogroman broj korporacija i svih onih drugih kojima je potreban kapital morali bi da ga pozajmljuju od banaka i srodnih institucija. A svođenje finansijskog posredovanja isključivo na bankarske institucije neminovno bi umanjilo nivo finansijskog posredovanja i, shodno tome, usporilo privredni rast.

Ekonomski efekti

Najpoznatija ekonomska korist od investicionih banaka potiče iz njihove posredničke aktivnosti na primarnom tržištu hartija od vrednosti (i akacija i obveznica), kada povezuju „štediše" i „potrošače" i time povećavaju likvidnost investicionog tržišta, omogućujući veći obim transakcija, odnosno investicija. A inicijalne javne ponude (IPO), kao kreacija novih akcija i obveznica, direktan su način povećanja investicija u jednoj zemlji, sa svakako pozitivnim uticajem na ekonomsku aktivnost i rast. Slične efekte poseduje sekjuritizacija, kao na imovini zasnovane hartije (ABS), koja uključuje na finansijsko tržište ranije neupotrebljavanu imovinu: stambenu i drugu.

[148] Takozvani globalni sporazum o poravnanju koji je 2002. godine postignut između javnog tužioca države Njujork i deset velikih investicionih banka eksplicitno je zabranio spinovanje, uz odštetu od 1,4 milijarde dolara i obavezu da se sve analize (nezavisno od toga kakvi su rezultati) do kojih dođu investicione banke javno objavljuju.

S prethodnim je povezana uloga selekcije dobrih projekata od onih drugih – investiciona banka ili emituje hartije od vrednosti ili odbacuje emisiju. A selekcija dobrih projekata predstavlja akciju od najveće važnosti za ekonomski rast.

Međutim, uloga investicionih banaka ne svodi se isključivo na delanje na primarnom tržištu hartija od vrednosti prilikom njihove emisije. One se, u ime svojih klijenata, pojavljuju i na sekundarnim tržištima hartija od vrednosti, kako na strani ponude, tako i na strani tražnje, tako da povećavaju vrednost trgovine na tim tržištima, odnosno pospešuju njihovu likvidnost koja je ključni preduslov za svakog investitora da kupi neke hartije od vrednosti.

Veoma je važna uloga investicionih banaka prilikom kapitalnih transakcija, pre svega u slučaja spajanja i pripajanja, odnosno preuzimanja preduzeća. Tada se investicione banke pojavljuju kao savetnici u takvoj kapitalnoj transakciji i olakšavaju je. Navedene kapitalne transakcije ključne su za restrukturiranje privrede, uvećanje njene efikasnosti i privredni rast na tom osnovu. Bez njih ne bi bilo moguće da se realizuju ove kapitalne transakcije.

Kapitalne transakcije spajanje, pripajanje i preuzimanje veoma su bitne za privredni rast, budući da uvećavaju efikasnost, odnosno pospešuju privredni rast na osnovu rasta efikasnosti. Tri su osnovna mehanizma uvećanja efikasnosti. Jedan je vezan za realizaciju ekonomije obima, čime se obaraju troškovi po jedinici proizvoda. Drugi je vezan za olakšavanje neprijateljskog preuzimana, a već je napomenuto da upravo ovaj oblik preuzimanja stvara veoma snažne podsticaje upravi preduzeća da dobro radi svoju posao i ostvaruje dobre poslovne rezultate, jer je to jedini održivi način borbe protiv neprijateljskog preuzimanja. Treći je vezan za saniranje preduzeća u krizi koja imaju perspektive, pri čemu investicione banke i ovde obavljaju savetodavnu i posredničku ulogu.

INVESTICIONE KOMPANIJE I FONDOVI

Uvod

Kako smo na početku ove knjige naveli, osnovna uloga finansijskog sistema jeste posredovanje između „štediša“ i „potrošača“. Pod potrošačima podrazumevali smo sve koji žele da u narednom periodu potroše više nego što imaju na raspolaganju. Neki od potrošača su pojedinci koji žele da uvećaju ličnu potrošnju i njima su namenjeni potrošački krediti i slični finansijski instrumenti. Ali, glavni „potrošač“ u jednoj zemlji jeste sektor privrede i veći deo ukupne štednje usmerava se prema njemu, korišćenjem raznih puteva, prvenstveno radi ulaganja u proizvodne kapacitete koji bi trebalo da donesu povećanje proizvodnje, prihoda i dobiti.

Sa stanovišta „štediše“, potreba drugih za njegovom štednjom predstavlja priliku za zaradu kroz ulaganje u neki od investicionih proizvoda. A njih je bez-

broj, u raznim oblastima: akcije, obveznice, depoziti u bankama, nekretnine, ulozi u preduzećima, derivati, plemeniti metali, umetnička dela, roba, numizmatički predmeti, stara vina i slično. Sve to može ulagaču, odnosno štediši doneti zaradu kroz porast cena dobra (iznad inflacije) i/ili kroz neposrednu isplatu (dividenda/profit, kamata, renta).

„Štediša" može da investira sam, kao pojedinac: može da kupi pojedine akcije, obveznice, može da kupi poslovni prostor i izdaje ga ili bilo šta drugo. Osim ukoliko je profesionalac u svetu finansija, pojedinačni investitor će se u pokušaju samostalnog investiranja odmah susresti sa nekoliko njemu gotovo nerešivih pitanja, kao što su:

- U šta od brojnih mogućnosti investirati? Kakav je dugoročni potencijal svake od mogućih investicija?
- Kako se nositi sa rizikom, budući da posedovanje malog broja pojedinačnih investicija nosi preveliki rizik, a individualni investitor teško da može sam da efikasno diverzifikuje portfelj?
- Kako savladati transakcione troškove, od upoznavanja sa stanjem tržišta i izborom konkretne investicije, preko administriranja investicije (registri, knjigovodstvo, porezi itd.) do raznih naknada i provizija koje treba platiti za razne usluge, a koji mogu biti visoki kod malih investicija?

Ova i slična pitanja navode pojedinca, bez obzira na veličinu njegovog kapitala, da ozbiljno razmotri alternativnu strategiju – uključenje u neki oblik kolektivnog investiranja, koje definišemo kao skup (fond) finansijskih instrumenata načinjen od uloga investitora koga vodi profesionalni menadžment i kod koga oni (investitori) učestvuju u pozitivnim ili negativnim rezultatima investiranja.

Doduše, veliki pojedinačni investitori, posebno institucionalni, kao penzijski fondovi i slični, ne moraju da se uključe u kolektivne šeme, već mogu da kod svog investicionog menadžera (brokera i slično) otvore tzv. *zaseban račun* i na njega ulože pozamašnu svotu (za pojedince se minimum izražava u stotinama hiljada dolara, a za institucionalne investitore u više desetina miliona). Uz odgovarajuću naknadu, investicioni menadžer vodiće investicione poslove ovog investitora u skladu s okvirnim sporazumom o investicionoj strategiji (na primer, naglasak na male firme sa očekivanim brzim rastom). U stvari, popularnost ovog sistema velika je u bogatim zemljama, a potiče iz fleksibilnosti i mogućnosti unošenja specifičnosti i restrikcija u investicioni portfelj kako odgovara svakom klijentu, uključujući i poreske pogodnosti (minimizacija poreza na kapitalne dobitke) i posebnu pažnju investicionog menadžera.

Kolektivne šeme investiranja

Da bi rešio pomenute probleme, individualni štediša može odabrati učešće u kolektivnoj investicionoj šemi, pod kojom, vrlo fleksibilno, podrazumevamo svaki način investiranja koji uključuje prikupljanje novca od različitih investitora i finansiranje investicija iz tako prikupljenih sredstava.

Uključenjem u kolektivnu investicionu šemu, pojedinačni investitor pokušava da reši pomenute probleme, odnosno ostvaruje neke prednosti u odnosu na individualni nastup:

- može se angažovati profesionalni tim koji će bolje voditi investiranje, odnosno omogućiti više prinose i bolji menadžment rizika;
- može se lako obaviti potrebna diverzifikacija portfelja kako bi se izbegla opasnost visokorizične zavisnosti od manjeg broja investicija;
- ostvaruju se smanjeni transakcioni troškovi po jedinici, a na osnovu ekonomije obima;
- kod većine fondova zadržava se likvidnost za investitora, odnosno on može lako da proda svoje učešće u fondu i dođe do gotovog novca.

Iako uglavnom pozitivne, pomenute vrline kolektivnih šema imaju i naličje jer:

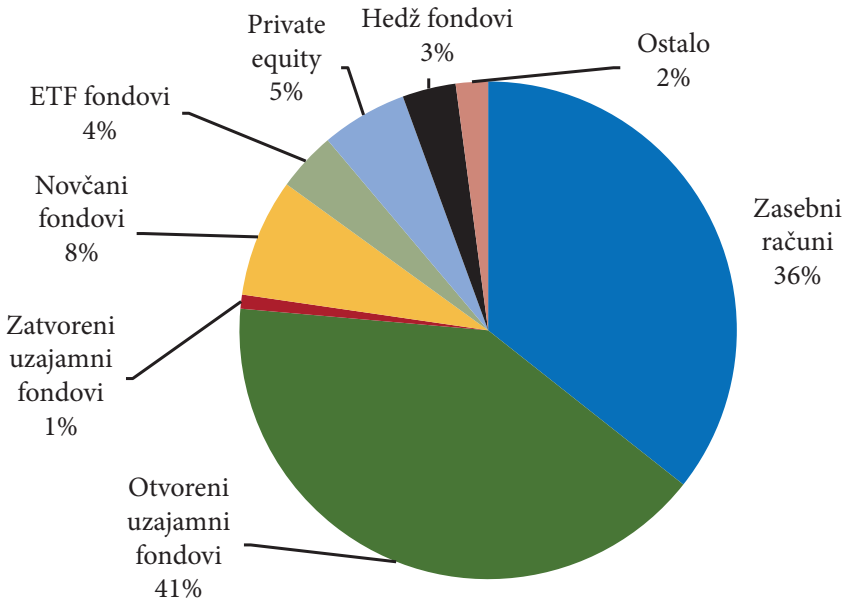
- profesionalni investicioni menadžment ne garantuje posebno visoke prinose, kao što će se kasnije videti;
- visoka diverzifikacija smanjuje rizik, ali istovremeno smanjuje i potencijalni prinos: visina zarade i visina rizika visoko su korelirani;
- ukupni operativni troškovi mogu biti relativno visoki zbog troškova investicionog menadžmenta, što vodi smanjenju neto prinosa;
- može se pojaviti moralni hazard, tj. kratkoročno uvećanje prinosa uz preuzimanje vrlo visokog rizika radi provizije.

Raznolikost investicionih fondova izuzetno je velika u zemljama sa razvijenim finansijskim tržištima, a posebno u SAD. Ona proističe kako iz razlika u ciljevima investiranja, preko različitih investicionih strategija, do razlika u organizaciji samih fondova. Najvažnija svrha ove raznolikosti jeste želja da se investitorima omogući širok izbor različitih opcija investiranja kako bi lako mogli naći neku koja im odgovara i onda uložili novac.

Na sledećem grafikonu prikazana je procenjena vrednost imovine u svetu koja se nalazi u investicionim fondovima i sličnim aranžmanima, prema Međunarodnom monetarnom fondu.[149]

[149] *Navigating Monetary Policy Challenges and Managing Risks*, Global Financial Stability Report, IMF, April 2015.

Slika 4.1 – Posredovanje u upravljanju imovinom, po tipu institucija



Izvor: Navigating Monetary Policy Challenges and Managing Risks, IMF, April 2015

Kao što se vidi, ukupna vrednost procenjuje se na 79 biliona dolara na kraju 2013. godine. Od toga je 41% lociran u otvorenim uzajamnim fondovima i čak 36% na zasebnim računima. Slede, sa znatno manje uloženog novca, novčani fondovi sa 8%, private equity sa 5%, ETF fondovi sa 4%, hedž fondovi sa 3% itd.

U nastavku ćemo pogledati nekoliko različitih važnijih vrsta investicionih fondova. Prvoj grupi pripadaju brojni fondovi namenjeni prvenstveno stanovništvu, ali i institucionalnim investitorima, kojima je potrebna regulatorna zaštita zbog manjka ekspertize i koji su skloni minimizaciji rizika, pa i po cenu smanjenja mogućih prinosa. Druga grupa su hedž fondovi, zatvoreni za široku javnost i orijentisani na riskantne finansijske operacije. Treća grupa su fondovi tzv. privatnog kapitala (private equity), koji ulažu u veće vlasničke pakete kompanija na duži rok, težeći unapređenju njihovog upravljanja i kapitalnim dobicima. Četvrta grupa su državni investicioni fondovi.

Investicioni fondovi za stanovništvo

Grupa sa daleko najvećim kapitalom u kome učestvuje stanovništvo, mada ne samo ono, jesu otvoreni (uzajamni) investicioni fondovi. Oni se obično definišu

kao fondovi novca prikupljenog od različitih investitora kojim se kupuju različite hartije od vrednosti (akcije, obveznice, novčani instrumenti i druge vrednosti, kao i njihove kombinacije).

Investicione fondove vode tzv. sponzori ili kompanije za upravljanje fondovima. Obično jedna takva kompanija vodi više fondova koji se uglavnom razlikuju po deklarisanoj investicionoj politici.

Otvoreni, zatvoreni i ETF fondovi

Osnovna podela uzajamnih fondova prema načinu funkcionisanja jeste na otvorene i zatvorene fondove.

Definišuća odlika *otvorenih fondova* jeste mehanizam izdavanja i otkupa akcija fonda: investitor kupuje akcije fonda od samog fonda, a ne na tržištu; time se povećava broj akcija, uz povećanje kapitala fonda; cena po kojoj fond prodaje akcije jednaka je neto vrednosti imovine (NAV) fonda po akciji, koja se utvrđuje svakog dana; fond je dužan da otkupi akcije koje investitor želi da proda, a po NAV ceni. Ovaj mehanizam dobro funkcioniše u dobrim vremenima jer lako dovodi do rasta kapitala fonda. Negativna strana mu je obaveza da se drži dosta gotovog novca (obično 4–6% kapitala) radi osiguranja likvidnosti za otkup akcija. Dodatno, u vreme pada tržišta može se pojaviti povećani pritisak investitora za otkup akcija, pa da je fond prinuđen da prodaje najbolje hartije iz portfelja da bi tome odgovorio, dok mu ostaju manje kvalitetne hartije.

Zatvoreni fondovi pri nastanku emituju određeni broj sopstvenih akcija koji se kasnije ne menja. Ovim akcijama trguje se na berzi, a cenu određuje tražnja investitora (nije automatski jednaka NAV-u). Često su namenjeni dugoročnijem investiranju i manje likvidnim oblicima imovine (nekretnine, infrastruktura, private equity) pošto menadžment ne mora da se brine o tekućoj likvidnosti fonda kao kod tipa otvorenih fondova.

Novija grupa fondova jesu *ETF fondovi* (exchange-traded funds), odnosno fondovi kojima se trguje na berzi. Vrlo su slični uzajamnim fondovima, osim što se njihovim akcijama trguje na sekundarnom tržištu. Zbog kontinuelnog trgovanja tokom dana popularni su kod drugih investitora kao mesto gde se može trenutno smestiti višak likvidnosti, a uz izvesnu zaradu. Nove akcije prodaju se većim investitorima u većim blokovima. Najčešće prate neki indeks, tj. ne vode aktivnu investicionu politiku, pa su im troškovi vrlo niski, a popularnost sve veća.

Budući da su namenjeni (i) građanima, funkcionisanje ovih fondova detaljno je regulisano u celom svetu. Stoga oni uglavnom trguju hartijama od vrednosti berzanskog tipa.

Akcije, obveznice, novčani instrumenti

Prema drugoj podeli fondovi se razlikuju po finansijskim instrumentima u koje se ulaže: dele se na one koji investiraju isključivo ili pretežno u akcije, obveznice i novčane instrumente.

Fondovi akcija predstavljaju grupu fondova sa najvećom investiranom vrednošću. Njihov osnovni cilj je obezbeđenje kapitalnih dobitaka investitora na osnovu dugoročnog rasta vrednosti akcija, iako je nekada isplata dividendi bila važna komponenta ukupnog prinosa ulagača. Brojne su unutrašnje podele ove grupe – prema nivou rizika, sektoru, državi, veličini kompanije, vrednosti ili rastu, aktivnom ili pasivnom investiranju itd. – i o njima će kasnije biti više reči.

Tržišni rizik je najveći rizik ove grupe fondova – da tržište akcija, iz bilo kojih razloga, krene nadole i umanji vrednost portfelja, što znači kapitalne gubitke i za fond i za investitore.

Fondovi obveznica na razvijenim tržištima takođe lako postižu diverzifikaciju portfelja, investirajući u obveznice različitih izdavalaca – države i njenih agencija, korporativnog sektora, inostranstva, pa zatim preko raznih rokova dospeća. Da li će ovi fondovi težiti maksimalnoj diverzifikaciji ili nekom užem segmentu tržišta stvar je investicione politike fonda. Ovi fondovi obično ne drže obveznice do roka dospeća, već njima trguju prema tržišnim okolnostima.

