



**IZDAVAČ:**

Finrar d.o.o., Banja Luka i Financing d.o.o., Brčko  
www.financingscience.org  
e-mail: financing.redakcija@srrrs.org

**GLAVNI I ODGOVORNI UREDNIK:**

Prof. dr. Dragan Mikerević

**ZAMJENIK GLAVNOG I ODGOVORNOG UREDNIKA:**

Mr. Milan Pucarević

**REDAKCIONI ODBOR:**

**Predsjednik:**

Prof. dr. Novak Kondić

**Članovi:**

Prof. dr. Kata Škarić Jovanović

Prof. dr. Mirko Puljić

Prof. dr. Milorad Ivanišević

Prof. dr. Hamid Alibašić

Doc. dr. Milan Lakićević

Prof. dr. Duško Šnjegota

Prof. dr. Goran Radivojac

Prof. dr. Dejan Mikerević

**IZDAVAČKI SAVJET:**

**Predsjednik:**

Prof. dr. Janez Prašnikar

**Članovi:**

Akademik dr. Mirko Vasiljević

Prof. dr. Jovan Rodić

Prof. dr. Dragan Đuričin

PhD George W. Kester, D.B.A.

Prof. dr. Silvije Orsag

Prof. dr. Kemal Kozarić

Prof. dr. Franc Koletnik

Prof. dr. Stanko Stanić

PhD Joseph W. H. Lough

Prof. dr. Veselin Drašković

Prof. dr. Marko Rajčević

Prof. dr. Kadrija Hodžić

Prof. dr. Đoko Malešević

PhD Marina Sebastijanović, D.B.A.

Prof. dr. Radomir Božić

Prof. dr. Anđelko Lojpur

Prof. dr. Nenad Vunjak

Prof. dr. Zorica Božinovska Lazarevska

Prof. dr. Zdravko Todorović

Prof. dr. Goran Popović

Prof. dr. Reuf Kapić

Prof. dr. Vasilj Žarković

Prof. dr. Gordana Ilić

Prof. dr. Ljubomir Kovačević

Doc. dr. Jugoslav Jovičić

Prof. dr. Jovo Ateļjević

Mr. Boško Čeko

Mr. Borko Reljić

Ranko Travar, dipl. ek.

Dragan Veselinović, dipl. ek.

Doc. dr. Mimo Drašković

**Lektor:**

Mijana Kuburić Macura

**Grafička priprema:**

Atlantik BB

**Za štampariju:**

Branislav Galić

Štampa "Atlantik BB"

**SADRŽAJ:**

- 5 | **Dinka Antić**  
NAČELO PRAVIČNOSTI –  
TEMELJ GLOBALNOG  
KONCEPTA OPOREZIVANJA
- 13 | **Milenko Krajišnik**  
**Saša Stevanović**  
ANALIZA DINAMIKE ODRŽIVOSTI  
DUGA BOSNE I HERCEGOVINE  
I ZEMALJA REGIONA
- 23 | **Branka Topić Pavković**  
**Svjetlana Vranješ**  
TENDENCIJE KRETANJA  
SVJETSKIH REZERVNIH VALUTA,  
U MEĐUNARODNOM  
MONETARNOM SISTEMU
- 29 | **Tajana Serdar Raković**  
OSNOVA VRIJEDNOSTI KAO  
ZNAČAJAN ELEMENT PROCJENE  
VRIJEDNOSTI
- 38 | **Stefan Blagojević**  
SLOBODNE ZONE  
U REPUBLICI SRPSKOJ
- 47 | **Svjetlana Vranješ**  
GLOBALNI TRENDOVI ULAGANJA  
PRIVATNOG SEKTORA KROZ  
JAVNO-PRIVATNO PARTNERSTVO
- 53 | **Momir Lazarević**  
TURIZAM I TRGOVINA KAO  
KOMPLEMENTARNI FAKTORI  
RASTA I RAZVOJA EKONOMIJE
- 56 | **Zvezdana Gavrilović**  
EFEKTI DIGITALIZACIJE  
NA MARKETINŠKU  
PRODUKTIVNOST BANKARSKOG  
SEKTORA REPUBLIKE SRPSKE

# UPUTSTVO AUTORIMA

## 1. DOSTAVLJANJE RADOVA

Radovi se objavljuju pod uslovom da nisu prethodno objavljivani, niti je podnesen zahtjev za njihovo objavljivanje u nekom drugom časopisu. Radovi koji nisu adekvatno pripremljeni na osnovu ovog uputstva neće se uzimati u razmatranje.

Radovi sa priložima obavezno se dostavljaju u elektronskom obliku. Tekst rada i grafički prilozi (fotografije, grafikoni) moraju biti odvojeni dokumenti i u pogodnom obliku za konvertovanje i tehničko manipulisanje.

Prilikom dostavljanja rada, autor dostavlja i kontakt podatke: ime i prezime sa srednjim slovom, naučno i titularno zvanje, brojeve mobilnog i fiksnog telefona, poštansku adresu, elektronsku adresu, naziv ustanove u kojoj je zaposlen i radno mjesto u toj ustanovi.

Samo podaci koji se navode kao dio opreme članka (tzv. metapodaci) biće objavljeni u časopisu.

## 2. PRAVA I OBAVEZE AUTORA I IZDAVAČA

Za objavljivanje se prihvataju radovi koji, po mišljenju urednika i recenzenata, zadovoljavaju kriterijume časopisa u pogledu relevantnosti, profesionalnog nivoa i aktuelnosti. Redakcija zadržava pravo da radove prilagodi opštim pravilima uređivanja časopisa i standardu jezika.

Za sva mišljenja iznesena u objavljenom radu odgovoran je isključivo autor. Urednik, recenzenti ili izdavač ne prihvataju odgovornost za autorova iznesena mišljenja.

Ukoliko je rad prihvaćen za objavljivanje, pravo reprodukcije rada u svim drugim medijima pripada izdavaču od datuma prihvatanja.

Prilog treba da bude pripremljen prema standardima časopisa. Ukoliko se ne poštuju kriterijumi navedeni u nastavku, redakcija može da ne prihvati tekst ili da traži da se rad prilagodi, zbog čega objavljivanje može da kasni.

## 3. TEHNIČKE NORME OBLIKOVANJA ČLANKA

### 3.1. Obim rada

Rad treba da ima najviše do 15 strana A4 formata (između 15.0000 i 30.000 znakova).

### 3.2. Formati dokumenata, stilovi i oblikovanje

Tekst rada u elektronskom obliku mora biti u jednom od standardnih formata: doc, docx, rtf (*Microsoft Word*).

Ilustrativne priloge treba priložiti u elektronskoj formi kao zasebne datoteke u nekom od standardnih formata: ai, cdr, eps (grafikoni, šeme) ili jpeg, tiff, gif, pdf (fotografije) sa rezolucijom od najmanje 300 tačaka po inču u prirodnoj veličini. U tekstu rada treba jasno označiti mjesto gdje se prilog pojavljuje i naziv priloga kako je označen na mediju.

Bez obzira na jezik, neophodno je da rad bude otkucan u fontu koji podržava unikatni standard (*Unicode*), po mogućnosti *Times New Roman*.

### 3.3. Jezik i pismo rada

Jezik rada, pored srpskog, može biti bilo koji jezik raširene upotrebe u međunarodnoj komunikaciji i u datoj naučnoj oblasti.

### 3.4. Sastavni dijelovi opreme članka

#### 3.4.1. Ime autora

Navodi se puno ime i prezime (svih) autora, sa srednjim slovom. Prezimena i imena domaćih autora uvijek se ispisuju u originalnom obliku (sa srpskim dijakritičkim znakovima), nezavisno od jezika rada. Naučna i titularna zvanja autora se ne navode (npr. *prof.*, *dr...*).

#### 3.4.2. Kontakt podaci

Adresa ili e-adresa autora objavljuje se u časopisu. Ako je autora više, daje se samo adresa jednog, obično prvog autora.

#### 3.4.3. Naziv ustanove autora (afilijacija)

Navodi se pun (zvanični) naziv i sjedište ustanove u kojoj je autor zaposlen, a eventualno i naziv ustanove u kojoj je autor obavio istraživanje. U složenim organizacijama navodi se ukupna hijerarhija. Bar jedna organizacija u hijerarhiji mora biti pravno lice. Ako je autora više, a neki potiču iz iste ustanove, mora se naznačiti iz koje od navedenih ustanova potiče svaki od navedenih autora.

Afilijacija se ispisuje na dva jezika (na jeziku na kome je napisan rad i na kome je napisan rezime).

#### 3.4.4. Naslov

U opštem je interesu da se u naslovu koriste riječi prikladne za indeksiranje i pretraživanje. Ako takvih riječi nema u naslovu, poželjno je da se naslovu pridoda podnaslov. Naslov se ispisuje na dva jezika, i to:

- u datoteci priloga, na dva mjesta – na početku rada (na jeziku na kome je napisan rad) i u rezimeu (na jeziku na kome je napisan rezime).

#### 3.4.5. Podnaslovi

Podnaslovi se numerišu po nivoima, arapskim brojevima, po principu: *1. Prvi podnaslov, 2. Drugi podnaslov, 2.1. Prvi podnaslov drugog reda, 2.2. Drugi podnaslov drugog reda, 3. Treći podnaslov...* (poput strukture podnaslova korišćene u ovom uputstvu).

#### 3.4.6. Rezime

Rezime je kratak informativan prikaz sadržaja članka koji čitaocu (ali i učesnicima u uređivačkom procesu) omogućava da brzo i tačno ocijeni njegovu relevantnost. U interesu je autora da sažeci sadrže termine koji se često koriste za indeksiranje i pretragu članaka. Sastavni dijelovi sažetka su cilj istraživanja, metodi, rezultati i zaključak.

Sažetak treba da ima od 100 do 200 riječi i treba da stoji:

- u datoteci priloga, između naslova i ključnih riječi. Sažetak mora biti napisan na jeziku na kome je i rad. Sažetak ne sadrži reference.

Ukoliko je rad na srpskom jeziku, rezime treba da bude napisan i na engleskom jeziku. Za rezime na engleskom jeziku autor mora obezbijediti gramatičku i pravopisnu ispravnost. Obim rezimea može biti do 1/10 obima članka.

#### 3.4.7. Ključne riječi

Ključne riječi su termini koje najbolje opisuju sadržaj članka za potrebe indeksiranja i pretraživanja. Treba ih dodjeljivati s osloncem na neki međunarodni izvor (popis, rječnik ili tezaurus) koji je najšire prihvaćen unutar date naučne oblasti.

Broj ključnih riječi ne smije biti veći od osam.

Ključne riječi daju se na jeziku na kome je napisan rad i na jeziku na kome je napisan rezime. U članku se daju neposredno nakon rezimea.