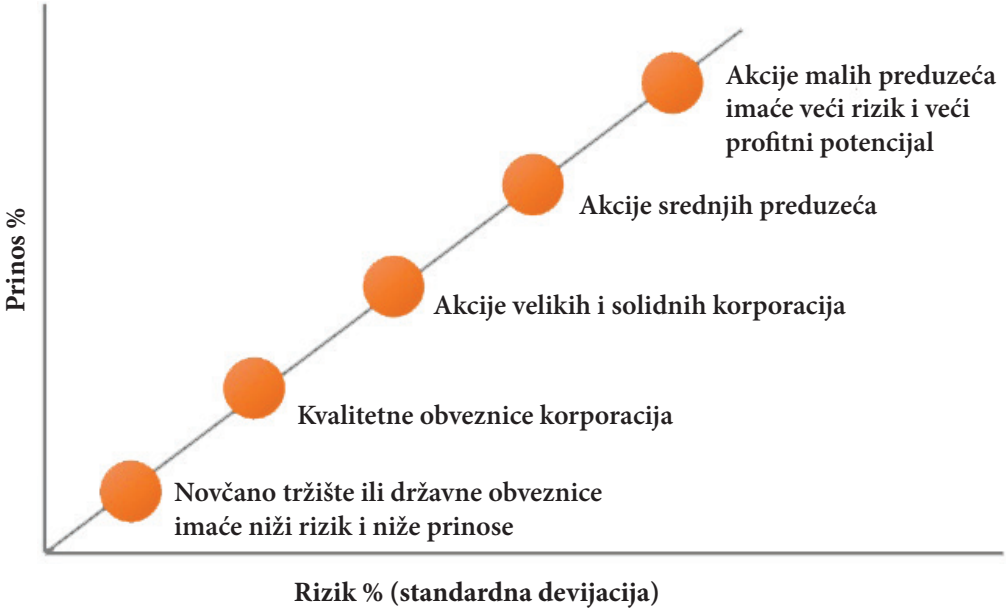
Mnogi fondovi obveznica redovno isplaćuju mesečnu dividendu, s tim da ona varira zavisno od prihoda fonda. Stoga su pogodni za investitore kojima je potreban redovan mesečni prihod. Oni kojima redovan prihod nije potreban mogu dividendu da reinvestiraju.

Jedan rizik investiranja u obveznice jeste kamatni – poznata je relacije da kada kamatna stopa poraste, cene obveznica padaju. Stoga je veći rizik kod obveznica sa dužom ročnošću, tako da i fondovi čije obveznice imaju dužu ročnost pokazuju veće promene vrednosti sa promenom kamatnih stopa. Drugi važan rizik investiranja u obveznice jeste kreditni – da izdavalac neće biti u stanju da nadalje isplaćuje svoje obaveze. Rizik obveznica prati se preko kreditnog rejtinga izdavalaca koji mere specijalizovane rejtinške agencije i kreću se od niskog rejtinga tzv. džank obveznica do visokog rejtinga suverenih dužnika poput SAD i Nemačke.

Novčani fondovi, kao treća kategorija investicionih fondova, investiraju u kratkoročne dužničke hartije kao što su obveznice ministarstva finansija ili komercijalni zapisi centralne banke i drugih izdavalaca. Investiraju isključivo u niskorizične i likvidne hartije i smatraju se sigurnim skoro kao bankarski depoziti.

Važna razlika među ovim vrstama fondova tiče se rizika i prinosa: novčani nose najmanji rizik i najmanje prinose, fondovi obveznica su srednji, a fondovi akcija donose najveće rizike i potencijalno najveće zarade. Evo ilustrativnog primera:

Slika 4.2 – Odnos rizika i prinosa



Veličina

Fondovi se razlikuju i po tome u kolike kompanije ulažu (pošto i od toga može da zavisi prinos). Nekada veće firme donose investitorima veću zaradu, a nekada ne.

Obično se koriste tri veličine: male, srednje i velike, a mera je tržišna kapitalizacija (cena akcije puta broj akcija). U SAD se malom kompanijom smatraju one čija je kapitalizacija do dve milijarde dolara, srednjom između dve i 10 milijardi, a velikom one čija je tržišna vrednost preko 10 milijardi dolara.

Specijalizovani fondovi

Da bi se zadovoljile preferencije investitora, ustanovljavaju se fondovi koji usmeravaju svoje investicije ka užim segmentima bilo ekonomije, bilo geografski posmatrano. Na taj način se u određenoj meri gube prednosti diverzifikacije, ali dobijaju potencijalno visoki prinosi.

Sektorski fondovi ciljaju na pojedine ekonomske sektore za koje se veruje da imaju dobre šanse za budući razvoj – tehnologija, zdravstvo, finansije itd. Sektorski fondovi imaju ekstremna kolebanja vrednosti. Postoji povećana verovatnoća visokog dobitka, ali i visok rizik da investicija propadne.

Regionalni fondovi omogućavaju jednostavno usmeravanje investicija u regione za koje investitor veruje da su perspektivni, kao Latinska Amerika, Evropa, Daleki istok, ili u pojedine značajnije zemlje, kao što su Kina, Brazil i slične. I ovi fondovi su visoko rizični jer je lako moguće da zemlja ili region zapadnu u krizu i donesu investitoru gubitke.

Aktivno ili pasivno investiranje

Ukoliko se pojedinac odluči za investiranje u investicioni fond, prvo pitanje glasi: Da li se treba opredeliti za fond koji vodi aktivnu ili koji vodi pasivnu investicionu strategiju?

Aktivno vođenim investicionim fondom upravljaju profesionalni menadžeri kao pojedinci ili sa timom investicionih analitičara. Oni donose sve investicione odluke, kao što su: koji će se finansijski instrumenti kupiti, od kojih kompanija, kada će se prodati i kupiti drugi, a sve u interesu članova fonda (investitora). Obično koriste sveobuhvatna istraživanja svih relevantnih okolnosti, od raznih tržišta, kompanija, sektora, pojedinih finansijskih instrumenata i slično i na osnovu njih donose investicione odluke.

Osnovni cilj aktivne investicione politike fondova jeste dostizanje maksimalnog prinosa investicija, odnosno najveća zarada za investitore. Operativni cilj obično je dostizanje većih prinosa nego što je prosečan prinos celog tržišta, ili, kod konzervativnije poslovne politike, zaštita vrednosti kapitala i minimizacija gubitaka ukoliko tržište krene nadole.

Uspešan investicioni menadžer može pravim izborom ulaganja postići visoke prinose, više nego što je tržišni prosek. On može preusmeravati novac fonda od kompanija, sektora ili regiona koji počinju da zaostaju ka onima koji obećavaju brži rast. Problem je, međutim, što je visoke prinose teško postići na kompetitivnom tržištu, gde svi imaju pristup jednakim informacijama i gde se ne smeju koristiti insajderske informacije.

Pasivna investiciona strategija podrazumeva odsustvo aktivnih investicionih poteza i pokušaj da se u velikoj meri ili u potpunosti prati celo tržište kroz odgovarajući izbor široko diverzifikovanog portfelja instrumenata. Tako fond *Vanguard S&P 500* u potpunosti preslikava najvažniji indeks akcija Njujorške berze S&P 500: sadrži iste akcije u istoj srazmeri. Drugi slični fondovi nešto manje široko diverzifikuju portfelj, a neki vrše diverzifikaciju na delovima tržišta: u nekom sektoru, nekoj zemlji ili grupi zemalja i slično. Ovi fondovi nemaju visoko kvalifikovane profesionalne investicione menadžere jer i kompjuterski algoritam može da obavi sitna prilagođavanja portfelja prema zadatim kriterijumima.

Već decenijama traje rasprava o tome koja od ove dve investicione strategije daje bolje rezultate. I praktično svako istraživanje pokazuje da pasivna strategija donosi investitorima više prinose nego aktivna. Tako Morningstarovo pokazuje da

u SAD „aktivno upravljani fondovi generalno imaju slabije rezultate nego njihovi pasivni konkurenti, posebno u dužem razdoblju, i imaju višu stopu mortaliteta (tj. mnogi se spajaju ili zatvaraju)“.[150] Slično tome, drugo istraživanje je pokazalo da samo 24% uzajamnih (otvorenih) fondova sa aktivnom investicionom politikom daje veće prinose nego pasivno vođeni fondovi. Prosečan ukupan prinos aktivnih fondova minimalno je veći nego kod pasivnih fondova u desetogodišnjem periodu (0,1% godišnje), ali kada se u obzir uzmu daleko više naknade koje investitori plaćaju profesionalnim menadžerima, onda je neto prinos pasivnih fondova vidljivo veći nego aktivnih – za 0,8% godišnje.[151]

Zašto neko uopšte investira u aktivne fondove? Ukoliko zanemarimo neznanje, verovatno mnogi nisu zadovoljni prosečnim performansama berzanskog indeksa, pa i fondova sa indeksnom orijentacijom, već traže aktivniju politiku koja može, kada je uspešna, doneti daleko veće prinose. Iako ta politika često nije uspešna, ipak šansa da se pobedi tržište može biti privlač na kod pojedinaca sklonijih riziku.

Rizici

Rizik je neizbežan deo investiranja, posebno za one koje ne zadovoljava uvek skromni prinos koji donose najsigurnija ulaganja, kao što su kratkoročne obveznice SAD ili Nemačke. Jer, kako kaže moderna teorija portfelja, postoji trejd-of između rizika i zarade: veći prinos moguć je samo uz veći rizik. Investitori koji žele veću zaradu moraju biti spremni na veća kolebanja vrednosti svog portfelja i moraju računati na duži period investiranja kako ne bi odustali posle prvih gubitaka. Svakako, ova veza rizika i zarade nije deterministička, već stohastička, pa je sasvim moguće da visoki rizik ne donese željeni prinos.

Postoji mnoštvo rizika koji utiču na performanse i fonda i individualnog portfelja. Neki rizici su opšte prirode i pogađaju sve klase finansijskih instrumenata, a neki su specifični za pojedine od njih. Navedimo najvažnije:

- *poslovni rizik,* odnosi se na mogućnost da će izdavalac akcije ili obveznice bankrotirati ili, u slučaju obveznice, da neće biti u stanju da isplati glavnicu ili kamatu;
- *tržišni rizik, ili sistematski rizik,* odnosi se na rizik da na celom tržištu (sektoru, regionu) dođe do pada vrednosti;
- *rizik nelikvidnosti,* tj. opasnost: (1) da investicioni fond ne bude u mogućnosti da lako prodaje imovinu fonda na tržištu i (2) da pojedinačni investitor ne bude u stanju da lako proda svoje učešće u investicionom fondu;

[150] Videti *Morningstar's Active/Passive Barometer*, June 2015, http://global.morningstar.com/activepassive June2015, posećeno 13.8.2015.

[151] Videti *Study: Only 24% of Active Mutual Fund Managers Outperform the Market Index*, http://www.nerdwallet.com/blog/investing/2013/active-mutual-fund-managers-beat-market-index/, posećeno 13.8.2015.

- *kamatni rizik* nastaje iz mogućnosti da kamatne stope porastu i smanje vrednost investicije u dužničke instrumente; dugoročnije obveznice više su izložene kreditnom riziku nego kratkoročnije;
- *rizik koncentracije*, kada se investira u mali broj instrumenata, pa je visoka izloženost riziku da će baš ti instrumenti imati nepovoljne tendencije;
- *inflacioni rizik,* odnosi se na mogućnost opadanja vrednosti neke hartije (na primer obveznice) zbog inflacionog smanjenja vrednosti novca;
- *kursni rizik,* javlja se kod investitora koji ulažu u inostrane hartije, pa nepovoljna kretanja kurseva mogu bitno smanjiti prinos investicije;
- *rizik leveridža,* nastaje kada fond koristi dužnički ili derivatni leveridž za uvećanje potencijalnih dobitaka, što se može pretvoriti u uvećanje gubitaka;
- *regulatorni rizik,* nastaje: (1) kada inostrani fond zbog diskriminacije ne može da ispolji svoje prednosti ili (2) kada se uvodi restriktivna regulacija koja pogoršava performanse svih fondova iste vrste;
- *politički rizik,* odnosi se na mogućnost da politički neredi, državne akcije i druge pojave nastale u političkoj sferi utiču na prinos investicija itd.

Investicioni rizik ne može biti eliminisan, već samo prilagođen investitoru kroz određenu vrstu diverzifikacije. Budući da pojedinačni investitori ne mogu uticati na investicionu politiku fonda, njima preostaje da odaberu fond koji odgovara njihovim preferencijama i visini i tipu rizika koji im odgovara.

Investicione strategija

Različiti fondovi i investicioni menadžeri imaju različite strategije. Prikazaćemo neke od njih povezano sa investiranjem u akcije.

Vrednost. Fondovi okrenuti vrednosti trude se da u mnoštvu kompanija nađu one čija cena akcija ne odražava fundamentalnu vrednost, već je niža. Razlozi potcenjenosti mogu biti različiti: od nepovoljnog kvartalnog rezultata do drugih teškoća kraćeg ili dužeg trajanja. Ukoliko tržište nije sigurno šta je posredi, moguće je da, radi povećanja sigurnosti ulaganja, potceni vrednost akcija i previše obori njihovu cenu. Opadanje cene akcija koje je znatnije nego što bi trebalo da bude može stvoriti mogućnost dugoročnog investicionog dobitka. Ukratko, traže se solidne kompanije čije akcije trenutno nisu popularne.

Kupovina jeftinih akcija predstavlja konzervativnu strategiju jer te akcije teško da mogu mnogo da opadnu, za razliku od visokovrednih akcija koje mogu imati oštar zaokret nadole čak i kod umereno neuspešnog kvartala. Problem sa ovom strategijom jeste taj što je danas, zahvaljujući bogatstvu informacija i brzini računara, teško naći neotkrivenu priliku za kupovinu jeftinih, a vrednih akcija. Drugi problem je i poslovni rizik jer niske cene nekih akcija realno odražavaju njihovu vrednost.

Ovi fondovi više su orijentisani na sigurnost nego na rast, pa stoga radije investiraju u zrele etablirane kompanije koje zaradu pretežno koriste za isplatu dividendi. Zato ovi fondovi obično produkuju više tekućeg dohotka nego fondovi orijentisani na rast, mada i oni imaju potencijal za dugotrajne kapitalne dobitke ukoliko se pokaže da je njihova procena potcenjene vrednosti akcija bila dobra.

Rast. Fondovi orijentisani na rast fokusiraju se na kompanije za koje investicioni menadžer veruje da će imati brži rast od proseka, mereno prihodima ili zaradom, ili koje reinvestiraju profit radi sopstvenog rasta ili akvizicija, umesto da isplaćuju dividende akcionarima.

Pored potencijala za veći prinos, ovi fondovi u opštem slučaju donose i veći rizik u odnosu na fondove orijentisane na vrednost. Oni donose bolje rezultate kada berzanske cene generalno rastu, a podbacuju u vreme pada tržišnih cena akcija. Stoga investiranje u ove fondove traži veću toleranciju na rizik i duži period investiranja.

Impulsno investiranje. Ovo je suprotna strategija od vrednosne: kupuje se brzo i prodaje brzo. Zasnovana je na uvidu da postoji tendencija akcija koje brzo rastu da nastave još neko vreme da rastu, kao i da kompanije koje imaju natprosečan rast zarada u jednom kvartalu često ga imaju i u sledećem. Stoga pristalice ove strategije na dobru vest kupuju, nadajući se da će cena dotične akcije nastaviti da raste još neko vreme, kada će prodati akcije sa velikom zaradom za kratko vreme.

Ovi fondovi igraju na velike zarade, ali su i rizici vrlo veliki. Glavni rizik je cenovni jer loša poslovna vest (niska zarada u kvartalu, na primer) može doneti veliki pad cene akcija. Stoga je prodaja akcija u pravom trenutku od najveće važnosti, pošto zakašnjenje može odneti ne samo ceo dobitak već i preko njega.

Rast osetljiv na vrednost. Ovo je klasična strategija traženja zdrave, rastuće kompanije čija je vrednost potcenjena. Predstavlja kombinaciju orijentacija na vrednost i na rast. Kada se uspe i pronađe takva kompanija, rezultat je odličan jer je rizik minimalan (kompanija je zdrava), a potencijalna zarada dobra. Jedina teškoća sa ovom strategijom jeste što gotovo svi pokušavaju da nađu takvu kompaniju, pa treba kopati dublje od ostalih.

Crna kutija/kvantitativne strategije. Ova strategija nije zasnovana ni na kakvoj filozofiji investiranja, već isključivo na detaljnim kvantitativnim istraživanjima pomoću raznovrsnih modela.

* * *

Investicioni fondovi namenjeni (i) stanovništvu nose različite rizike i koriste različite investicione strategije. Ipak, rizik ovih fondova ograničen je jer im nije dozvoljeno da koriste agresivne strategije. Naime, regulacija ovih fondova sprečava, odnosno onemogućava visok leveridž – bilo kroz zaduživanje, bilo korišćenjem derivata. Slobodno, agresivno investiranje rezervisano je za hedž fondove.

Hedž fondovi

O hedž fondovima uopšte

Hedž fondovi ili fondovi visokog rizika jesu investicioni posrednici koji prikupljaju novac od investitora i ulažu ga u hartije od vrednosti i druge finansijske instrumente. Nastali su kao finansijske institucije koje vrše hedžovanje, tj. osiguranje od rizika, pa odatle i naziv. Međutim, danas se prvenstveno bave investicionim poslovima, mada i tu postoji hedžovanje rizika.