#### 3.4.8. Sadržaj rada

Rad treba da bude relevantan za naučnu i stručnu javnost, sa jasno naglašenim ciljevima i rezultatima istraživanja, zaključkom, referencama u tekstu i bibliografskim jedinicama na kraju. Ideje u radu moraju biti originalne i značajno doprinositi razvoju predmeta istraživanja, a metodologija mora biti jasno opisana.

#### 3.4.9. Tabelarni i grafički prikazi

Tabelarni i grafički prikazi treba da budu dati na jednoobrazan način. Svaka tabela, grafikon ili slika moraju biti označeni brojem po redoslijedu navođenja u tekstu, s adekvatnim nazivom (npr.: *Tabela 2. Pouzdanost varijabli*).

#### 3.4.10. Citiranje

Citiranje je doslovno navođenje tuđih otkrića, spoznaja, teorija, definicija, dokaza, stavova, teza, interpretacije mišljenja, podataka i sl. i njihovo jasno odvajanje od autorovih, te naznačavanje bibliografskog izvora iz kojeg potiču.

Pozivanje na izvore citiranog teksta označava se u zagradi na mjestu gdje se on nalazi, navođenjem prezimena autora, godine izdanja djela i stranice s koje je citat preuzet.

#### 3.4.11. Implicitno navođenje teksta (parafraziranje)

Implicitno navođenje ili parafraziranje je prenošenje otkrića, spoznaja, teorija, definicija, dokaza, stavova, teza, interpretacije mišljenja, podataka i sl. nekog drugogog autora, ali ne doslovno, kako stoji u korišćenom izvoru, već na sopstveni način, odnosno sopstvenim izražajnim stilom.

Informacioni sadržaj parafraziranjem mora biti prenesen jasno i vjerodostojno, ali sopstvenim stilskim izražajem. Parafrazirani tekst nije iste dužine kao izvorni, on može biti duži ili kraći u zavisnosti od cilja koji se želi postići, ali mora sačuvati suštinu izvornog teksta.

Pozivanje na izvore parafraziranog teksta označava se u zagradi na mjestu u tekstu gdje se on nalazi, navođenjem prezimena autora i godine izdanja djela iz kojeg je tekst preuzet u zagradi.

#### 3.4.12. Napomene (fusnote)

Napomene se daju pri dnu strane na kojoj se nalazi komentarisani dio teksta. Ne unose se „ručno“, već uz pomoć automatskih alati za označavanje fusnota u konkretnom programu.

#### 3.4.13. Korišćeni izvori u radu

Izvori obuhvataju, po pravilu, bibliografske izvore (članke, monografije i sl.) i daje se isključivo u zasebnom odjeljku članka, u vidu liste referenci. Reference se ne prevode na jezik rada, niti se preslovljavaju.

Za različite vrste bibliografskih jedinica različito se navode bibliografski podaci. Treba poštovati pravila standarda APA, <http://www.apastyle.org/index.aspx>. Nestandardno, nepotpuno ili nedosljedno navođenje izvora jedan je od kriterijuma za objavljivanje članka u časopisu.

U spisku literature navode se samo reference koje je autor koristio pri izradi, abecednim redom po prezimenima autora ili naslovu citirane reference ukoliko se ona tretira kao anonimno djelo.

Tip izvora	Navođenje u spisku izvora	Navođenje u tekstu
Monografija	Stojanović, M. (2012). <i>Ekonomika nacionalne privrede</i> . Beograd: Globus print.	(Stojanović, 2012)
Monografija s više autora	Stanić, S., Komić, J. i Redžić, C. (1991). <i>Matematički modeli i metode u ekonomiji</i> . Banja Luka: Ekonomski fakultet.	prvo citiranje: (Stanić, Komić i Redžić, 1991) dalja citiranja: (Stanić i dr., 1991)
Dio priređene monografije ili članak u zborniku radova	Dmitrović Šaponja, Lj. i Rakovački Tubić, S. (2010). Računovodstvo i zaštita životne sredine. U: <i>Uloga finansijske i računovodstvene profesije u prevazilaženju krize u realnom i finansijskom sektoru</i> (str. 105–137). Banja Luka: Savez računovođa i revizora Republike Srpske.	prvo citiranje i dalja citiranja – ako se radi o dva autora: (Dmitrović Šaponja i Rakovački Tubić, 2010)
Odrednica u enciklopediji ili rječniku	Tomaš, R. (1994). Budžetska jednačina. U: <i>Ekonomika i poslovna enciklopedija</i> (Tom 1, A–M, str. 117–118). Beograd: Savremena administracija.	(Tomaš, 1994)
Članak u časopisu s brojevima godišta i svezaka	Komić, J. i Božić, M. (2002). Neki aspekti specifikacije linearnog regresionog modela vjerovatnoće. <i>Acta Economica</i> , 1(1), 69–78.	prvo citiranje i dalja citiranja – ako se radi o dva autora: (Komić i Božić, 2002)
Članak na internetu	Fabris, N. (2006). Eurizacija kao instrument monetarne politike Srbije. Preuzeto 19.04. 2015. sa <a href="http://www.http://ea.ekof.bg.ac.rs/pdf/168/1-1%20Fabris.pdf">http://www.http://ea.ekof.bg.ac.rs/pdf/168/1-1%20Fabris.pdf</a>	(Fabris, 2006)
Članak u novinama	Renner Smajović, M. (2013, 26. februar). Školovanje u deficitu. <i>Nezavisne novine</i> , 5110, 13.	(Renner Smajović, 2013)
Časopis koji se objavljuje samo na internetu	Novakov, D. (2001). Brankica Čigoja: Najstariji srpski ćirilski natpisi. <i>Lingvističke aktuelnosti</i> , 5. Preuzeto 13. 8. 2011. sa <a href="http://www.komunikacija.org.rs/komunikacija/casopisi/lingakt/ll_5/d010/show_html?stdlang=sm">http://www.komunikacija.org.rs/komunikacija/casopisi/lingakt/ll_5/d010/show_html?stdlang=sm</a> NAPOMENA: Prema 6. izdanju uputstva za APA, kad god je moguće, treba upisivati DOI broj. DOI broj se upisuje na kraju opisa bez tačke.	(Novakov, 2001)
Neobjavljene teze i disertacije	Petraš, M. (2013). <i>Osnovni uzroci neefikasnosti fiskalnih sistema zemalja u razvoju</i> . Neobjavljena doktorska disertacija. Banja Luka: Ekonomski fakultet.	(Petraš, 2013)
Pravni izvori	<i>Zakon o privrednim društvima. Službeni glasnik Republike Srpske, br. 127/08, 58/09, 100/11.</i>	( <i>Zakon o privrednim društvima, 127/08</i> )
Standardi	ISO/IEC. (2005). <i>ISO/IEC 27001:2005 Information technology – Security techniques – Specification for an Information Security Management System</i> . Geneva, Switzerland: ISO/IEC.	(ISO/IEC 27001, 2005)
Rad bez godine izdanja	Vulović, D. (ur.). (b. g.). <i>Religija i savremeni svet</i> . Beograd: Centar za marksizam.	(Vulović, b. g.)
Lična komunikacija	ne navodi se	(D. Jovanović, lična komunikacija, 9. maj 2012)

Ako publikacija ima više izdavača i/ili mjesta izdanja, navodi se samo prvi.

Nema nikakve potrebe navoditi seriju, biblioteku u kojoj je knjiga izdata (to važi i za sabrana/izabrana djela), niti prevodioca, ako je monografija prevedena.

Ako je relevantno istaći broj izdanja, on se navodi iza naslova, u zagradi.

#### 3.4.14. Prilog

U prilogu bi trebalo dati samo one opise materijala koji bi čitaocima bili korisni za razumijevanje, evaluiranje ili ponavljanje istraživanja.

#### 3.5. Jezičke preporuke

Jezik rada treba da pripada naučnom stilu standardnog jezika i da, stoga, bude usaglašen u što je moguće većoj mjeri s pravopisnom, gramatičkom i stilskom normom.

Individualne skraćenice bi trebalo izbjegavati, a ako se koriste, moraju biti raščitanje pri prvoj upotrebi.

UDK 336.22:172.1

DOI: 10.7251/FIN1802005A

Dinka Antić\*

PREGLEDNI RAD

# Načelo pravičnosti – temelj globalnog koncepta oporezivanja

## Fairness principle – foundation of global concept of taxation

### Rezime

Načelo pravičnosti poreza svrstava se u socijalno-politička načela finansijske teorije. Njegova primjena u poreskim sistemima savremenih zemalja treba da osigura ravnomjerno oporezivanje „između jednakih“ i redistribuciju dohotka i bogatstva „između nejednakih“ pojedinaca. Horizontalna pravičnost poreza podrazumijeva da se „jednaki oporezuju jednako“, odnosno da osobe sa istom ekonomskom snagom (dohotkom, prihodima, imovinom) treba u istoj mjeri da doprinose državi za javna dobra i usluge koje zauzvrat dobija od nje. Vertikalna pravičnost oporezivanja se osigurava na način da se pojedinci oporezuju u skladu sa njihovom ekonomskom snagom, što znači da bogatiji pojedinci treba da plaćaju veće poreze. Era globalizacije finansijskih i ekonomskih tokova dovela je do transformacije načela pravičnosti poreza iz nacionalnog načela nužnog za kreiranje pravičnog nacionalnog poreskog sistema do globalnog koncepta fer oporezivanja, koji bi trebalo da osigura pravičnu podjelu poreskog tereta između zemalja.

**Ključne riječi:** načelo pravičnosti poreza, pravično oporezivanje

### Abstract

Principle of tax fairness belongs to social-political principles of financial theory. Its application in tax systems of modern countries should ensure a uniform taxation “between the equals” and a redistribution of income and wealth “between the unequals”. The horizontal tax fairness implies that the “equals should be taxed equally”, meaning that the individuals with the same economic force (income, revenue, property) should contribute in equal way to the state for public goods and services received in return. The vertical tax fairness is ensured in a way that individuals are taxed in accordance with their economic force, meaning that the better off should pay higher taxes. Globalisation of financial and economic flows has caused a transformation of principle of tax fairness from national principle necessary for designing a fair national tax system into a global concept of fair taxation, that should ensure a fair distribution of tax burden between countries.