Precizna definicija hedž fonda ne postoji, ali se veruje da oni poseduju sledeće osobine:

- gotovo potpuna fleksibilnost investiranja, uključujući i kratke pozicije;
- sposobnost da pozajmljuju novac i dodatno uvećavaju leveridž kroz derivate u težnji da povećaju obim investicija i prinose;
- investitori su bogati pojedinci i institucije, kao penzijski fondovi, zadužbine i drugi kompetentni investitori;
- državna regulacija je minimalna pošto se veruje da je reč o sofistikovanim investitorima;
- delimično su nelikvidni jer je mogućnost investitora da povuku novac ograničena ugovorima;
- naknade za menadžment su visoke, obično po pravilu „2 i 20“, što znači 2% od neto vrednosti imovine (NAV) i 20% povećanja NAV-a, tj. profita (Stowell, 2013, s. 219).

Dok su aktivno orijentisani uzajamni fondovi kombinacija aktivne i pasivne (indeksne) komponente, hedž fondovi isključivo su aktivistički orijentisani investitori koji ne prate berzanske indekse, već su okrenuti borbi za „apsolutne prinose“, tj. pozitivne prinose i onda kada tržište opada. Oni su, znači, suprotnost indeksnim fondovima koji teže da zarade prosečan tržišni prinos uz minimalne troškove. Neki ih zovu „uzajamni fondovi na steroidima“.

Suprotni su i private equity fondovima (videti dalje) jer su okrenuti kratkoročnim strategijama zarađivanja i stoga ulažu gotovo isključivo u visoko likvidne oblike imovine kako bi brzo mogli da nastave dalje. Ulažu u sve oblike imovine: akcije, obveznice, derivate, robu, valute i sve ostalo što može doneti novac.

Njihovo investiranje zasnovano je na težnji da se nadmaši tržišni prosek superiornom evaluacijom hartija od vrednosti i uspešnim trgovinskim strategijama, a uz dobru motivacionu strukturu: ne samo da je zarada uspešnih menadžera dobra nego su oni često vlasnici dela akcija fonda, tako da su i na taj način podstaknuti da ulože maksimalan trud da bi se postigli zadovoljavajući rezultati.

Zanimljivo je pogledati strukturu investitora u hedž fond u SAD: početkom 21. veka bogati pojedinci donosili su polovinu kapitala, a 2010. tek 24%; prvo mesto preuzeli su fondovi fondova sa 31%, znači fondovi koji ne investiraju direktno, već

kupuju akcije više hedž fondova, verujući u njihovu sposobnost da zarade; potom sledi korporativni sektor sa 19%, penzijski fondovi sa 16% i zadužbine i fondacije sa 10% (Stowell, 2013, s. 226).

S druge strane, hedž fondovi mogu biti samostalne institucije, ali i u vlasništvu drugih finansijskih institucija, posebno investicionih banaka.

Leveridž hedž fondova

Važna odlika hedž fondova jeste sofistikovano korišćenje raznih tehnika leveridža radi uvećanja sopstvenog portfelja iznad sopstvenog kapitala, što vodi uvećanju dobitaka ukoliko dođe do povoljnog kretanja cena imovine, mada leveridž takođe uvećava gubitke ukoliko do njih dođe.

Ovi fondovi koriste različite tehnike leveridža:

- *krediti banaka*, s tim da one traže deponovanje određene vrednosti hartija kao kolaterala:
- *repo transakcija*, sporazum kojim jedna strana (hedž fond) prodaje hartiju od vrednosti po određenoj ceni da bi je kasnije otkupila po višoj ceni, što je slično kratkoročnom zajmu; često se koristi za finansiranje kupovine akcija;
- *kratka prodaja*, kod koje hedž fond pozajmljuje hartiju od drugog lica i prodaje je, da bi kasnije otkupio istu hartiju kako bi je vratio tom drugom licu; koristi se kada se očekuje smanjenje cene dotične hartije;
- *upotreba derivata,* koji povećavaju leveridž, kako je već bilo reči.

Upotrebom leveridža hedž fondovi znatno uvećavaju svoje finansijske mogućnosti: procena je iz 2008. da je njihov leveridž bio tri do četiri puta veći od kapitala (Farrell *et al*., 2007).

Investicione strategije[152]

Da bi redovno ostvarivali apsolutne prinose, hedž fondovi primenjuju investicione strategije koje ostvaruju prinose nezavisno od opštih tržišnih uslova, što znači korišćenje strategija sa niskom korelacijom sa tržištem. Pogledaćemo neke od njih.

Dugačko-kratko kod akcija predstavlja pokušaj da se eliminiše rizik tržišta međusobnim poništavanjem dugačke (kupovina akcija) i kratke pozicije (pozajmljivanje akcija koje treba kasnije kupiti i vratiti). Uključenje kratke pozicije smanjuje korelaciju sa tržištem, donosi leveridž i omogućava da se igra ne samo na potcenjene već i precenjene kompanije. Klasičan primer strategije jeste izbor dveju sličnih akcija, pri čemu se jedna smatra potcenjenom, a druga precenjenom – na primer, kupuju se akcije Dajmlera, a uzima kratka pozicija kod BMW-a. Pošto obe

[152] Šire o ovim strategijama videti: Connor i Woo (2004).

akcije imaju sličan tržišni rizik, to strategija dugačko-kratko praktično donosi uklanjanje tržišnog rizika. Ostaje pojedinačni rizik dveju kompanija, a strategija pobeđuje uvek (čak i pri padu ili porastu obe akcije) ukoliko je pogođeno da će Dajmler proći bolje od BMW-a pošto će dobitak kod Dajmlera u principu (ukoliko je ulog jednak) moći više nego da nadoknadi gubitak kod BMW-a.

Arbitraža relativne vrednosti eksploatiše cenovne neefikasnosti kod pojedinih vrsta imovine. Jedan primer je „trgovina u parovima". Parovi su dve kompanije koje su konkurenti u sektoru i čije svakodnevno kretanje cena akcija ima jaku istorijsku korelaciju. Kada dođe do divergentnog kretanja ovih cena, hedž fond će uzeti kratku poziciju kod akcije čija cena raste i dugu poziciju (kupovina) kod akcije čija cena opada, kladeći se tako na ponovnu konvergenciju cena prema istorijskom obrascu. Ova strategija može doneti dosta novca, ali i gubitke ukoliko je korelacija definitivno nestala.

Događaji. Hedž fond može da iskorišćava neusklađenost cena prilikom anticipiranja pojedinih događaja, kao što su spajanja i bankroti.

Arbitraža kod spajanja jeste investiranje u obe kompanije (kupac i ciljana kompanija) po objavljivanju ponude za spajanje. Pošto između ponuđene i tržišne cene postoji spred nastao zbog neizvesnosti da li će do spajanja uopšte doći, hedž fond može kupiti akcije ciljane kompanije i šortovati akcije kupca, uz očekivanje da će cene ovih akcija konvergirati. Naravno, ostaje rizik da do merdžera neće doći.

Ili, izgledi na bankrotstvo ili finansijska slabost neke firme takođe predstavljaju mogućnost za zaradu. Jer, na primer, finansijska slabost firme može dovesti cene njenih akcija na nivo ispod prave vrednosti, a zato što ih tradicionalni fondovi (uzajamni i slični) ne smeju kupovati. Investiranje hedž fondova u ove kompanije donosi znatan rizik likvidnosti jer nije jasno kada će biti moguće prodati dotične hartije.

Taktička trgovina. Obuhvata različite podstrategije, od kojih ćemo pomenuti dve. Prvu čine globalni makrofondovi, koji investiraju na svetskom planu polazeći od globalnih uslova. Ova grupa obuhvata najveće hedž fondove, kao nekada Sorošev Quantum, a danas Bridgewater (87 milijardi dolara). Koriste sve tehnike leveridža, a bave se i dugovima zemalja u razvoju. Kada se loše govori o hedž fondovima, obično se misli na ovu grupu i njeno navodno podrivanje stabilnosti sveta.

Druga potkategorija jesu investicioni agenti za trgovinu standardizovanom robom (CTA), koji su specijalizovani u trgovini na tržištu fjučersa. Trgovina obuhvata fjučerse na plemenite metale, valute, finansijske instrumente ili robu na tržištima fjučersa u celom svetu. Obično koriste kompjuterske modele radi eksploatacije i najmanjih diferencija u ugovorima, ponderima i isteku rokova.

Performanse hedž fondova

Opšte je mišljenje da hedž fondovi po neto prinosima (posle umanjenja za sve naknade menadžmentu) ostvaruju nešto više prinose nego uzajamni fondovi ili berzanski indeks. Tako su u periodu 1996–2006. hedž fondovi imali prosečan godišnji prinos od 10,6% (HFR indeks), dok je MSCI indeks svetskih akcija dostigao 8,1%. Ali, tokom 2007–2008. MSCI indeks imao je pad od 20% godišnje, dok je HFR indeks imao pad od samo 5% (Stowell, 2013, s. 226). Ovi podaci bi bili povoljniji po hedž fondove ukoliko bi se gledao bruto prinos (neto plus naknade), znači merilo ono što je fond zaradio svojim investiranjem. Jer, naknade za hedž fondove su visoke i znatno više nego kod uzajamnih ili ETF fondova, pa je i razlika u bruto prinosu svakako veća u korist hedž fondova.

Ali, pomenuta statistika prinosa nije pouzdana pošto postoje ozbiljni metodološki problemi nastali zbog dobrovoljno podnetog i nekompletnog statističkog materijala, pošto ne postoji obaveza hedž fondova da zvanično saopštavaju svoje finansijske i druge izveštaje.

Koja je korist od hedž fondova?

Rasprava oko koristi od hedž fondova dugotrajna je i intenzivna. U medijima su oni odavno nepopularni, ali se u akademskoj javnosti i dalje sučeljavaju različita mišljenja. Ne pokušavajući da prikažemo sve argumente, u nastavku ćemo izneti nekoliko funkcija koje, prema onima koji pozitivno gledaju na njihovu aktivnost (Muhtaseb, 2013), obavljaju u korist finansijskog sistema i šireg ekonomskog okruženja.

Prvo, hedž fondovi tokom nekoliko poslednjih decenija preuzimaju u više zemalja ulogu one institucije koja obezbeđuje likvidnost na finansijskim tržištima (akcije i obveznice). A bez likvidnosti, tržišta bi presušila, sa negativnim posledicama po ekonomski život. Hedž fondovi su, kako kaže nobelovac Myron Scholes, preuzeli na sebe funkciju likvidnosti od drugih institucionalnih investitora (na primer, investicionih banaka), koji su se povukli u lagodnija područja naplate naknada, a bez većih rizika (Scholes, 2004). I zaista, procenjuje se da oni raspolažu sa 5% američkih akcija, ali da ostvaruju u proseku 30% berzanskog prometa. Ili, u 2010. godini trgovali su sa 20% američkih državnih obveznica. Mogućnost investitora da lako proda svoju hartiju na likvidnom tržištu, gde uvek ima kupaca, održava ova tržišta u kratkom roku, ali i privlači investitore u dugom, jer znaju da će najverovatnije postojati potrebna likvidnost.

Drugo, hedž fondovi preuzimaju rizike sa investitora koji žele da ih prebace na nekog drugog i prenose ga na budućnost, odnosno na drugog učesnika koji će biti spreman da ga primi. Pošto su investitori spremni da plate za uslugu transfera rizika, očigledno je da je reč o korisnoj ulozi hedž fondova, odnosno o jeftinijem aranžmanu u odnosu na alternativne.

Treću korist predstavlja to što hedž fondovi neposredno kreditiraju privredu, i to deo privrede koji, zbog višeg rizika, ne nailazi na podršku banaka. Hedž fondovi pozajmljuju iz špekulativnih razloga i svoje zajmove odmah prodaju, ali je korist već učinjena.

Četvrto, deo hedž fondova drži se strategije akcionarskog aktivizma: kupi do 10% akcija ili odgovarajuće derivate i vrši pritisak na upravu kompanije da unapredi poslovanje (smanjenje troškova, povećanje ili smanjenje leveridža, prodaja dela imovine, delimična preorijentacija poslova itd.), što bi vodilo povećanju vrednosti kompanije. Ovo je, nema sumnje, korisna aktivnost.

Peto, deo hedž fondova bavi se kompanijama u teškim problemima (distress), kupujući njihove dugove i pokušavajući, i kroz reorganizaciju u skladu sa zakonodavstvom o bankrotstvu, da ih povrati u život i poveća im vrednost.

Na kraju, važno je učešće hedž fondova u stvaranju, zajedno sa investicionim bankama, i primeni finansijskih inovacija. Jedan pravac predstavljaju arbitražne aktivnosti, gde su modelsko-kompjuterska unapređenja omogućila daleko bolje kvantitativne analize i inteligentniju arbitražnu trgovinu. Zatim, tu je i razvoj brojnih derivata i srodnih instrumenata. Sve je to omogućilo hedž fondovima da se uključe u poslove potrošačkih zajmova, hipoteka, kreditnih kartica i sličnog, koji su ranije bili rezervisani za banke. Opštije gledano, finansijske inovacije proširile su polje aktivnosti hedž fondova na oblasti koje im ranije nisu bile dostupne, sa sve kompleksnijim operacijama. Ovo poslednje izaziva zabrinutost regulatora da hedž fondovi donose sistemski rizik, odnosno da pad nekih od njih može ugroziti stabilnost finansijskog sistema.

Private equity

O private equity uopšte

Pod pojmom *private equity* u ekonomskoj literaturi podrazumeva se vlasnički kapital koji se ne kotira na berzama, tj. posredi su kompanije zasnivane na takvom kapitalu. U našoj zakonskoj terminologiji to bi suštinski bio kapital društava sa ograničenom odgovornošću i zatvorenih akcionarskih društava.

Osnovna differentia specifica private equity fondova jeste njihovo investiranje u krupnije uloge u kompanijama sa namerom da znatno kasnije, posle unapređenja ili rasta kompanije koja je u pitanju, prodaju svoj udeo i zarade na kapitalnom dobitku. Bilo da investiraju u manjinski bilo u većinski paket, PE fondovi obično se trude da doprinesu poslovanju kompanije ne bi li joj tako uvećali vrednost. Čak i kada je paket manjinski, kao kod venčer fondova, on je često prilično veliki, na primer 30%, pa stoga ima znatnog uticaja na zbivanja u kompaniji.

PE investicije najčešće se plasiraju u manje kompanije, one koje se ne kotiraju na berzama. Čak i ukoliko se kupi neka veća, kotirana kompanija u slučaju LBO-a,

ona se delistira sa berze i prevodi iz statusa otvorenog akcionarskog društva u private equity firmu, odnosno u društvo sa ograničenom odgovornošću. Smisao ovog poteza leži u želji da se uklone regulatorna ograničenja koja nameće status otvorenog akcionarskog društva (finansijsko izveštavanje, složena struktura upravljanja itd.) i da se jednostavnijim upravljanjem i orijentacijom na duže rokove (berza traži stalni profit) obezbedi neometano unapređenje poslovanja i rast vrednosti kompanije.

PE firme obično planiraju internu stopu prinosa od najmanje 20%, ne toliko zbog težnje za velikom zaradom već i kao kompenzaciju za dosta česte neuspehe. Krajnji prinos zavisi od visine leveridža, sposobnosti ciljane kompanije da iz svog gotovinskog toka servisira dugove, politike dividendi i eventualne strategije izlaska iz firme.

PE preduzeće (i njegovi vlasnici) ulažu i sopstveni kapital u ciljana preduzeća, istovremeno sa opštim investitorima u fondove. Takođe, i menadžment koji se postavlja u ciljana preduzeća često i sam ima kapitalni ulog, tako da su PE firme i menadžeri i sami lično vrlo zainteresovani za rezultate investicionih poduhvata. Takva dobra motivaciona struktura onih koji odlučuju povećava šanse na uspeh investicija.

PE preduzeće i investitori

Jedno PE preduzeće obično ustanovljava i vodi više PE fondova. Ulaganje u private equity fond bitno je različito u odnosu na investiranje u uzajamne ili ETF fondove po više osnova. Private equity fondovi jesu tipični zatvoreni fondovi koji funkcionišu na određeno, ograničeno vreme, obično do deset godina. Zatvoreni su i hedž fondovi, ali su okrenuti kratkoročnim investicijama i ne kupuju kompanije radi njihovog vođenja, već eventualno akcije radi špekulacije.

PE fondovi započinju poslovanje prikupljanjem sredstava od investitora različitih vrsta: od penzijskih fondova, osiguravajućih društava, državnih (suverenih) fondova, bogatih pojedinaca i slično. Sve njih privlači šansa da kroz PE fondove ostvare prinose koji će nadmašiti uobičajene tržišne rezultate (i uzajamne ili ETF fondove). Pri osnivanju fonda, PE preduzeće i investitori (a njih je manji broj) sklapaju ugovor kojim regulišu međusobne odnose, a prvenstveno naknade koje fond plaća PE firmi.

Drugu fazu čini investiranje u kompanije (mlade i perspektivne, zrele sa potcenjenom vrednošću, firme sa teškoćama itd.) i rad na njihovom unapređenju i povećanju vrednosti. Na kraju dolazi "vreme žetve", odnosno period u kome se naplaćuje trud i uzima prinos investicija. U stvari, žetva predstavlja prodaju uloga fonda u kompanijama, čija je vrednost, ako je sve išlo dobro, u međuvremenu bitno porasla. To se odvija postepeno i pojedinačno. Investitor tokom postojanja fonda prima obično skromne dividende, ukoliko ih ima, a glavni prihod dolazi prilikom prodaje uloga u kompanijama. Tada se investitoru vraća uloženi novac sa zaradom, ukoliko je ima.

Investitor ne može ni da zatraži od fonda da otkupi njegov ulog, kao kod otvorenih fondova. Ovde je ulog dugoročno vezan za fond, do njegovog gašenja. Doduše, investitor može da svoj ulog proda na sekundarnom tržištu, ali je to znatno komplikovnije nego kod akcija i obično se čini sa diskontom.

Rizici PE investicija su veliki. Posebno su ozbiljni oni koji potiču iz stagnantne ekonomije, bez rasta. Tada je teško rehabilitovati kompaniju ukoliko je njeno tržište stagnantno i ukoliko su se finansijske okolnosti pogoršale – možda zbog rasta kamatnih stopa, ili zastoja u kreditiranju. Takođe, teško je i prodati kompaniju koja je možda u prethodnom periodu brzog rasta kupljena po relativno visokoj ceni. Ovakve teškoće su PE firme doživele od 2007. naovamo.

PE firme se ne gase zajedno sa pojedinim fondovima, pošto one stalno otvaraju nove: jedni fondovi se gase, jer im je istekao rok trajanja, a drugi osnivaju.

Tipovi aktivnosti

Private equity investicije poseduju više međusobnih sličnosti, ali se ipak može izdvojiti nekoliko uočljivih vrsta.

LBO investicije. Otkup kompanije uz pomoć leveridža (LBO) sastoji se iz kombinacije fondova investitora (PE fonda) sa pozajmljenim sredstvima kako bi se pozajmljivanjem uvećao kapacitet fonda. PE fond obično kupuje većinski paket ili celu kompaniju kako bi preuzeo upravljanje i donosio sve strateške odluke, a radi povećanja profitabilnosti. O LBO-u je detaljnije bilo reči u odeljku 4.9.4.

Venčer fondovi. Ovi fondovi investiraju u tek osnovane kompanije ili u kompanije u ranoj fazi razvoja. Obično se kupuje manjinski paket akcija, tako da kontrolu zadržavaju osnivači, ali im venčer fondovi pomažu na razne načine u radu i razvoju. Venčer investicije su riskantne jer kompanije nemaju nikakvu (pozitivnu) istoriju, ali mogu doneti spektakularne rezultate. O venčer kapitalu bilo je više reči u odeljku 4.5.2.

Kapital za rast. Sličan je venčer kapitalu, ali su cilj ovih investicija zrelije kompanije, koje već posluju i pokazuju potencijal. I ovde fond ulaže u manjinski paket, obezbeđujući tako kapital za dalji rast. Investicija je stoga manje špekulativna nego kod venčer kapitala, a i rezultati su manje dramatični.

Distressed PE. Ovi fondovi su specijalizovani za ulaganja u kompanije koje se nalaze u ozbiljnim finansijskim i operativnim teškoćama i ne mogu da servisiraju svoje obaveze ili se čak nalaze u postupku stečaja. Zbog stanja u kome se nalaze, hartije od vrednosti ovih kompanija – bilo dužničke, bilo vlasničke – mogu biti vrlo jeftine i zato atraktivne. Ukoliko se kompanija spase i rehabilituje, zarada može biti izuzetno visoka. Ali, i rizik propasti i stečaja je obično ozbiljan, a on bi učinio hartije ciljane kompanije bezvrednim.

Ukoliko se proceni da se kompanija može spasiti, PE fond kupuje akcije, eventualno prevodi kompaniju u status društva sa ograničenom odgovornošću i

preduzima program restrukturiranja i povratka u zdravo finansijsko stanje i na put profita. Važan deo je radikalna promena menadžerskog tima, pri čemu novi dobija snažne finansijske motive da uspe.

Ukoliko program postigne cilj, fond će ostvariti zaradu prilikom prodaje kompanije ili udela u njoj. U kompanije sa finansijskim teškoćama ulažu i hedž fondovi, ali razlika i dalje postoji: dok hedž fondovi i ovde obično traže kratkoročna rešenja, prvenstveno u okviru finansijskog inženjeringa, PE fondovi se orijentišu na dugoročna rešenja.

Efekti na privredni rast

Ukoliko kod nekih drugih investicionih aktivnosti (kao kod hedž fondova) može postojati sumnja da li su bar neke od njihovih aktivnosti korisne (špekulacija, na primer) ili nisu, kod PE aktivnosti takve dileme praktično ne postoje. Jer, već iz samog izbora firmi kojima se bave i tehnika rada sa njima jasno proizilazi da su rezultati usmereni na pozitivan doprinos poslovanju tih preduzeća i, samim tim, privrednog napretka u celini.

S jedne strane, PE fondovi ulažu u mlada, perspektivna preduzeća i pomažu im da napreduju što brže mogu, podstičući tako ekonomski progres u sopstvenom interesu, budući da nema sumnje da je razvoj novih firmi, obično u novim granama privrede, vrlo koristan jer podstiče inovacioni zamah, obezbeđuje nova radna mesta i povećava bruto domaći proizvod.

S druge strane, PE fondovi bave se i kompanijama sa teškoćama – manjim kada je reč o LBO preuzimanjima i većim kada su u pitanju firme sa ozbiljnim teškoćama (distressed) – vodeći ih iz nepovoljnog stanja u proces ozdravljenja i napretka.

Veliko trogodišnje istraživanje Svetskog ekonomskog foruma o PE investiranju donelo je očekivane rezultate:[153]

- u preduzećima preuzetim kroz LBO zabeležene su velike investicije u inovativne procese;
- ova preduzeća čine grupu sa najboljim menadžmentom, boljim nego u javnim kompanijama (sa kojima se trguje na berzi) i ostalim privatnim preduzećima (porodična i slična);
- u ovim preduzećima produktivnost znatno brže raste nego u proseku privrede, pri čemu se deo dobitka preliva zaposlenima kroz povećanje zarada;
- u Francuskoj PE fondovi predstavljaju motore rasta zaposlenosti, produktivnosti i imovine malih i srednjih preduzeća;
- sektori u kojima su aktivni PE fondovi brže rastu nego ostali sektori mereno ukupnom proizvodnjom, dodatom vrednošću ili zaposlenošću, s tim da nije posredi obrnuta uzročnost – da PE fondovi biraju bolje firme (naprotiv).

[153] *Globalization of Alternative Investments, Working Papers Volume 3, The Global Economic Impact of Private Equity Report 2010*, World Economic Forum, December 2009, str. VII–VIII

Slično, povoljna su i evropska iskustva:[154]

- PE firme *podstiču inovacije* kako direktno, alocirajući sredstva za razvoj novih proizvoda i procesa u kompanijama u koje investiraju, tako i indirektno, podržavajući mlade i nove firme koje su obično inovativnije od proseka;
- PE firme donose poboljšani menadžment i bolju alokaciju resursa, pa na taj način doprinose rastu produktivnosti i privrednom rastu, uz to, poboljšano upravljanje doprinosi povećanju investicija u fizički kapital, pa time i neposredno privrednom rastu;
- aktivnost PE preduzeća dovodi i do nove zaposlenosti u mladim preduzećima čije finansiranje i rast potpomaže kroz venčer fondove; doduše, prilikom restrukturiranja kompanija sa teškoćama u poslovanju dolazi i do smanjenja zaposlenosti, ali je to pozitivan proces ozdravljenja, kome alternativa može biti stečaj, sa otpuštanjem svih zaposlenih;
- rast produktivnosti dovodi do privrednog rasta i posrednim putem: preko jačanja konkurentnosti i datih kompanija i cele privrede na svetskom tržištu.

Pitanje kretanja zaposlenosti u LBO preduzećima definitivno je rešeno najnovijim velikim istraživanjem:[155] pokazalo se da je zaposlenost manja nego kod ostalih samo za 0,9%, ali uz bitno smanjenje kroz gašenje neproduktivnih pogona i bitno povećanje kroz otvarenje novih, znatno produktivnijih. U osnovi, LBO donose realokaciju zaposlenosti iz zaostalih u perspektivne aktivnosti, uz povećanje totalne faktorske produktivnosti.

OSIGURAVAJUĆA DRUŠTVA

Osiguravajuće kuće predstavljaju značajnu klasu finansijskih posrednika iz više razloga:

- u mnogim zemljama imovina osiguravajućih kuća slične je veličine kao imovina banaka;
- osiguravajuće kuće preuzimaju i trguju rizicima i na veliko i na malo;
- od početka ovog veka bankarske i osiguravajuće funkcije sve više počinju da se kombinuju u okviru jedne institucije i
- bankarstvo i osiguranje povezani su koncepti pošto postoje sličnosti između udruživanja rizika u bankarstvu i u osiguranju.

Osiguravajuće kompanije su finansijski posrednici i zato što prikupljaju premije osiguranja koje ostaju investirane sve dok se ne koriste za odštete ili tran-

[154] *Exploring the impact of private equity on economic growth in Europe*, Frontier Economics, London, May 2013.

[155] Kupljenih firmi 3.200 kroz LBO sa 150.000 pogona, period posmatranja 1980–2005; videti: Davis *et al.* (2014).

sferuju u sopstvenu zaradu. One pokušavaju da zarade od premija koje naplaćuju za preuzimanje rizika. Osiguranje se može shvatiti i kao vrsta *put opcije,* o kojoj je bilo reči u odeljku o derivatima: osiguravajuća kompanija prodaje osiguraniku put opciju (polisu), koja ga košta i umanjuje njegovu imovinu, ali smanjuje rizik znatno većeg gubitka vrednosti imovine, hartije od vrednosti ili neke druge (Neave, 2009).

Osnove osiguranja

I pojedinci i privredna preduzeća suočavaju se sa rizicima, tj. sa neizvesnošću o mogućoj pojavi gubitka. Rizika ima raznih vrsta, od rizika oštećenja ili gubitka imovine, rizika slabog zdravlja, rizika smrti, rizika da pojedinac nadživi sopstvena sredstva i tako dalje. Neki od rizika mogu biti izbegnuti – na primer rizik pogoršanja zdravlja zbog pušenja – ali neki drugi ne mogu, kao rizik od požara, već se pojedinac ili institucija moraju za njih nekako pobrinuti bilo da sami podnesu njihove posledice (na primer, da sami plate izgradnju nove kuće umesto uništene), bilo da ih unapred pokušaju smanjiti (ugradnjom sigurnosnih pojaseva u kolima ili senzora za dim u kući), bilo da transferišu rizik na nekog drugog (osiguranje).

Osiguranje predstavlja transfer rizika sa pojedinca ili pojedinačne institucije na finansijsku instituciju koja sabira (udružuje) rizike gubitka i obezbeđuje plaćanje naknade ukoliko do gubitka dođe. Sa stanovišta osiguranika osiguranje se može definisati kao „razmena neizvesnog gubitka nepoznate veličine za mali poznati gubitak (premiju)".

Osnovna ideja osiguranja jeste udruživanje velikog broja onih kojima preti neki rizik, ali i očekivanje da stvarni događaj rizika, sa gubitkom, pogodi mali broj njih, tako da taj gubitak malog broja lako podnesu svi vrlo brojni osiguranici.

Visina premija osiguranja određuje se aktuarskim metodima, tj. primenom matematičkih i statističkih tehnika. Osnova je verovatnoća zbivanja rizika i visina potencijalnog gubitka. Kod životnog osiguranja, na primer, potrebno je odrediti broj ljudi u datoj grupi koji će umreti i sa koliko godina; radi toga se prave mortalitetne tablice, a na osnovu obilja istorijskih podataka.

I osiguranje pati od problema asimetričnih informacija i moralnog hazarda, čak u toj meri da su ovi pojmovi i nastali u oblasti osiguranja. Asimetrija informacija ovde označava stanje u kome osiguranik zna više o svojim rizicima nego osiguravajuća kuća, na primer o svom zdravstvenom stanju, i čak ima podsticaj da ga prikriva kako bi rizike predstavio manjim i platio nižu premiju osiguranja. Ali, postoje i mišljenja da je pitanje da li kupac polise zaista uvek više zna od osiguravajuće kuće, počevši od očekivanog trajanja sopstvenog života do brojnih važnih odredaba osiguravajućeg ugovora (Zweifel i Eisen, 2012, s. 266).

S tim je povezana pojava tzv. negativne selekcije, kada polise osiguranja natprosečno u odnosu na celu populaciju kupuju oni sa visokim rizikom, na primer

pušači ili oni koji prebrzo voze kola, dok ispotprosečno kupuju oni sa niskim rizikom, pošto je za njih skupa polisa zasnovana na prosečnoj ceni, odnosno prosečnoj verovatnoći nepovoljnog događaja. Tome osiguravajuća kuća pokušava da doskoči prikupljanjem detaljnih informacija o osiguraniku i uključenjem pomoćnih sredstava, kao što su participacija osiguranika i neplaćanje dela nastale štete.

Moralni hazard je pojava da osiguranik sam određuje nivo rizika, a da trošak tog izbora podnosi neko drugi. Tako osiguranik manje izbegava negativni događaj kada je osiguran nego kada nije i, na primer, manje čuva kuću od krađe kada je osiguran – ne ugrađuje sigurnosne sisteme, ne drži pse čuvare i slično. Stoga moralni hazard vodi povećanju rizika od krađe, zbog čega rastu i premije osiguranja od krađe. S druge strane, osiguravajuće kuće i ovde se suprotstavljaju moralnom hazardu uvođenjem participacije, neplaćanjem dela nastale štete, prilagođavanjem cene polise i drugim tehnikama koje bi trebalo da podstaknu osiguranika da i sam radi na smanjenju rizika.

Vidovi osiguranja

Uobičajena je podela osiguranja na životno i neživotno osiguranje, sa izvesnim podvrstama i dodatnim vrstama.

Životno osiguranje trebalo bi da obezbedi zaštitu od dva različita rizika: prerane smrti i (sa stanovišta sopstvene imovine) dugotrajnog života. Svakako, smrt je prerana bez obzira na starost, dok na dugotrajan život normalno ne deluje neželjena mogućnost. Ipak, sa praktične strane gledano, prerana smrt može biti finansijski udarac za porodicu i zavisne članove porodice umrloga budući da on nije stigao da na odgovarajući način pripremi finansijske aranžmane za one koji od njega zavise. Takođe, pojedinac koji dugo živi može da nadživi svoju imovinu i svoje zarađivačke sposobnosti, odnosno da ostane bez sredstava za život.

Po smrti pojedinca, korisnik (članovi porodice) obično ima pravo na obezbeđenje izvesnog dohotka, koji se isplaćuje bilo jednokratno, bilo u obliku mesečne rente, kao i pravo na nadoknadu neposrednih troškova. Problem ostajanja bez sredstava u slučaju dugog života pojedinca može se rešiti polisom životnog osiguranja koja tom korisniku obezbeđuje mesečnu isplatu (rentu) do kraja života (bez obzira na dužinu). Ove dve vrste osiguranja su komplementi: jedna se bavi posledicama prerane smrti, a druga (finansijski) predugog života.

Zdravstveno osiguranje je osiguranje od rizika koje donose bolesti i nesrećne povrede. Gubitak može označavati gubitak plate, ali i troškove lečenja i dugotrajne nege i brige o bolesnom. Ono može obuhvatiti oblike osiguranja koja obezbeđuju jednokratne ili periodične isplate, može obuhvatati i invalidsko osiguranje, a može biti ograničeno na pokriće neposrednih troškova lečenja.

Ostalo, neživotno osiguranje obuhvata raznovrsna osiguranja, a posebno od gubitaka na imovini i osiguranje od pravne odgovornosti. Primeri su automobilsko osiguranje, razne vrste užeg imovinskog osiguranja (osiguranje kuće, građevinarsko osiguranje, od zemljotresa, slabe žetve, poplave, vazduhoplovno, pomorsko itd.), osiguranje od odgovornosti (profesionalno, direktora itd.), osiguranje stoke, putno i mnoga druga. Posebno pominjemo osiguranje preduzeća od nemogućnosti naplate potraživanja od svojih mušterija (kreditno, odnosno trgovinsko osiguranje).

Kao poseban vid možemo pomenuti reosiguranje, koje predstavlja osiguranje osiguravajuće kuće kod reosiguravača, koje i samo predstavlja transfer rizika na drugog. Kod osiguravajuće kuće postiže se vremensko ujednačavanje rezervi i povećava kapacitet za sklapanje novih ugovora, pa se time smanjuje potreba za povećanjem akcionarskog kapitala. Posebno je važno kod manjih osiguravajućih kuća za rizike koji su malo verovatni, ali sa velikom potencijalnom štetom, kao kod katastrofalnih prirodnih nesreća.

Mnogi autori uključuju i socijalno osiguranje u oblast osiguranja, ali ono izlazi iz okvira naših razmatranja.