**Keywords:** principle of tax fairness, fair taxation

### UVOD

Načela oporezivanja, kao segment normativne ekonomije, nužna su za vrednovanje različitih prijedloga i mjera u području poreske politike. U dugom vremenskom razdoblju razvoja čovječanstva, finansijska (fiskalna) načela su imala primat u odnosu na ostala, u to vrijeme, poresko-tehnička načela. Fiskalni cilj, koji država (fiskus) realizuje prikupljanjem sredstava putem poreza, ostao je primarni cilj oporezivanja u većoj ili manjoj mjeri sve do danas. Fiskalna načela su i dalje ostala vodeća načela, s tim da su ekonomska načela počeo-

la dobijati na sve većem značaju uporedo sa jačanjem uloge države i razvojem ekonomske misli, tako da porezi postaju instrument poreske/fiskalne politike i važna poluga makroekonomske politike savremenih država. Polovinom XX vijeka, pod utjecajem teorije blagostanja i socijalne države, javljaju se i socijalnopolitička načela pravičnosti i ravnomjernosti oporezivanja. Porezi postaju instrument socijalne politike i politike redistribucije dohotka i bogatstva. Pod uticajem civilnog društva i razvojem demokratije savremene države nastoje osigurati pravičnost u oporezivanju, u smislu da se „jednaki oporezuju jednako“, odnosno da osobe sa istom ekonomskom

\* Šef Odjeljenja za makroekonomsku analizu Upravnog odbora UIO i docent na Fakultetu pravnih nauka Panevropskog univerziteta „Apeiron“ Banjaluka.  
E-mail: dinka.antic@uino.gov.ba



snagom (dohotkom, prihodima, imovinom) treba u istoj mjeri da doprinese državi za javna dobra i usluge koje zauzvrat dobijaju od nje. Osim horizontalne pravičnosti oporezivanja „između jednakih“ finansijska teorija zahtijeva postojanje vertikalne pravičnosti oporezivanja „između nejednakih“, vodeći se načelom da se pojedinci oporezuju u skladu sa njihovom ekonomskom snagom.

Evolucija ciljeva oporezivanja je dovela do transformacije poreskih struktura, što se odrazilo i na normativni aspekt oporezivanja. Dok se u XX vijeku načelo pravičnosti fokusiralo na osiguranje pravičnosti oporezivanja različitih pojedinaca u određenom društvu u okvirima nacionalnog poreskog sistema, pojavom globalizacije i ekspanzijom međunarodnih poslovnih i finansijskih transakcija nacionalni normativni okviri oporezivanja postaju preuski. Tradicionalna finansijska poreska načela, koja su modificirana intenzivnijom primjenom ekonomskih i socijalnih načela, pojavom novih poreskih oblika uloge i oblika poreza, dobijaju i cjelovitu globalnu dimenziju. U tom smislu i načelo pravičnosti oporezivanja se preobrazilo iz nacionalnih okvira u globalni koncept pravičnog oporezivanja (engl. fair taxation), koji bi trebalo da osigura pravičnije oporezivanje između zemalja, pogotovo radi smanjenja jaza u razvoju između razvijenih i nerazvijenih zemalja. Osim toga, pravičnost oporezivanja na globalnom nivou trebalo bi da doprinese smanjenju ili eliminaciji globalnih prijetnji koje proistječu iz nelegalnih i neoporezovanih finansijskih tokova, poput terorizma, trgovine narkoticima i ljudima i sl.

Rad ima za cilj da analizira teorijske fundiranosti načela oporezivanja i istraživanja različitih aspekata pravičnosti poreza. U prvom dijelu rada analizira se konceptualna osnova načela pravičnosti u klasičnoj finansijskoj teoriji, različite dimenzije pravičnosti poreza, te interakcije, konflikti i proturječnosti načela pravičnosti u odnosu na ostala načela oporezivanja. U drugom dijelu rada predstavljena je evolucija načela pravičnosti oporezivanja od nacionalnog aspekta do globalnog koncepta oporezivanja, te je ujedno i analizirana sadržina globalne dimenzije pravičnosti poreza. Treći dio rada fokusiran je na perspektive implementacije globalnog koncepta pravičnosti poreza, naznačeni su glavni problemi i mogući pravci razvoja u neposrednoj budućnosti.

## 1. NAČELO PRAVIČNOSTI U FINANSIJSKOJ TEORIJI

Adam Smith, u svom djelu „Bogatstvo naroda“ (1776: 676), formulisao je četiri kanona oporezivanja. Kanon prema kojem su građani dužni da sudjeluju u podmiranju potreba države srazmjerno dohotku koji uživaju pod njezinom zaštitom predstavlja načelo pravičnosti ili ravnomjernosti. Država, između ostalog, distributivnu funkciju ostvaruje primjenom načela ravnomjernosti kod oporezivanja. Sistemom oporezivanja, oduzimanjem dijela dohotka od bogatijeg sloja građana, država nastoji da poboljša socijalni položaj siromašnijih slojeva. Smith poredi izdatke Vlade pojedincima sa izdacima upravljanja zakupcima na imanju, koji su dužni da doprinese srazmjerno udjelima u imanju i zaključuje da zanemarivanje te maksime predstavlja nepravično oporezivanje, a njeno poštivanje pravično oporezivanje. Prema Smithu svaki porez koji terete jedan od tri izvora prihoda (rentu, profit i plate) je nužno nepravičan, ukoliko ne utječe na ostala dva.

Richard Musgrave (1984), prilikom elaboracije poželjnih karakteristika poreskog sistema, apostrofirao je značaj načela pravičnosti. Smatrao je da distribucija poreza treba biti pravična na način da svako treba da plati „fer udio“ poreza. Prema Stiglitzu (2008) postoji pet osnovnih principa oporezivanja, među koje svrstava i načelo

pravednosti poreskog sistema, koje podrazumijeva osiguranje jednakog poreskog tretmana prema licima istog ili sličnog materijalnog stanja, odnosno progresivno oporezivanje lica sa višim dohocima koji lakše mogu da podnesu poreski teret.