Regulacija

Pored uobičajenih razloga za državnu regulaciju (tržišne nesavršenosti, eksternalije), za osiguranje se koristi dodatni argument: dok uobičajeni bankrot preduzeća uglavnom pogađa vlasnike, što je prihvatljivo, dotle bankrot osiguravajuće kuće jako pogađa vlasnike važećih polisa i poništava njihova prava, što ne treba da se događa. Stoga se regulacija osiguranja uglavnom oslanja na ideju zaštite potrošača, odnosno na smanjenju verovatnoće da osiguravajuća kompanija bankrotira, kao i na rešavanje problema moralnog hazarda i negativne selekcije.

Osnovni oblici regulacije su:

- *regulacija cena*, obično u pravcu ujednačavanja;
- *regulacija sadržaja polisa* osiguranja, a stoga što se konkurencija sa cenovnog područja prenosi na oblikovanje proizvoda, pa se i on mora regulisati i
- *regulacija kapitalnog investiranja*, koje se smatra vrlo rizičnom aktivnošću koja može dovesti do bankrota, a u pravcu smanjenja rizika (Zweifel i Eisen, 2012, s. 315-320).

U nastavku ćemo se baviti samo poslednjim oblikom, kao posebno važnim za finansijska tržišta.[156] Ova regulacija donosi pravila – obično kvantitativne investicione limite – kojih se osiguravajuća kuća mora pridržavati prilikom ostvarenja svog investicionog portfelja. Sa kvalitativnog područja važno je pravilo *razborite*

[156] Nastavak je zasnovan na: OECD (2015).

osobe, koje bi trebalo da navodi ove investitore na razumno investiranje u korist interesa vlasnika polisa.

Pogledaćemo stanje u zemljama OECD-a. Od 34 zemlje, njih 19 ima izvesnu regulaciju investiranja osiguravajućih kuća, dok 15 nema nikakvu. U SAD se ograničenja uglavnom nalaze na nivou federalnih jedinica.

Struktura portfelja reguliše se u 13 zemalja. Obično se postavlja maksimalni limit za akcije od 10%, ali ide do 30% (Švajcarska) i 40% (Meksiko). Kod obveznica, koje su glavna hartija za investiranje osiguravajućih kuća, obično se samo reguliše upotreba obveznica koje nemaju investicionu klasu (obično sa rejtingom ispod BBB ili Baa), bilo da su zabranjene, bilo da im je postavljen limit. Belgija je zanimljiva jer je postavila na 10% maksimalni limit za državne obveznice, što je očigledno motivisano težnjom da se onemogući državna zloupotreba sektora osiguranja za pokrivanje budžetskih deficita.

Investicije u inostranstvu najčešće nisu ekstenzivno regulisane u znatnoj većini zemalja OECD-a, odnosno za njih obično važe ograničenja koja postoje i za investiranje u domaće oblike imovine. Određen broj zemalja poseduje zahteve da inostrana imovina ima kreditni rejting ili da se njome trguje na regulisanim tržištima. Tako Čile dozvoljava ukupan limit do 20%, a Južna Afrika od 15% inostrane imovine u portfelju. Kod akcija obično se zahteva učešće na regulisanim tržištima, a kod obveznica traži se kreditni rejting (Čile najmanje BB, s limitom od 15% za manji od BBB) ili neki drugi znak kvaliteta.

Koncentracija investicija može doneti povećanje rizika, tako da je često (postoji u 15 zemalja OECD-a) predmet regulacije. Ovi limiti razvijeniji su u zemljama EU. Tako Poljska, Portugalija i Meksiko ograničavaju investicije kod pojedinačnog izdavaoca hartije ili zajmove kod jednog dužnika na 5% imovine. Isto i Estonija, s tim da mogu postojati izuzeci, dok je limit kod Južne Koreje 7%.

Kao što se vidi, restrikcije slobode investiranja osiguravajućih kuća obično nisu velike i služe svom cilju – smanjuju rizičnost investicija na meru koja bi odgovarala potrebama osiguranja i vlasnika polisa. Verovatno je da bi bez pomenutih i drugih ograničenja investicije u proseku donosile veći prinos, ali bi tada i rizik bio veći.

Od početka prošle, 2016. godine primenjuju se u EU novi međunarodni standardi, tzv. Solventnost II, koji se zasnivaju na metodologiji merenja rizika investicija i odgovarajućih izdvajanja kapitala u rezerve: što rizičnije investicije, to viša izdvajanja. Slične promene očekuju se i u SAD.

Finansijski aspekt

Osiguravajuće kuće prodaju polise osiguranja i zauzvrat ostvaruju prihod od premija osiguranja, tj. cena koje naplaćuju za polise. Njihov profit čini razlika između zbira prihoda od prodatih polisa osiguranja i investicionih prinosa, s

jedne, i iznosa naknada štete i troškova poslovanja, s druge strane. Reč je o ogromnim sumama: tako je u Evropskoj uniji tokom 2014. ukupno naplaćeno premija za 1.176 milijardi evra. Pošto su troškovi isplate po polisama i drugi troškovi manji od zbira premija, to su osiguravajuće kuće tokom godina akumulirale vrlo velika sredstva i plasirale ih u različite oblike finansijske imovine radi ostvarenja prinosa, odnosno uvećanja ovog kapitala. Tako su u Evropskoj uniji osiguravajuće kuće krajem 2014. godine posedovale finansijsku imovinu u vrednosti od čak 9,9 biliona evra, što je najveća vrednost u svetu i predstavlja 35% globalnih investicija osiguranja. Od toga je 52,4% uloženo u obveznice, 13,6% u zajmove i hipoteke, 13,0% u investicione fondove, 7,8% u akcije itd.[157]

Slično je i u SAD. Ukupna imovina sektora osiguranja dostigla je krajem 2014. godine 5,8 biliona dolara, od čega dve trećine pripadaju životnom osiguranju. U obveznice je uloženo čak 67% (većina u korporativne obveznice koje donose viši prinos), zatim u akcije 11,9% i hipotekarne zajmove 6,8%. Ovim „opštim računima" trebalo bi dodati i „posebne račune" koji kod životnog osiguranja iznose 1,8 biliona dolara (2013), a koji su najvećim delom plasirani u akcije (80%).[158]

Kako se vidi, sektor osiguranja obično investira na konzervativan način – većinski u obveznice, i to one solidne. Akcije, kao rizičniji instrumenti, koriste se ograničeno, sa idejom da se u izvesnoj meri povećaju inače skromni prinosi od obveznica, ali da se sačuva visoka sigurnost ukupnih plasmana.

Kod investiranja postoje vidljive razlike između životnog i neživotnog osiguranja. Prvo, životno poseduje i štednu komponentu, pa stoga ima veći volumen kapitala od neživotnog, koje je čisto osiguranje, bez štedne komponente. I drugo, rizici kod životnog osiguranja predvidljivi su i dugoročni, pa su i investicije dugoročnije nego kod neživotnog, koje više koristi kratkoročnije, likvidnije investicije zbog manje predvidljivosti nepovoljnih događaja.

Osiguranje, kao delatnost, predstavlja vrlo važnog aktera na tržištu kapitala – u Evropskoj uniji je najveći institucionalni investitor – pa time u znatnoj meri utiče na formiranje kapitala.

U novije vreme je, zajedno sa razvojem finansijskog sistema u drugim oblastima, došlo do početnih koraka u sekjuritizaciji rizika, odnosno do transfera rizika na tržište kapitala kroz stvaranje novih finansijskih instrumenata, kao što su katastrofička obveznica, fjučers ili opcija. Na taj način novi akteri – investitori sa tržišta kapitala – uključuju se u snošenje rizika i doprinose poslovanju osiguravajuće industrije svojim finansijskim potencijalom i ekspertizom.

---

[157] *European Insurance – Key Facts*, Insurance Europe, August 2015, str. 25.

[158] *Capital Markets Special Report,* NAIC and CIPR, 2015, videti http://www.naic.org/capital_markets_archive/150622.htm, posećeno 14.9.2015; *What do U.S. life insurers invest in?*, Chicago Fed Letter, April 2013.

Ekonomski efekti

Osiguranje je civilizacijska tekovina kojom se ljudi, a i čovečanstvo, suprotstavljaju posledicama raznovrsnih nesreća, koje je teško moguće ili je nemoguće izbeći. Kroz osiguranje mnogi su spaseni ličnog finansijskog ruiniranja ili sniženja životnog standarda posle ličnih ili kolektivnih nesreća, što doprinosi ličnoj sigurnosti i osećanju spokoja, ali i socijalnoj stabilnosti. Pored toga, komercijalno osiguranje pozitivno utiče na mnoge ekonomske aktivnosti, od kojih ćemo naglasiti neke.

Rasterećenje države. Osiguranje u određenoj meri rasterećuje državu od obaveza koje bi imala da nije osiguranja i, preuzimajući neke osiguravajuće funkcije, potpomaže sanaciju državnih finansija i poresko rasterećenje u zemljama kao što su evropske. Naime, u njima je veliki oslonac na državu u socijalnoj sferi („evropski socijalni model") doneo državu blagostanja čije finansiranje dovodi do krize državnih finansija i visokog poreskog opterećenja koje umanjuje konkurentnost evropskih privreda.

Neke funkcije osiguranja jesu supstituti za državne aktivnosti, pa država ne mora da se angažuje kada ih osiguranje obavlja. Jedan primer je delimična privatizacija zdravstvenog osiguranja, kada komercijalne osiguravajuće organizacije preuzmu deo zdravstvenog osiguranja, a time i finansiranja dela zdravstvenih usluga. Ili, razne druge vrste osiguranja – od osiguranja kuća, preko osiguranja od poplava, do osiguranja dohodaka nesposobnima za rad – čine da država ne mora da priskače u pomoć pogođenima i osiromašenima, kako bi inače često bila prinuđena da nije komercijalnog osiguranja koje obezbeđuje pokriće njihovih gubitaka. Ali, država može podsticati građane da izbegavaju osiguranje, kao što je učinila srpska država kada je na sebe preuzela obavezu obnove posle poplava iz 2014. godine, što je destimulisalo građane od osiguravanja od rizika poplava i drugih elementarnih nepogoda.

Podsticanje privredne aktivnosti. Mnoge vrste osiguranja štite poslovnu aktivnost od rizika, kao što su rizici povezani sa požarom, poplavama, žetvom, brodovljem, odgovornošću, prekidom rada i slično, tako da preduzeća ne moraju da stavljaju na stranu sredstva rezervi, niti da se zadužuju kako bi pokrila veće gubitke. Čak, neosigurana preduzeća lako mogu doći do stečaja posle ozbiljnog spoljnog nekomercijalnog događaja, sa gubitkom dohotka i zaposlenosti.

Brojni su i drugi načini na koje osiguranje potpomaže privrednu aktivnost, kao, na primer, osiguranjem transporta sirovina i gotove robe ili osiguranjem zaloga kredita. Štaviše, u nekim situacijama kredit nije moguće dobiti ukoliko ne postoji osiguranje stvari za koju je kredit namenjen, kao kuće kod hipotekarnih kredita ili poslovnih objekata kod kredita privredi. Kroz obavezu osiguranja zajmodavac obezbeđuje finansijsku stabilnost dužnika, a time i povećanje verovatnoće povraćaja novca.

Uticaj na privredni rast. Osiguranje najviše utiče na privredni rast kroz dva kanala. Prvi je transfer rizika, kojim se postiže stabilnije operativno okruženje privrede i smanjenje sredstava privrede potrebnih za zaštitu od rizika.

Drugi je mobilizacija štednje kod životnog osiguranja i operativnih rezervi i kod životnog i kod neživotnog osiguranja i njihovo usmeravanje u produktivne namene. Osiguranje je najveći ili među najvećim institucionalnim investitorima i stoga je njegova uloga u finansiranju privrednog rasta preko finansijskih posrednika i na tržištu kapitala vrlo velika, posebno u razvijenim zemljama, ali sve više i u zemljama u razvoju. Prikupljanjem štednje velikog broja pojedinaca i preduzeća i njenom agregacijom formiraju se velike investicije, koje bi trebalo da omoguće rast proizvodnog potencijala i privredni rast.

Empirijska ispitivanja veze osiguranja i privrednog rasta novijeg su datuma i slede radove Ričarda Levina i saradnika. Tako je Marko Arena, iz Svetske banke, došao do sledeća dva zaključka:

- postoje robustni empirijski nalazi o uzročnoj vezi tržišne aktivnosti osiguranja na privredni rast; premije i životnog i neživotnog osiguranja imaju pozitivan i statistički značajan efekat na privredni rast;
- pozitivan uticaj životnog osiguranja na privredni rast isključivo je rezultat zbivanja u razvijenim zemljama, dok je pozitivan uticaj neživotnog osiguranja primećen u obe grupe zemalja (Arena, 2006).

Slični rezultati dobijeni su i nešto kasnije. Liyan Han i drugi zaključili su 2010. godine da postoji „prilično snažni empirijski dokazi u prilog hipotezi da razvoj osiguranja doprinosi privrednom rastu“, s tim da je ova veza znatno jača za neživotno nego za životno osiguranje. Pored toga, rezultati ukazuju da osiguranje, uključujući obe vrste, igra daleko važniju ulogu u zemljama u razvoju nego u razvijenim zemljama (Han *et al.*, 2010).

Pozitivan uticaj osiguranja na privredni rast svakako nije sporan pošto ova delatnost obavlja očigledno korisne aktivnosti za celu privredu. Ali, postoji i obrnuti smer uticaja – od privrednog rasta na osiguranje, jer sve razvijenijoj privredi i sve bogatijem stanovništvu treba sve više usluga osiguravajućeg sektora. Posebno je očigledno da sa rastom dohotka sve više raste tražnja za životnim osiguranjem, koje je u bogatim zemljama daleko razvijenije.

FONDOVI PENZIJSKOG OSIGURANJA

Osnove penzijskog osiguranja

Penzijsko osiguranje postoji zato da bi obezbedilo dohodak onima koji u starosti u celini ili delimično izgube radnu sposobnost. Osim onih siromašnih, go-

tovo svaki pojedinac bi mogao da u svom radnom veku uštedi dovoljno sredstava za starost, ali mnogi potroše sve ili gotovo sve što zarade tokom radnog veka, pa bi u starim godinama ili pali na teret državi ili bi živeli u krajnjoj bedi. Uz to, postoje slabosti privatnih, tržišnih mehanizama u oblasti dugoročne šetnje, kao u manje razvijenim zemljama (nepoverenje, nepostojanje valjanih finansijskih instrumenata), tako da je potrebno regulisano penzijsko osiguranje.

Kod savremenih penzijskih sistema postoje tri komponente od čijeg karaktera zavisi tip penzijskog sistema:

- štednja, deo dohotka radno aktivnih građana preusmerava se od potrošnje ka štednji, odnosno ka njihovim starijim godinama, pa penzijsko osiguranje predstavlja jedan vid štednje tokom čovekovog životnog veka, nekada obavezan, nekada dobrovoljan;
- *redistribucija*, označava prelivanje dohotka od jednih ka drugim pojedincima iz socijalnih razloga; svakako, cilj je prelivanje od boljestojećih ka siromašnijima, mada se događa i obrnuto; uključuje se i zaštita pojedinaca od siromaštva, pošto neki i uz štednju i/ili plaćanje doprinosa ne bi izbegli siromaštvo u starosti stoga što su imali nizak dohodak tokom radnog veka;
- *osiguranje*, predstavlja zaštitu od neuspeha svih akcija koje pojedinac preduzima van penzijskog sistema da bi osigurao mirnu starost (da nadživi prišteđeno, propast finansijskih instrumenata, inflacija itd.).

Razvijen penzijski sistem trebalo bi da ima sve tri navedene funkcije, ali ostaje pitanje metoda i institucija kojima se to može najefikasnije postići.

Postoje četiri osnovne klasifikacije penzijskih sistema:

prema vlasništvu: javni (državni) i privatni sistem:

- *kod javnih*, država reguliše, organizuje i prikuplja sredstva i isplaćuje penzije; njihova značajna prednost jeste to što ona poseduje monopol oporezivanja i stoga javni fond ne može propasti kao što privatni može; čest nedostatak predstavlja birokratska neefikasnost;
- *kod privatnih*, oni vrše sve funkcije, s tim da država široko reguliše i nadzire njihov rad kako bi rizik za osiguranike i penzionere bio minimizovan; privatni fondovi lako mogu biti efikasniji od državnih i obezbediti više penzije za iste doprinose; glavna zaštita privatnih fondova od propasti jesu državna regulacija i nadzor i akumulirani kapital koji je konzervativno investiran;

prema načinu finansiranja penzija: iz tekućih prihoda – PAYG[159] – i iz akumuliranog kapitala – fundirani fondovi:

- *kod PAYG sistema* penzije se finansiraju iz tekućih prihoda, a prikuplja se onoliko sredstava koliko je potrebno za isplatu penzija; ove sisteme gotovo isključivo organizuje i vodi država;

[159] PAYG je skraćenica za pay-as-you-go, odnosno za penzijski sistem koji počiva na jednakosti tekućih prihoda i tekućih rashoda, bez fundiranja, odnosno kapitalizacije.

- *kod fundiranog sistema*, tokom radnog veka zaposlenog prikupljaju se doprinosi i investiraju u finansijske instrumente; iz akumuliranih sredstava (uključujući i prinos na investicije) isplaćuju se penzije, s tim da važi princip da kapitala u fondu uvek bude dovoljno za pokriće budućih penzijskih obaveza;

prema načinu na koji se određuje penzija:

- *propisana isplata* (prema unapred određenoj formuli); metod propisane isplate obično ide zajedno sa PAYG sistemom i
- *propisani doprinos* (penzija zavisi od investicionog prinosa); ovaj metod obično ide sa fundiranim fondovima;

prema obaveznosti: obavezno (zakonom propisano) i dobrovoljno (zakonom regulisano u određenoj meri):

- smisao obaveznog osiguranja jeste obezbeđenje određenog, ponegde minimalnog nivoa dohotka u starosti, za šta država preuzima odgovornost (daje garanciju obezbeđenja), čak i kada je privatno osiguranje u pitanju;
- svrha dobrovoljnog jeste dopunska penzija, preko one obavezne, i nju obično obezbeđuju privatni fondovi, pri čemu ono ne poznaje redistribuciju.

Dominantno mesto u svetu i danas imaju javni PAYG sistemi, kod kojih sada zaposleni finansiraju penzije po principu tekućeg finansiranja, očekujući da će njihove penzije u budućnosti finansirati tada zaposleni radnici. Ali, fundirani fondovi brzo rastu i zauzimaju sve važnije mesto u mnogim zemljama.

Tokom poslednjih decenija javljaju se ozbiljni problemi sa penzijskim osiguranjem u jednom delu sveta. Deo uzroka može se naći u starenju stanovništva, a deo u nezadovoljavajućem kvalitetu rešenja u penzijskom osiguranju, čemu se povremeno pridružuju ekonomske krize koje zaoštravaju problem finansiranja penzija. Stoga se pitanja penzijske reforme stalno potežu, a pokazuje se da je diskutabilno sve što je važno: od modela funkcionisanja privrede sa penzijskim sistemom (na primer, kako fundiranje utiče na štednju, investicije i rast itd.), preko empirijske procene efekata različitih aranžmana (na primer, da li građani smanjuju štednju i koliko kada su osigurani) i procene kretanja očekivanog trajanja života, do obima implicitnog duga za penzije i visine administrativnih troškova pojedinih modela, pa zatim o institucionalnim kapacitetima zemlje (može li ona obezbediti kompleksne mehanizme finansijskih tržišta ili potreban nadzor nad privatnim fondovima); tu su još pitanja političke realnosti (ko dobija, ko gubi, kako političari nalaze sebe) i ideologije (levo–desno).[160]

U Srbiji i dalje dominira penzijsko osiguranje na osnovu tekućeg finansiranja (PAYG), a u državnoj režiji. Postoji i dopunsko privatno fundirano penzijsko osiguranje, ali je vrlo skromnog obima. Posle jedne decenije rada, imovina svih šest

[160] Videti: Barr i Diamond (2006)

dobrovoljnih penzijskih fondova iznosila je krajem juna 2015. samo 25,5 milijardi dinara, odnosno 200 miliona evra. I struktura te imovine je jednostrana: čak 82,4% uloženo je u državne obveznice (NBS, s. 3-4), što je razumljivo s obzirom na siromaštvo u atraktivnim instrumentima domaćeg finansijskog tržišta. Ipak, ovakva situacija je vrlo rizična za privatne fondove, pošto bi, ukoliko država prestane da servisira dugove ili da ih reprogramira, mogao biti likvidiran znatan deo imovine dobrovoljnog penzijskog osiguranja.

Opcija uvođenja obaveznog uključenja zaposlenih u privatno fundirano osiguranje razmotrena je u Srbiji pre desetak godina i odbačena zbog (pre)visokih tranzicionih troškova, nerazvijenog finansijskog tržišta, višestrukih pljački stanovništva kroz propale finansijske institucije (što je i privatne penzijske fondove činilo sumnjivim) i izvesnih nedoumica koncepcijskog tipa (CLDS, 2009, s. 8).

Korisnici i troškovi[161]

Penzijsko osiguranje je veoma razgranato u savremenom svetu. Može se, uz sve metodološke ograde, orijentaciono uzeti da je danas oko pola milijarde penzionera finansirano iz obaveznih oblika penzijskog osiguranja,[162] čemu treba dodati penzionere iz različitih oblasti dobrovoljnog i dopunskog osiguranja.

U svetu postoji velika raznolikost obaveznih penzijskih sistema, koja se samo povećava uključenjem dobrovoljnog penzijskog osiguranja. Neki penzijski sistemu ekstremno su mladi, pa imaju vrlo veliki broj aktivnih osiguranika na mali broj penzionera (uglavnom zemlje sa nižim dohotkom i mladom populacijom), neki imaju uravnotežen sistem (sa povoljnim odnosom broja aktivnih osiguranika sa brojem penzionera 3–5 prema 1), a neki poseduju krajnje nepovoljan odnos od oko 1 prema 1 (zemlje u odmakloj fazi starenja stanovništva i sa visokim obuhvatom stare populacije penzijama, uglavnom evropske zemlje), tako da jednog penzionera izdržava jedan zaposleni. Ovi odnosi u velikoj meri determinišu finansijsku poziciju i lakoću finansiranja penzijskog sistema, a time i pojavu deficita ili suficita.

Prema načinu isplate penzija, oko dve trećine obaveznih penzijskih sistema koncipirano je prema propisanoj isplati, što znači da penzijski sistem (bilo država, bilo privatni sponzor) snosi rizik isplate unapred određene penzije. Ostali obavezni sistemi zasnovani su na metodu obaveznog doprinosa, što znači obavezu uplate određenog penzijskog doprinosa, a penziju će na kraju odrediti investicioni prinos (rizik je na osiguraniku). Sva dobrovoljna penzijska osiguranja takođe su oslonjena na metod propisane isplate.

---

[161] Podaci su uglavnom preuzeti iz: Pallares-Miralles *et al.* (2014) i OECD (2014a).

[162] Videti *Beneficiaries Coverage 4Q2013*, World Bank, http://siteresources.worldbank.org/EXTPENSIONS/Resources/Beneficiaries_Coverage_4Q2013.xlsx, posećeno 13.9.2015.

Od svih obaveznih penzijskih sistema u svetu, oko jedna četvrtina su potpuno fundirani sa propisanom isplatom, jedna četvrtina su delimično fundirani, a gotovo polovina su nefundirani. Takođe, od svih obaveznih sistema, oko 4/5 su javni sistemi, a oko 1/5 privatni.

Poslednje dve decenije XX veka donele su uspon ideje penzijskog sistema sa više stubova, koju je posebno promovisala Svetska banka. Prvi stub je državni i obavezan (radi obezbeđenja sigurne osnovne penzije), drugi privatni i obavezan (radi uvećanja penzije na osnovu investicionih prinosa), a treći privatni i dobrovoljan. U 2012. god. 32 zemlje bile su sa drugim stubom penzijskog osiguranja: obavezno privatno sa zasebnim računima za svakog pojedinca. Tokom poslednje decenije, međutim, dolazi do retrogradnog procesa jer pojedine zemlje napuštaju drugi stub (Argentina, Bolivija i Mađarska, u kojima je država preuzela kapital privatnih fondova), kao i Poljska 2014. godine, koja je pretvorila obavezne privatne fondove u dobrovoljne, takođe uz preuzimanje polovine kapitala.

Iz finansijskih razloga, u krajevima sveta u kojima ima više starog stanovništva na delu su još dve tendencije: prvo, podizanje starosne granice za penzionisanje (obično prema 67 godina), kao i šire podsticanje uključenja u dobrovoljno penzijsko osiguranje (treći stub).

U poslednje vreme u razvijenijim zemljama postepeno se širi ideja tzv. socijalne penzije, koja nije vezana za uključenje u osiguranje i plaćanje doprinosa tokom radnog veka, već za boravište ili državljanstvo, a najčešće i za raspoloživa sredstva pojedinca iz drugih izvora, tako da ova penzija više liči na garantovanu socijalnu pomoć siromašnim starim ljudima nego na penziju u uobičajenom smislu.

U mnogim zemljama postojali su ili postoje paralelni penzijski sistemi za državne službenike i slične specijalne grupe, obično nastali tokom ranije penzijske istorije. U poslednje vreme u više zemalja oni se integrišu u nacionalni sistem, kao što je u Srbiji vojno penzijsko osiguranje integrisano u opšti sistem, radi ujednačavanja prava i veće administrativne efikasnosti.

Troškovi penzijskog sistema veoma se razlikuju među zemljama. U sledećoj tabeli prikazano je učešće javnog penzijskog sektora u bruto domaćem proizvodu, a za poslednje godine (koje se razlikuju od zemlje do zemlje):

Tabela 4.1 – Učešće javnog penzijskog sektora u BDP-u, u %

Region	Učešće u BDP-u	Prosek učešća (neponderisan)
Istočna Azija i Pacifik	0,2 do 7,4	1,8
Evropa i centralna Azija, bez razvijenih	2,3 do 17,8	7,8
Razvijene zemlje	1,7 do 14,9	7,6
Latinska Amerika i Karibi	0,05 do 8,8	2,7
Severna Afrika i Bliski istok	0,3 do 9,0	2,7
Južna Azija	0,0 do 2,0	0,7
Podsaharska Afrika	0,1 do 6,7	1,3

Izvor: *Total Public Pension Spending 4Q2013*, The World Bank, obračun autora, videti http://siteresources.worldbank.org/EXTPENSIONS/Resources/Pension-Spending_4Q2013.xlsx

Kako se vidi, učešće rashoda javnog penzijskog sektora u BDP-u u svetu i nije jako visoko, osim u delu razvijenog sveta i evropskih zemalja u razvoju.[163] Delimičan uzrok tome predstavlja neuključenje rashoda privatnih penzijskih šema i fondova, koje bi trebalo sabrati sa javnim rashodima.

Raspoloživost podataka o finansijama privatnih fondova nije kompletna ni geografski, ni po vrstama podataka. Ipak, najvažniji podaci su bar orijentaciono raspoloživi iz statistike OECD-a, koja obuhvata 34 zemlje članice i 41 nečlanicu, uključujući i sve veće zemlje.

Na kraju 2013. godine imovina svih penzijskih fondova dostigla je 41,1 bilion dolara. Od toga je 5,1 milijarda pripadala državama, bilo u obliku suverenih fondova namenjenih (i) finansiranju penzija (Norveška, Rusija, Irska, Kanada itd.), bilo u obliku rezervi običnih javnih penzijskih fondova. Znatan deo novca ovih fondova investira se, osim u SAD gde je jedina imovina fonda zakonska obaveza države da obezbedi novac kada zatreba (a još ne treba), pri čemu ovaj dug raste po određenoj formuli.

Privatni penzijski fondovi i penzijski planovi pomenutih 75 zemalja imali su krajem 2013. godine imovinu od znatnih 36 biliona dolara. Od toga su privatni penzijski fondovi investirali 24,7 biliona, što je nešto više od dve trećine. Slede ostali (banke, investicione kompanije i fondovi) preko kojih je uložen 7,1 bilion i

[163] Kada se eliminišu podaci za centralnu Aziju, dobija se da je u Evropi bez razvijenog dela raspon učešća u BDP-u 6,9 do 17,8%, pri čemu najniže učešće imaju Rusija i Moldavija, a najviše Ukrajina i Srbija (13,6).

osiguravajuće kompanije sa 4,2 biliona na ime ugovora o penzijskom osiguranju.[164] Po zemljama, čak i unutar OECD-a, velike su razlike u vrednostima imovine penzijskih fondova i BDP-a: jednak broj ima manje od 10 i više od 10 procenata, ali kod ovih drugih odnos brzo raste i na primer dostiže čak 166,3% kod Holandije. Ponderisani prosek je 84,2%, što znači da imovina privatnih penzijskih fondova dostiže u proseku visokih 84,2% bruto domaćeg proizvoda najrazvijenijeg dela sveta. Najviši odnos van OECD-a ima Južna Afrika, i to 87,1%.

U najvećem broju zemalja penzijski fondovi najviše investiraju u obveznice, pa u akcije. Doduše, pošto u SAD dominiraju akcije, sa preko 50% učešća, i zbog njihovog velikog obima, to na nivou OECD-a prosek učešća akcija dostiže 40,3%. U nekim zemljama važno je učešće depozita i gotovine, a u drugima zemlje, zgrada, zajmova i ugovora o penzijskom osiguranju. Takva orijentacija na obveznice izraz je konzervativne investicione politike, što se još pojačalo posle finansijske krize iz 2008. godine.

Konzervativnosti investicione politike svakako doprinose zakonom propisana pravila investiranja. Njih države donose kako bi se izbegli visoki rizici koji idu uz pojedine oblike aktive, a s pozivom na dugoročnost penzijskih aranžmana i investicija i potrebu da se obezbedi sigurnost i prinosa i glavnice tokom nekoliko decenija. Velika većina od 81 zemlje uključene u pregled imala je kvantitativna ograničenja za investiranje penzijskih fondova krajem 2013. godine, a samo osam nije imalo nikakvih.

U najvećem broju zemalja ograničava se investiranje u akcije, kao rizičnije finansijske instrumente. Nešto je blaža restrikcija za listirane u odnosu na nelistirane akcije i za dobrovoljno u odnosu na obavezno penzijsko osiguranje. Zemlje koje ograničavaju učešće obveznica to ne čine i kada su u pitanju obveznice centralnih vlasti, omogućavajući tako svojoj državi da se jeftino zadužuje. Više od jedne trećine zemalja ne dozvoljava investiranje u nekretnine, privatne equity fondove i zajmove, kao rizične investicije. Mnoge zemlje ustanovljavaju limite za pojedine izdavaoce vrednosnih hartija, a u želji da obezbede diverzifikaciju rizika. Ozbiljna ograničenja postoje i za investicije u inostranstvu, očigledno s idejom o potpomaganju domaćeg razvoja. Neke zemlje u razvoju potpuno zabranjuju ove investicije. Pojedine zemlje postavljaju globalni limit, druge daju limite po pojedinim tipovima investicija, a treće po geografskoj lokaciji. U novije vreme ova ograničenja pomalo se ublažavaju (OECD, 2014).

[164] Ovo su ugovori osiguravajućih kuća sa penzijskim planovima (na primer, pojedinih preduzeća) gde osiguravajuća kuća obezbeđuje penzijsko osiguranje naplatom premija za buduće rente.

Efekti na privredni rast

Odnos penzijskog sistema i privrednog rasta vrlo je složen fenomen i uglavnom zavisi od rešenja u raznolikim nacionalnim zakonodavstvima, pa je tako specifičan za pojedine zemlje. Ipak, neke globalne ocene mogu biti date.

Penzijski sistem utiče na privredni rast kroz više kanala, kao na primer:

1. kroz opterećenje troškova rada penzijskim doprinosima,
2. kroz loša rešenja penzijskog sistema koja mogu biti kočnica privrednog rasta,
3. kroz pozitivan uticaj fundiranja na rad tržišta kapitala i
4. kroz pozitivan uticaj fundiranja na nivo štednje i investicija u datoj zemlji.

Opterećenje troškova rada. U zemljama u kojima je starenje stanovništva odmaklo i u kojima je penzijski sistem velikodušan prema penzionerima javlja se problem visokih troškova radne snage zbog visokih penzijskih doprinosa koji se neminovno naplaćuju iz bruto zarade zaposlenog, a bez obzira na to da li je formalni uplatilac sam zaposleni ili je to poslodavac. A visoki troškovi radne snage poskupljuju proizvodnju i čine preduzeća iz ovih zemalja manje konkurentnim na svetskom tržištu, što vodi slabijim rezultatima i sporijem privrednom rastu u odnosu na mogući tempo. Ovo posebno važi za evropske zemlje, kako bogatije sa zapada kontinenta, tako i siromašnije sa istoka, u kojima se stope penzijskog doprinosa uobičajeno kreću između 20 i 30%, dok su u konkurentskoj istočnoj Aziji najčešće ispod 20%, a u SAD 12,4%.[165]

Pored negativnog uticaja na privredni rast, poskupljenje radne snage obično vodi i smanjenju tražnje za njom, odnosno orijentaciji na radno štedni tehnički progres i zamenu ljudi mašinama. Samim tim javlja se nezaposlenost, koja je dugoročno visoka u evropskim zemljama. Ovim se ne tvrdi da je evropska nezaposlenost isključivo posledica poreskog opterećenja (postoje važne posledice evropskog socijalnog modela), već samo da verovatno postoji uticaj visoke cene radne snage.

Loša rešenja penzijskog sistema. Regulacija jednog penzijskog sistema obuhvata veliki broj rešenja, pa je lako moguće da neka od njih budu prepreka privrednom rastu. Kao jedna od važnijih kočnica smatra se podsticaj ranijem penzionisanju, što donosi prerano okončanje radne aktivnosti i umanjenje radnog potencijala brojnih pojedinaca, sa negativnim reperkusijama na nivo bruto domaćeg proizvoda.