### 1.1. Vertikalna vs horizontalna pravičnost

Pravičnost oporezivanja ima dvije strane. Formalnu stranu pravičnosti oporezivanja čini univerzalnost poreske obaveze, a materijalnu ravnomjernost oporezivanja.

Univerzalnost poreza podrazumijeva da sva lica moraju učestvovati u plaćanju poreza. Univerzalnost poreske obaveze je propisana ustavom. Prema ustavu, svi građani su dužni plaćati poreze prema ekonomskoj snazi. Ovaj apstraktni zahtjev, koji je upućen ka nepoznatom građaninu – potencijalnom poreskom obvezniku, predstavlja formalni uvjet pravičnosti poreskog sistema. Načelno, ovaj zahtjev se u pravilu odnosi na rezidente (rjeđe na državljane), ali i na nerezidente ukoliko se primjenjuje teritorijalni princip oporezivanja prema poreskom izvoru. Formalna univerzalnost poreza se u savremenim državama podrazumijeva, no, istorijska analiza evolucije oporezivanja ukazuje na relativno skoriji nastanak ovog principa. Naime, princip univerzalnosti poreza javlja se u vrijeme Francuske revolucije, kada su pod geslom „jednakost, bratstvo, sloboda“ 1790. g. ukinute poreske privilegije viših (prvog i drugog) staleža, a u ostalim evropskim državama tek sa pojavom industrijske revolucije u XIX vijeku (Popović, 2009). Međutim, ukidanjem staleških poreskih privilegija nije ukinut povlašteni poreski tretman u cjelini. Ni savremeni poreski sistemi nisu imuni na pokušaje da se uvedu poreske olakšice za određene kategorije obveznika. Poreske privilegije javljaju se u obliku oslobođanja, odbitaka, nižih stopa poreza ili poreskog kredita. Prema cilju uvođenja mogu se sistematizirati na političke, ekonomske, poresko-tehničke, finansijske i socijalno-političke, koje su u praksi najčešće. Politički aspekt socijalnih olakšica je značajan, budući da su vrlo često posljedica predizbornih obećanja političkih elita na vlasti. Socijalne olakšice se uvode radi ostvarenja redistribucije dohotka i ostvarenja ciljeva socijalne i demografske politike. Za socijalne poreske privilegije, u smislu neoporezivanja egzistencijalnog minimuma, zalagali su se još i A. Smith i J. S. Mill, pravdajući to teorijom jednakosti žrtve (Ekelund i Hébert, 2007).

Načelo pravičnosti oporezivanja je potrebno ostvariti u poreskom sistemu horizontalno, prema pojedincima koji imaju isti dohodak, ali i vertikalno, u relacijama između pojedinaca sa različitim visinom dohotka. Načelo horizontalne pravičnosti nalaže da lica sa istom ekonomskom snagom treba da plate isti iznos poreza. Za uspostavu horizontalne pravičnosti oporezivanja nije dovoljno uporediti dohotke, jer lica sa istim dohocima ne moraju imati istu ekonomsku snagu ukoliko je jedno od njih samac, a drugo ima nekoliko izdržanih članova domaćinstva. Fiskalne vlasti nastoje uspostaviti horizontalnu pravičnost uvođenjem ličnog odbitka i odbitka za izdržavane članove domaćinstva. Načelo vertikalne pravičnosti u oporezivanju nalaže da lica sa većom ekonomskom snagom treba da plati veći porez u odnosu na lica s manjom ekonomskom snagom. Primjena ovog načela otvara pitanje primjene progresivnih stopa poreza na dohodak, odnosno visine žrtve koju obveznik treba da snosi zato što je član određene zajednice (Musgrave, 1984).

Literatura iz finansijske teorije daje primat horizontalnoj pravičnosti kao primarnom pravilu, jer postoji saglasnost da sve osobe u sličnim okolnostima treba oporezovati na sličan način, dok kod vertikalne pravičnosti postoji problem na koji način ostvariti jednak poreski tretman nejednakih, zbog čega je ostvarenje vertikalne pravičnosti kontroverzno pitanje javnih finansija. Ili, drugim riječima, u osnovi horizontalne pravičnosti jeste izbjegavanje diskriminacije jednakih

u poreskom sistemu, dok se u osnovi vertikalne pravičnosti nalazi problem kreiranja adekvatne nejednakosti u poreskom sistemu između nejednakih pojedinaca u pogledu ekonomske snage koja se oporezuje (Musgrave, 1959). Tradicionalna Pigovijanska finansijska teorija primat daje načelu vertikalne pravičnosti smatrajući je osnovnim pravilom pravičnosti i neovisnom normom za dizajn poreskog sistema, dok se horizontalna pravičnost smatra izvedenom normom i posljedicom vertikalne pravičnosti (Kaplow, 1989). Udovoljavanje vertikalnoj pravičnosti uvijek vodi horizontalnoj pravičnosti. Obrnuta relacija ne vrijedi, jer postojanje horizontalne pravičnosti ne garantira ujedno i postojanje vertikalne pravičnosti. Štaviše, teoretičari utilitarizma smatraju da se horizontalna pravičnost može postići samo u savršenim okolnostima (Elkins, 2006). Na osnovu novijih istraživanja Musgrave (1990) zaključuje da su horizontalna i vertikalna pravičnost „dviije strane iste medalje”, iz čega implicira da su obje strane pravičnosti oporezivanja osnovna norma prilikom kreiranja poreskog sistema. U realnom svijetu moraju se praviti kompromisi (trade-off) između zahtjeva koje nalažu vertikalna i horizontalna pravičnost, odnosno između distribucije i redistribucije. U takvim okolnostima ostvarenje horizontalne pravičnosti predstavlja minimum pravičnosti oporezivanja. Ipak, apsolutna horizontalna pravičnost ne postoji, budući da poreske vlasti uvode i neproporcionalne poreze kako bi se ostvarili nefiskalni ciljevi (ekološki, zdravstveni) i nadoknadili eksterni troškovi koje određene kategorije obveznika (npr. pušači, konzumenti alkoholnih pića, potrošači derivata nafte i sl.) proizvode društvu (Cordes, 1999). S druge strane, da li će se postići vertikalna pravičnost ovisi o stepenu socijalne osjetljivosti i snazi političkih rasprava na koji način ostvariti vertikalnu pravičnost (proporcionalnim, progresivnim, regresivnim stopama i sl.).