Analiza OECD-a (OECD, 2011) pokazuje da je u više zemalja podsticaj ranijem penzionisanju bio snažan i da je nastao uglavnom zbog rešenja o niskom prirastu penzije prilikom odlaganja penzionisanja, što je odbijalo osiguranike od kasnijeg odlaska u penziju. U novije vreme se, zbog toga, u izvesnoj meri u više zemalja modifikuju rešenja i zaoštravaju uslovi za rano penzionisanje.

[165] *Contribution Rates 2Q2013*, The World Bank, videti http://siteresources.worldbank.org/INTPENSIONS/Resources/395443-1340311559210/2.4_Design_Contribution_Rates_2Q2013.xlsx

Drugi problem postoji u sistemima u kojima se penzija određuje na osnovu poslednje zarade. Taj sistem destimuliše trud za povećanje zarade kod mlađih zaposlenih, ali i podstiče preterani trud pri kraju radnog veka; u mnogim zemljama sistemi zasnovani na propisanoj isplati vezuju zaposlene za kompaniju, kako ne bi, prilikom prelaska u drugu firmu, izgubili zarađeno budući da je pravo iz jedne kompanije najčešće nemoguće preneti u drugu.

Pozitivan uticaj na rad tržišta kapitala. Rasprostranjeno je uverenje da razvoj privatnog penzijskog osiguranja, sa štedno-investicionom funkcijom i velikim sredstvima, utiče na povećanje efikasnosti tržišta kapitala kroz tražnju za novim instrumentima koji odgovaraju dugoročnom karakteru ovih fondova, zatim kroz povećanje likvidnosti tržišta, širenje rizika na više aktera i time povećanje efikasnosti i slično.

Ovaj generalno pozitivan uticaj ne može biti kod svih zemalja jednak. Kod onih sa najrazvijenijim tržištem kapitala on je umeren i verovatno ograničen samo na rast efikasnosti zbog šire distribucije rizika, dok je kod zemalja sa najslabijom institucionalnom strukturom previše rizično ulagati penzijski novac u slabo tržište. Najozbiljniji kandidati za pozitivan uticaj penzijskih investicija na tržište kapitala jesu zemlje sa solidnom institucionalnom infrastrukturom, ali i nedovoljno razvijenim tržištem kapitala (Barr i Diamond, 2006), što bi značilo naprednije zemlje u razvoju, ali i neke od razvijenih zemalja koje imaju relativno malo tržište kapitala.

Mnogi su pozitivno dočekali brzi rast penzijske štednje u Evropskoj uniji i u razvoju velikih institucionalnih investitora kao što su penzijski fondovi i osiguravajuće kuće videli dobrodošao zaokret od dominantne uloge banaka u evropskom ka anglosaksonskom sistemu sa daleko većom ulogom tržišta kapitala u finansiranju korporativnih investicija. Kako reče Evropska komisija, dugoročniji vremenski horizont institucionalnih investitora omogućuje im „da se ponašaju na strpljiv, kontracikličan način, uzdržavajući se od kratkoročnog pristupa i smanjujući potrebu za ročnom transformacijom“ (European Commission, 2013). Ova dobrodošlica svakako je razumljiva u vremenu posle finansijske krize, kada su banke godinama vrlo uzdržano finansirale privredu i stanovništvo tokom smanjenja ranije previsokog leveridža.

Skorašnja empirijska analiza (Bijlsma *et al.*, 2014) ukazala je na pozitivne efekte jačanja privatnih penzijskih fondova na privredni rast, a suštinski kroz unapređenje finansijskih tržišta. Naime, pokazalo se da postoji "znatan uticaj višeg nivoa penzijske štednje na rast u sektorima koji su više zavisni od eksternog finansiranja". Ovo sugeriše da povećanje obima sredstava penzijskih fondova ide zajedno sa efikasnijim tržištem kapitala i stoga sa višim privrednim rastom. Jer, povećanje štednje penzijskih fondova donelo je finansiranje onih firmi koje bi ga teško ostvarile od banaka, bilo zbog okrenutosti kraćem roku, bilo zbog uzdržanosti od rizičnih kredita koji nose šansu za veću dobit.

Uticaj fundiranja na nivo štednje. Privatni penzijski fondovi standardno prikupljaju sredstva od uplaćenih doprinosa i investiraju ih u finansijske i slične instrumente, uvećavajući svoju imovinu. Na taj način ovaj segment penzijskog sistema štedi i direktno doprinosi uvećanju kapitala date zemlje, odnosno njene privrede. A štednja i investiranje svakako doprinose privrednom rastu jer povećavaju produkcioni kapacitet.

Ovoj liniji rezonovanja stavlja se ozbiljan prigovor (Barr, 2012, s. 169) – Da li je moguće da ukupna štednja uopšte ne bude povećana, a stoga što štednja u penzijskim fondovima može biti praćena smanjenjem individualne štednje: (crowding out – istiskivanje)? Razlog takvog postupka može biti uverenje pojedinca da više nema potrebe da se štedi za starost kada je taj zadatak preuzeo na sebe solidan fundirani penzijski fond. Nema sumnje da je pomenuto ponašanje moguće, kao što je moguće da bude relativno retko, odnosno da samo malobrojni smanje sopstvenu štednju zbog penzijske.

Konačan odgovor treba potražiti na empirijskom planu: različite analize ukazuju da penzijska štednja smanjuje štednju domaćinstva od skromne do srednje mere: u Danskoj od 0 do 30%, zavisno od starosti (Arnberg i Barslund, 2014); u SAD jedan dolar penzijske imovine domaćinstva smanjuje štednju domaćinstva, a zavisno od tipa fonda: kod privatnog je to samo 15 centi, a kod javnog 33 centa (Blau, 2011); jedan dodatni dolar penzijskih prava u SAD smanjuje imovinu u vreme penzionisanja za 23 do 44% (što znači smanjenje štednje), kako navode Hurd *et al.* (2013) i slično. Možemo zaključiti da je neopravdano uverenje (Barr i Diamond, 2006) da će doći do istiskivanja (crowding out) privatne štednje zbog penzijske štednje jer je, kako pokazuju analize, smanjenje štednje skromno. Znači: penzijska štednja bitno povećava ukupnu štednju.

Pošto je tako osnovna prepreka prevaziđena, pogledajmo empirijske nalaze o vezi privatnih penzijskih fondova i privrednog rasta.[166] Prve analize urađene su na primeru Čilea, koji je ukinuo državni penzijski fond i zamenio ga obaveznim privatnim fundiranim osiguranjem. Tako je Holzmann (1997) našao pozitivnu vezu između penzijske reforme i privrednog rasta jer je poboljšanje finansijskih uslova pozitivno uticalo na uvećanje ukupne faktorske produktivnosti. Zatim je Schmidt–Hebbel (1998) zaključio da je penzijska reforma veoma podstakla privatne investicije i prosečnu produktivnost i totalnu faktorsku produktivnost.

Potom je Hu (2005) našao znatne pozitivne efekte imovine penzijskih fondova na privredni rast, a na osnovu uzorka od 38 zemalja. Isti pozitivni rezultati nađeni su kako za razvijene OECD zemlje, tako i za nečlanice (zemlje u razvoju). Nešto kasnije su Davis i Hu (2008) na istom uzorku, ali drugačijom metodologijom (modifikovana Cobb-Douglas proizvodna funkcija) i posle eksperimenata različi-

[166] Pregled je dat prema Thomas i Spataro (2013).

tim metodima ocene parametara, takođe našli da penzijska imovina bitno utiče na privredni rast, i to više kod zemalja u razvoju nego kod razvijenih zemalja.

S druge strane, Zandberg i Spierdijk (2013) došli su do različitih rezultata, zavisno od primenjene metodologije. Na uzorku od 54 zemlje, a u periodu 2001–2008, sa overlaping modelom rasta dobili su pozitivan efekat promena u fundiranju penzijskog sistema na rast, dok kod jednostavnog cross-sectional modela takvih efekata nije bilo. Ovu poslednju analizu ponovili su, uz mala unapređenja, Bijlsma *et al.* (2014) i dobili suprotan rezultat: statistički značajne i robustne efekte penzijske imovine na privredni rast od aproksimativno 0,24 do 0,30 procentnih poena na BDP rast na svakih 10% rasta odnosa penzijske imovine i BDP-a. Ovaj odnos je stabilan u vremenu.

Svrha ovog odeljka nije analiza funkcionisanja penzijskih sistema, već samo pogled na ulogu penzijskih fondova kao institucionalnih finansijskih posrednika, onih koji prikupljaju novac osiguranika i investiraju ga radi prinosa. Postoje, videli smo, i načelni i empirijski razlozi za uverenje da ovi fondovi podstiču privredni rast na više komplementarnih načina.

Osnovni cilj penzijskih sistema nije ubrzanje privrednog rasta već ujednačavanje potrošnje, osiguranje i redistribucija. Ipak, prilikom zadovoljenja osnovnih ciljeva postojanja penzijskih sistema ne bi trebalo zanemariti aspekt uticaja na privredni rast. Jer, zanemarivanjem se može naneti velika ekonomska šteta, a dobrim rešenjima podstaći privredni rast.

ZAKLJUČCI

Kratkog i sveobuhvatnog zaključka razmatranja na prethodnim stranicama jednostavno nema. Zbog toga ostaje da se ponove neki od najvažnijih nalaza i da se čitaocu ukaže na određene opasnosti u zaključivanju u pogledu međusobnog odnosa privrednog rasta i finansijskog posredovanja.

Privredni rast se zasniva na međusobno nezavisnim odlukama velikog broja preduzetnika (bili oni fizička ili pravna lica, preduzeća) da započnu i realizuju sopstvene poslovne poduhvate. Ove odluke zavise od niza različitih faktora, svih onih koji utiču na očekivani prinos tih poduhvata. Gotovo nijedan od njih ne može da se realizuje bez, makar minimalnog, ulaganja kapitala. Mala je verovatnoća da će onaj ko preduzima poslovni poduhvat raspolagati dovoljnom štednjom, individualnom ili korporativnom, iz koje će moći da finansira potrebne investicije. Tada na scenu stupa finansijsko posredovanje. Dve su osnovne funkcije tog posredovanja. Jedna je odgovarajuće finansiranje poslovnih poduhvata. Druga je selekcija tih poduhvata, i to tako da se izaberu samo oni najbolji, tj. oni najefikasniji. Prva funkcija omogućava akumulaciju kapitala i ostalih proizvodnih faktora, dok druga omogućava rast

ukupne faktorske produktivnosti, tj. efikasnosti kojom se akumulirani i angažovani proizvodni faktori koriste.

Nije finansijsko posredovanje dovoljan uslov za privredni rast. Za dinamičan privredni rast, pored finansijskog posredovanja, treba ispuniti i čitav niz preduslova kako bi preduzetnici donosili odluke o realizaciji novih poslovnih poduhvata. Upravo zbog toga ne treba automatski kriviti finansijsko posredovanje ukoliko privrednog rasta nema ili je njegova stopa nezadovoljavajuće niska. Tvrdnju da su, na primer, za sve krive banke i visoke kamatne stope treba ispitati i iz ugla u kome se postavlja pitanje zbog čega nema dovoljno poslovnih poduhvata čije su stope prinosa dovoljno viske da mogu da budu realizovani uz postojeće kamatne stope. Naravno, uz to neminovno ide pitanje o tome zbog čega su kamatne stope toliko visoke, šta su uzroci takvih kamatnih stopa.

Finansijsko posredovanje jeste delatnosti koja je po mnogim svojim karakteristikama identična ostalim privrednim delatnostima. Motiv je maksimizacija profita, a poslovanje se odvija na tržištu na kome je svaki učesnik izložen konkurentskom pritisku svih ostalih. Svako bi želeo da podigne cene svojih usluga i tako uveća profit koji prisvaja, ali mora da vodi računa o ponašanju konkurenata i o mogućnosti da oni kojima su potrebne usluge finansijskog posredovanja mogu da ih pribave kod konkurenta, pod povoljnim uslovima. U tom smislu pružanje usluga finansijskog posredovanja i obavljanje ove delatnosti ne razlikuju se od obavljanja ostalih privrednih delatnosti.

Razlika, međutim, postoji u pogledu raspoloživosti informacija. Naime, finansijsko posredovanje jeste delatnosti u kojoj postoji stalni nedostatak informacija, i to u dva najznačajnija vida. Jedan je neizvesnost, nedostatak informacija o budućnosti, pa time i rizik sa kojim se suočavaju svi oni koji se bave ovom delatnošću. Ogroman broj institucionalnih rešenja u delatnosti finansijskog posredovanja posledica je potrebe da se rizik sa kojim se suočavaju privredni subjekti umanji i da se preraspodeli na one koji mogu najbolje da ga podnose.

Drugi informacioni problem koji je sveprisutan u delatnosti finansijskog posredovanja jeste asimetrija informacija – situacija u kojoj jedan učesnik transakcije zna više od drugog. Upravo je taj fenomen, koji se iskazuje kao negativna selekcija i kao moralni hazard, uslovio mnoga institucionalna rešenja kakva postoje u okviru delatnosti finansijskog posredovanja. Ova rešenja minimizuju asimetriju informacija i omogućavaju finansijsko posredovanje koje bi u suprotnom bilo znatno manje, a njegovi pojedini segmenti u potpunosti bi nestali.

Veoma je bitno uočiti da se cela delatnost finansijskog posredovanja zasniva na povezivanju dve strane – jedne koja ima višak i druge koja ima manjak novca. To znači da uvek postoje dve strane te delatnosti, isto tako i dve strane svake transakcije u okviru te delatnosti. Uvek postoji plasman, ali i izvor toga plasmana. Uvek postoji prinos plasmana, ali i troška izvora koji finansijski posrednik mora da plati.

Ono što je za jednog učesnika u transakciji priliv, neminovno je odliv za drugog učesnika u toj transakciji. To je ravnoteža koja se uvek uspostavlja, čak i kada to ne izgleda tako na privi pogled.

Znatan nedostatak informacija koji je inherentan delatnosti finansijskog posredovanja i veliki rizici sa kojim se suočavaju učesnici na tržištu u ovoj delatnosti neminovno dovode do nestabilnosti finansijskog sektora i učestalih finansijskih kriza. Povećani stepen globalizacije finansijskih tokova čini svoje u pogledu globalizacije finansijskih kriza, koje se sa finansijskog težišta jedne zemlje lako prenose na druga. Te krize, sa svojim negativnim posledica po privredni rast, postale su neminovnost. Stoga se otvara pitanje njihovog predupređivanja. Veoma se često daje jezgrovit odgovor – regulacija. Međutim, taj odgovor otvara mnoga ozbiljna pitanja. Osnovno glasi: Koja će regulacija naći pravu meru između umanjenja verovatnoće nastanka finansijske krize i sputavanja slobodnog razvoja finansijskog posredovanja, što se neminovno iskazuje i kao dodatna barijera privrednom rastu? Prirodan odgovor koji se sve češće čuje jeste da regulacija treba da bude usmerena ka rizicima, a ne delatnosti u celini. Stoga, na primer, pod regulatornom lupom ne treba da budu sve banke, već samo one za koje se sumnja da mogu lako da posustanu i postanu rizične za celokupan finansijski sistem. Takođe, regulacija treba da bude usmerena na prikupljanje što više informacija, na spoznaju onoga što se dešava u finansijskom sistemu. Informacije omogućavaju da se regulacija usredsredi na najrizičnije segmente finansijskog sistema, one koji mogu da proizvedu najveće negativne efekte. Jer, između ostalog, detaljna regulacija celokupnog finansijskog sistema zahtevala bi toliko mnogo resursa, pre svega kompetentnih ljudi, da bi oportunitetni troškovi takve regulacije. Takođe, potrebno je voditi računa da finansijsko izbavljivanje velikih finansijskih posrednika, pre svega banaka i osiguravajućih društava, ma koliko ono bilo opravdano sa stanovišta predupređivanja kolapsa celokupnog finansijskog sistema, stvara podsticaje za rizično ponašanje svim velikim finansijskim posrednicima, budući da se ovim grade njihova očekivanja u pogledu finansijskog izbavljivanja u budućnosti. *Too big to fail* jeste slogan kojim se mnogi veliki rukovode ulazeći u sve rizičnije poslovne poduhvate u svojoj delatnosti. Na ovaj način delanje države samo stvara dodatni moralni hazard.

Finansijske krize, izbavljanje velikih finansijskih posrednika i izuzetno visoka primanja njihovih čelnika doveli su do veoma negativnog odnosa šire javnosti prema finansijskom sektoru u velikom broju zemalja. Otuda i pozivi javnosti ne samo za čvrstu regulaciju tog sistema nego i za krivičnu odgovornost čelnika. Mnogi na finansijski sektor gledaju sa podozrenjem – za njih je on postao sinonim za prevaru i kriminal.

Ipak, glas razuma govori nešto drugo. Bez finansijskog posredovanja ne samo da ne može da se zamisli privredni rast nego savremena privreda, zasnovana na veoma velikom broju transakcija, ne može da opstane. Otuda bi umanjivanje

finansijskog sektora bilo kontraproduktivno sa stanovišta ne samo privrednog rasta nego i opstanka savremenih privreda.