Definiranje i mjerenje horizontalne i vertikalne pravičnosti dobija na punom značaju tek prilikom kreiranja poreskih reformi. Feldstein (1976) je horizontalnu pravičnost oporezivanja objasnio na način da ukoliko dvije osobe imaju isti nivo koristi u situaciji kada su poreske stope neizmijenjene, onda bi trebalo da imaju isti nivo koristi i nakon sprovođenja poreskih reformi ili mjera. Beach (2005) proširuje sadržaj načela pravičnosti šire od relativnog odnosa između dva poreska obveznika, bilo u vertikalnom, bilo u horizontalnom smislu, i uvodi načelo buduće pravičnosti, koje nalaže da poreska politika ne smije dovesti niti jednu kategoriju obveznika u nepovoljniji položaj u odnosu na druge u pogledu ostvarenja njihovih ekonomskih ciljeva. Horizontalna pravičnost podrazumijeva održavanje slične distribucije blagostanja prije i poslije oporezivanja, dok vertikalna pravičnost podrazumijeva ostvarenje redistribucije blagostanja između nejednakih pojedinaca. Postavlja se pitanje da li je moguće u realnim poreskim sistemima ostvariti pravičnu distribuciju i pravičnu redistribuciju. Elkins (2006) smatra da je takav dvojni cilj u osnovi iracionalan, da je nemoguće pomiriti zahtjeve za pravičnu distribuciju i pravičnu redistribuciju. Oni se zasnivaju na različitim principima, zahtijevaju različite poreske mjere i rezultiraju različitim poreskim strukturama. Imajući u vidu da je danas problem redistribucije u fokusu poreskih vlasti, Elkins smatra da je potrebno odlučiti u kojoj mjeri treba žrtvovati horizontalnu pravičnost da bi se osigurala vertikalna pravičnost oporezivanja.

Novije debate o horizontalnoj pravičnosti odražavaju dva različita razmišljanja o pravičnosti, koja se razlikuju u polazištima. Prvi pristup polazi od načela pravične raspodjele dohotka, resursa i koristi, na temelju kojih se kreiraju poreski propisi. Polazište drugog pristupa je analiza pravičnosti kao norme kompromisa između pojedinaca različitih moralnih stajališta i međusobno konfliktnih interesa (Lindsay, 2016). Autori smatraju da samo u idealnom društvu koje se temelji na idealu socijalne pravde horizontalna pravičnost nema svojoj važnost. Međutim, u realnim društvima, u kojima postoji duboko moralno i empirijsko neslaganje u vezi sa

poreskom politikom, uvažavanje stanja pojedinaca prije oporezivanja dohotka predstavlja normativnu osnovicu koja može spriječiti konflikte u vezi sa distribucijom bogatstva, nastale primjenom štetne i nepravedne poreske politike. Pritom, ostvarenje horizontalne pravičnosti oporezivanja ostavlja otvoreno pitanje načina ostvarenja vertikalne raspodjele bogatstva (Lindsay, 2016).