Stanovništvo u gotovo svim zemljama sveta postaje sve bogatije i bogatije. To je neminovna posledica privrednog rasta. Ne bogatstvo svakog stanovnika, ali ukupno bogatstvo gotovo neprekidno raste. To znači da se uvećava potreba da se neko brine o tom bogatstvu, da ga čuva i uvećava. To može da učini jedino finansijski sistem. Mnogi koji taj sistem kritikuju, koji njegove čelnike nazivaju pogrdnim imenima, ipak deponuju svoju štednju u taj sistem, ipak koriste njegove mnoge usluge. I tražnja za tim uslugama će, po svemu sudeći, stalno da raste.

Ukoliko bi se na samom kraju knjige tražila jedna jedina smernica za dalji razvoj finansijskog sistema, onda je to svakako ona nobelovca Roberta Šilera (Shiller) da preduzetnicima u finansijskom sektoru treba ostaviti slobodan prostor da inoviraju, da osmišljavaju nove proizvode i nove mehanizme. Inovacije su ključna osnova rasta realnog sektora privrede. U tom smislu finansijski sektor se ni po čemu ne razlikuje.

Literatura

Acemoglu, D. Aghion, P., Zilibotti, F. (2006), Distance to frontier, selection, and economic growth, *Journal of European Economic Association*, Vol. 4, 37-74

Acemoglu, D., Zillibotti, F. 1997, Was Prometheus unbound by chance?: Risk, diversification and growth, *Journal of Political Economy*, Vol. 105(4), 709-751.

Aghion, P., Howitt, P. (2009), *The Economics of Growth*, Cambridge, Mass. & London: The MIT Press.

Aghion, P., Dewatripont, M., Ray. P. 1999. Competition financial discipline and growth, *Review of Economic Studies*, Vol. 66(4), 825-852.

Aghion, P., Howitt, P., Mayer-Foulkes, D. 2005. The effects of financial development on convergence: Theory and evidence, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 120(1), 323-351.

Aizenman, J. Jinjrak, Y., Par, D. 2015. Financial development and output growth in developing Asia and Latin America: A Comparative sectoral analysis, *NBER Working paper 20917*, Cambridge, Mass.: National Bureau for Economic Research.

Akerlof, G.A. 1970. The markets for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84(3), 323-351.

Arena. M. (2006). Does insurance market activity promote economic growth? A cross-country study for industrialized and developing countries, *World Bank Policy Research Working Paper 4098*, Washington: The World Bank.

Arnberg, S. and Barslund, M. 2014. The Crowding-out Effect of Mandatory Labour Market Pension Schemes on Private Savings: Evidence from renters in Denmark, *CEPS Working Document* No. 389, Brussels: Centre for European Policy Studies.

Ashok Thomas, A., Spataro, Luca. 2013. Pension funds and market efficiency: A review, *Discussion Paper No. 164*, Pisa: Dipartimento di Economia e Management, Università di Pisa.

Barr, N. and P. Diamond, P. (2006). The economics of pensions, *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 22(1), 15-39.

Barr. N. (2012). *Economics of the Welfare State,* Oxford: Oxford University Press.

Barro, R.J. (1991), Economic growth in a cross section of countries, Quarterly Journal of Economics, Vol. 106(3), 407-443.

Barro, R.J., Sala-i-Martin, X. (2005), *Economic Growth*, 2nd Edition, Cambridge, Mass. & London: The MIT Press.

Benhabib, J., Spiegel, M.M. 2000. The role of financial development in growth and investment, *Journal of Economic Growth*, Vol. 5(4), 341-360.

Betton, S., Eckbo, B.E, Thorburn, K.S. (2007). Corporate takeovers, u: Eckbo, B.E. (Ed.). *Handbook of Corporate Finance*, Vol. 2, *Empirical Corporate Finance*, Amsterdam: North-Holland, 291-429.

Bijlsma, M., van Ewijk, C., Haaijen, F. 2014. Economic growth and funded pension systems, *CPB Discussion Paper No. 279*, The Hague: CPB Netherland Bureau for Economic Policy Analysis, July 2014.

Blau, D.M. 2011. Pensions, Household Saving, and Welfare: A Dynamic Analysis, *IZA Discussion Paper No. 5554*, IZA, Bonn: Institute for Study of Labor.

Bolton, P., Santos, T., Scheikman, J. 2011. Outside and inside liquidity, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 126(1), 259-321.

Capasso, S. (2008). Stock Market Development and Economic Growth, in: Mavrotas, G. (Ed.). *Domestic Resource Mobilization and Financial Development*, London: Palgrave Macmillan, 10-38

Cechetti, C., Kharroubi, E. 2012. Researching impact of finance to growth, *BIS Working Paper* No 381, Basel: Bank for International Settlements.

CLDS. 2009. *Izazovi uvođenja obaveznog privatnog penzijskog sistema u Srbiji*, Beograd: Centar za liberalno-demokratske studije

Connor, G., Woo, M. (2004). *An Introduction to Hedge Funds*, London: LSE Financial Market Group.

Culp, C.L. (2009): The social functions of financial derivatives, u: R. W. Kolb, R.W., Overdahl, J. (Eds.). *Financial Derivatives, Pricing and Risk Management*, Boston: John Wiley & Sons Whiley, 58–59.

David P. Stowell, D.P. (2013): *Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity*, Amsterdam: Elsevier & Academic Press.

Davis, E.P, Hu, Y. (2008). Does funding of pensions stimulate economic growth? *Journal of Pension Economics & Finance*, Volume 7, Issue 2 , July, 221-249

Davis, S.J., Haltiwanger, J., Handley, K., Jarmin, R., Lerner, J., Miranda, J. (2014). Private equity, jobs, and productivity, *American Economic Review*, Vol. 104(12), 3956-3990.

Demetriades, P., Hussein, K. 1996. Does financial development cause economic growth?, Time series evidence from 16 countries, *Journal of Development Economics*, Vol. 51(2), 387-411.

Demirgüç-Kunt, A., Levine, R. 2001. Bank-based and market-based financial systems: Cross-country comparisons, u: Demirgüç-Kunt, A., Levine, R. (Eds.), *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-country Comparison of Banks, Markets and Development*, Mass. & London: The MIT Press, 81-140.

Demirgüç-Kunt, A., Maksimovic, V. 1998. Law, finance, and firm growth, *Journal of Finance*, Vol. 53(6), 2107-2137.

Diamong, D.W., Dybvig, P.H. 1983. Bank runs, deposit insurance, and liquidity, *Journal of Political Economy*, Vol. 91(2), 401-419.

Dobbs, R., Lund, S. (2013). Is financial globalisation in retreat?: And if so, does it matter?, *VOX EU*, 19 June 2013. http://www.voxeu.org/article/financial-globalisation-retreat-or-reset.pdf

EBRD. 2014. *Law in Transition 2014*, London: European Bank for Reconstruction and Development.

Edwin H. Neave: *Modern Financial Systems*, *Theory and Applications,* Boston: John Wiley & Sons.

European Commission. 2013. *Long-term Financing of the European Economy*, Green Paper, Brussels: European Commission.

Fama, E.F. (1991). Efficient capital markets: II, *The Journal of Finance*, Vol. 46(5), 1575-1617.

Farrell, D., Lund, S., Gerlemann, E., Seeburger, P. (2007). *The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds and Private Equity Are Shaping the Global Capital Markets*, San Francisco: McKinsey Global Institute.

Fink, G., Haiss, P., Histoforova, S. 2003. Bond markets and economic growth, *Research Institute for European Affairs Working Paper* No. 49, Vienna: University of Vienna.

Frank, M.Z., Goyal, V.K. (2007). Trade-off and Pecking Order Theories of Debt, u: Eckbo, B.E. (Ed.). *Handbook of Corporate Finance*, Vol. 2, *Empirical Corporate Finance*, Amsterdam: North-Holland, 135-202.

Galor, O., Zeira, J. 1993. Income distribution and macroeconomics, *Review of Economic Studies*, Vol. 60(1), 35-52.

Gitman, L.J., Zutter, C.J. (2011): *Principles of Managerial Finance*, New York: Prentice-Hall.

Greenwood, J., Jovanovic, B. 1990. Financial development, growth and distribution of income, *Journal of Political Economy*, Vol. 98(5), Part I, 1076-1107.

Guiso, L., Sapienza, P., Zingales, L. 2004, Does local financial development matter, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 119(3), 929-969.

Han, L., Li, D. Moshirian, F., Tian, Y. (2010). Insurance development and economic growth, *Geneva Papers on Risk and Insurance*, 2010, Vol. 35(2), 183-199.

Hicks, J. 1969. *A Theory of Economic History*, Oxford: Clarendon Press.

Holzmann, R. (2007). Pension Reform, Financial Market Development, and Economic Growth: Preliminary Evidence from Chile, *Staff Papers (International Monetary Fund)*, Vol. 44, No. 2 (Jun., 1997), 149-178

Howells P., Keith B. (2007). *Financial Markets and Institutions*, New York: Prentice Hall.

Hu, Y. (2005). Pension Reform, Economic Growth and Financial Development - An Empirical Study, *Economics and Finance Working papers, Brunel University.*

Huang, C.H. Ho, P.H., Lin, C.Y., Yen, J.F. (2014). Firm age, idiosyncratic risk, and long-run SEO underperformance, *International Review of Economics & Finance*, Volume 34(4), 246–266.

Hurd, M., Michaud, P.C., Rohwedder, S. 2012. The displacement effect of public pensions on the accumulation of financial assets. Fiscal Studies, Vol. 33(1), 107-128.

IFF. (2014). *Financial Globalization: Maximizing Benefits, Containing Risks*, Washington: Institute for International Finance.

Jakob de Haan, J. Sander Oosterloo, S., and Dirk Schoenmaker, D. (2009). *European Financial Markets and Institutions*, Cambridge: Cambridge University Press, 2009.

Jorgensen, D.W. (2009), *The Economics of Productivity*, Cheltenham & Northampton: Edward Elgar.

Kaminsky, G.L., Reinhart, C.M. (1999). The twin crises: The causes of banking and balance-of-payment problems, *American Economic Review*, Vol. 89(3), 473-500.

Kidwell, D.S., Blackwell, D.W., Whidbee, D.A., Sias, R.W. (2011). *Financial Institutions, Markets, and Money*, Boston: John Wiley & Sons.

King, R.G., Levine, R. 1993. Finance and growth: Schumpeter might be right, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108(3), 513-542.

Klock, S.A., Bacon, F.W. (2014). The January effect: A test of market efficiency, *Proceedings of ASBBS*, Volume 21(1), 423-434.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W. 1998. Law and finance, *Journal of Political Economy*, vol. 106(6), 1113-1155.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W. 2002. Investor protection and corporate governance, *Journal of Financial Economics*, Vol. 58(1), 3-27.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W. 2002. Investor protection and corporate valuation, *Journal of Finance*, Vol. 57(3), 1147-1170.

Langfield, S., Pagano, M. (2015). Bank bias in Europe: Effects on systemic risk and growth, *ECB Working Paper Series No 1797*, Frankfurt: European Central Bank May.

Levine, R. (2005), Finance and growth: Theory and evidence, u: Aghion, P., Durlauf, S. (Eds.), *Handbook of Economic Growth*, Volume 1a, Amsterdam: North Holland, 865-936.

Levine, R., Zervos, S. 1998. Stock markets, banks, and economic growth, *American Economic Review*, Vol. 88(4), 537-558.

Litan, R.E. (2010). *In defense of much, but not all, financial innovation*, Weiss Center for International Financial Research, Wharton School, Philadelphia: University of Pennsylvania.

Loayaza, N., Ranciere, R. (2006), Financial development, financial fragility, and growth, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 38(4), 1051-1076.

Lucas, R.E. (1998), On the mechanics of economic development, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 22(1), 3-42.

Lynch, T.E. (2012). Gambling by another name: The challenge of purely speculative derivatives, *Stanford Journal of Law, Business, and Finance,* Vol. 17(1)1, 37-59.

M. Scholes. M. (2004) The future of hedge funds, *Journal of Financial Transformation*, Vol. 10, 8–11.

Madura, J. (2012). *Financial Markets and Institutions*, Mason, OH: Southwestern Cengage Laering.

Malkiel, B.G. (2005). Reflections on the Efficient Market Hypothesis: 30 Years Later, *Financial Review*, Vol. 40 (1), 1-9.

Malkiel, B.G. (2013). *The efficient-market hypothesis and the financial crisis*, u:, A.S., Lo, A.W., Solow, R.M. (Eds.): *Rethinking the Financial Crisis*, New York: Russell Sage Foundation, 75-98.

Manganelli, S., Popov. A. 2013. Finance dependence, global growth opportunities, and growth revisited. *Economic Letters*, Vol. 120(1), 123-125.

Mankiw, N.G., Romer, D. Weil, D.N. (1992). *A Contribution to the empirics of economic growth, Quarterly Journal of Economics*, Vol. 107(2), 407-437.

Marks, K.H., Robbins, L.E., Gonzalo Fernandez, G., Funkhouser, J.D., Williams, D.L. (2009). *The Handbook of Financing Growth, Strategies, Capital Structure and M&A Transactions,* Boston: John Wiley & Sons, 2009.

Merton, R.C. 1987. A simple model of capital market equilibrium with incomplete information, *Journal of Finance*, Vol. 42(3), 483-510.

Mijatović, B. (2012). Камате: хришћански и економски поглед, Зборник Матице српске за друштвене науке, Свеска 141, бр. 4/2012, 483-502. www.maticasrpska.org.rs/stariSajt/casopisi/drustvene_nauke_141.pdf

Miller, M.H. 1998. Financial markets and economic growth, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 11(1), 8-14.

Mishkin, F.S., Eakins, S.G. (2012). *Financial markets and institutions*, New York: Prentice Hall.

Morales, M.F. 2003. Financial intermediation in a model of growth through creative destruction, *Macroeconomic Dynamics*, Vol. 7(2), 363-393.

Muhtaseb, M.R. (2013). Growing role of hedge funds in the economy, *Journal of Derivatives & Hedge Funds*, Vol. 19(1), 1-11.

Narayanan, M., Sundaram, A. (1998). A Safe Landing? Golden Parachutes and Corporate Behavior, *University of Michigan Business School Working Paper* No. 98015, Ann Arbor: University of Michigan.

NBS. 2015. *Sektor dobrovoljnih penzijskih fondova u Srbiji: izveštaj za drugo tromesečje 2015. godine*, Beograd: Narodna banka Srbije.

Neave, E.H. (2009). *Modern Financial Systems: Theory and Applications*, Boston: John Wiley & Sons.

Obstfeld, M. (1994). Risk-taking, global diversification, and growth, *American Economic Review*, Vol. 84(5), 1310-1329.

OECD. 2011. *Pensions at a Glance 2011: Retirement-Income Systems in OECD and G20 countries*, Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development.

OECD. 2014a. *Pension Markets in Focus 2014*, Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development.

OECD. 2014b. *Annual Survey of Investment Regulations of Pension Funds 2014*, Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development.

OECD. 2015. *Regulation of Insurance Company and Pension Fund Investment*, Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development.

Pallares-Miralles, M., Carolina Romero, C., and Edward Whitehouse, E. 2012. *International Patterns of Pension Provision II: A Worldwide Overview of Facts and Figures*, Washington: World Bank.

Rajan, R.G. i Zingales, L. (1998). Financial dependence and growth, *American Economic Review*, Vol. 88(3), 559-586.

Rioja, F. i Valev, N. (2004), Does one size fit all?: A re-examination of the finance and growth relationship, *Journal of Development Economics*, Vol. 74(2), 429-447

Schmidt-Hebbel, K. (1998). Does pension reform really spur productivity, saving and growth? *Number 33. Banco Central de Chile, Gerencia de Investigacion Economica, Departamento Publicaciones.*

Shefrin, H., Statman, M.*: Behavioral finance in the financial crisis: Market efficiency, Minsky, and Keynes*, u:, A.S., Lo, A.W., Solow, R.M. (Eds.): *Rethinking the Financial Crisis*, New York: Russell Sage Foundation, 99-135.

Shleifer, A., Vishny, R. (1997): *Survey of Corporate Governance*, *Journal of Finance*, Vol. 52(2), 737-783.

Somanathan, T.V., Nageswaran, A.V. (2015). *The Economics of Derivatives*, Cambridge: Cambridge University Press.

Song, Z., Storesletten, K., Zillibotti, F. 2011. Growing like China, *American Economic Review*, Vol. 101(1), 202-241.

Thomas, A. and Spataro, L. (2013): Pension funds and Market Efficiency: A review, *Discussion Paper n. 164, Dipartimento di Economia e Management*, Università di Pisa, 2013.

Thumrongvit, P., Kim, Y., Pyun, C.S. 2013. Linking the missing market: The effect of bond markets on economic growth. *International Review of Economics and Finance*, Vol. 27(C), 529-541.

Tirole, J. 1998. *The Theory of Industrial Organization*, Cambridge, Mass. & London: The MIT Press.

Weil, D.N. (2009), *Economic Growth*, Boston and New York: Pearson and Addison-Wesley.

Zandberg, E., Spierdijk, L. 2013. Funding of pensions and economic growth: are they really related?, *Journal of Pension Economics and Finance*, Vol. 12(2), 151-167.

Zingales, L. (2015). Presidential address: Does finance benefit society?, *Journal of Finance*, Vol. 70(4), 1327-1363.

Zweifel, P., Eisen, R. (2012). *Insurance Economics*, Berlin & Heidelberg: Springer Verlag.