## 1.2. Pristupi za ostvarenje pravičnosti

Postoje dva pristupa ostvarenju načela ravnomjernosti kao materijalne strane pravičnosti oporezivanja. Prvi pristup se temelji na primjeni načela koristi (engl. benefit principle), a drugi se zasniva na primjeni načela sposobnosti plaćanja poreza (engl. ability-to-pay principle). Polazište za navedenu diferencijaciju nalazi se u stajalištima Adama Smitha (1776), koji, definirajući kanon pravičnosti poreza, ukazuje na potrebu da pojedinac snosi poreze srazmjerno prihodima, što korespondira načelu sposobnosti plaćanja poreza, a s druge strane, zahvatanje iz prihoda pojedinca na ime poreza pravda izdacima koje država ima prilikom osiguranja zaštite njenih građana, što korespondira načelu koristi. Načelo koristi zahtijeva da obveznici plaćaju porez srazmjerno koristi koju povratno dobijaju od države. Da bi se utvrdila relacija između poreza i koristi potrebno je vrednovati korist, budući da je porez izveden prema visini dobijene koristi. Izračun koristi zahtijeva vrednovanje rashoda koji se odnose na pojedinog građanina, što je tehnički nemoguće precizno izračunati s obzirom na to da potrošnja javnih dobara građana ovisi o nizu faktora (starosti, pola, radnog statusa, visine dohotka, nivoa obrazovanja, zdravstvenog stanja, kvarta, grada i regiona gdje stanuje, nivoa infrastrukture, razvijenosti kulturnih i sportskih institucija, zdravstvenih i socijalnih službi, geografske lokacije i podneblja, istorijskih i religijskih faktora, i dr.). U konačnici, potrošnja određenih javnih dobara ovisi i o preferencijama građana. Osim problema tehničke naravi primjena načela koristi može pojačati regresivnost poreskog sistema, s obzirom na to da je fokus samo na koristi, a ne i na dohocima iz kojih se finansiraju potrebe. Analitičari ističu da je primjena načela koristi kontraproduktivna budući da su mnogi socijalni programi vlada kreirani samo sa ciljem redistribucije resursa prema građanima sa niskim dohocima koji ne mogu da si priušte određena dobra i usluge. U tom slučaju bilo bi kontraproduktivno postaviti oporezivanje prema koristima koje pojedinci primaju od države (ITEP, 2011). Iako je primjena načela koristi krajnje kompleksna, ipak postoje područja oporezivanja gdje se može primijeniti. Na primjer, načelo koristi se može primijeniti kod definiranja visine naknada, taksi i ostalih neporeskih prihoda države koje ona ubire od građana za dobra i usluge koje im osigurava zauzvrat. Isto tako, načelo koristi se može uspješno primijeniti i kod koncepta namjenskih poreza koji se koriste za finansiranje određenih rashoda (Musgrave, 1984). Načelo sposobnosti plaćanja poreza nalaže da obveznici plaćaju porez srazmjerno ekonomskoj snazi. A. Smith (1776) je smatrao da subjekti svake države treba da doprinesu podršci vlade, što je moguće više u srazmjeri sa svojim sposobnostima, odnosno u srazmjeri sa prihodima koje subjekt uživa pod zaštitom države. Obveznici koji imaju veću ekonomsku snagu plaćaju srazmjerno veći porez u odnosu na obveznike koji imaju manju ekonomsku snagu. Ekonomska snaga se manifestira u dohotku, prihodima i imovini. Iako je lakše utvrditi ekonomsku snagu nego visinu koristi kod načela koristi, nije jednostavno izmjeriti sposobnost plaćanja. Otkako je porastao značaj poreza na dohodak i dobit, ekonomisti širom svijeta, pogotovo u SAD, raspravljaju o tome da li kao ekonomsku snagu za oporezivanje uzeti dohodak ili potrošnju. Prihodi predstavljaju doprinos pojedinca društvu, a potrošnja ono što pojedinac uzima od društva. Oporezivanjem prihoda de facto se oporezuje i štednja, dok to nije slučaj kod potrošnje.



## 2. DIMENZIJE PRAVIČNOSTI POREZA

Idealni poreski sistem de facto podrazumijeva definiranje idealnog poreskog objekta, odnosno idealne poreske osnovice, koja će omogućiti ostvarenje obje strane pravičnosti, i horizontalne, u smislu „jednake oporezivanja jednakih”, i vertikalne pravičnosti, u smislu da oni sa širom idealnom poreskom osnovicom plaćaju veći porez (Banks i Diamond, 2010). Načelo pravičnosti oporezivanja je nužno poštovati prilikom kreiranja poreskog sistema da bi se osigurala socijalna dimenzija postojanja države. Porezi koji su regresivnog karaktera ili koji proističu iz primjene teorije apsolutne žrtve, koju svi građani moraju podnijeti u jednakom apsolutnom iznosu, bez obzira na dohodak i imovinu, u najvećoj mjeri pogađaju siromašnije slojeve stanovništva. Pravičnost u oporezivanju podrazumijeva uvažavanje visine ekonomske snage građana, a ne apstraktno definiranu porešku dužnost. U tom smislu, oporezivanje bi trebalo da slijedi teoriju proporcionalno jednake žrtve ili teoriju minimalne žrtve primjenjujući umjerenije progresivne stope poreza (Carver, 1904). Drugi razlog za osiguranje pravičnosti poreza jeste osiguranje integriteta poreskog sistema i sistema javnih prihoda i budžeta. Ukoliko porezi nisu pravični, ukoliko nisu umjereni u smislu stope i ostalih zahvatanja, odnosno ukoliko država ne osigurava za naplaćene poreze adekvatne protuusluge, u pogledu vrste, strukture i obima, građani će ukupan poreski sistem doživjeti kao nepravedan. Snaženje poreske nediscipline na duži rok dovodi do poreske evazije i ugrožavanja finansiranja budžeta, podriivanja pravnog, ekonomskog, političkog i socijalnog sistema. Prilikom procjene pravičnosti poreskog sistema moraju se sagledavati porezi integralno, sa svih nivoa vlasti. U složenim državama sa visokim stepenom fiskalne decentralizacije, u kojoj su nižim nivoima vlasti (srednji, lokalni) dodijeljene značajne nadležnosti za poreze, moguća je pojava preklapanja poreza ili njihovog dupliciranja u odnosu na istu poresku osnovicu.

Nobelovac Mirrlees (2011) smatra da načelo pravičnosti ima više dimenzija. Najvažnija dimenzija pravičnosti je da se pojedinci sličnog stanja tretiraju slično u poreskom smislu. U osnovi se radi o fer distribuciji poreskog tereta, odnosno potrebi da se pomoću poreskih instrumenata izvrši redistribucija dohotka između bogatijih i siromašnijih slojeva društva. Horizontalna dimenzija pravičnosti oporezivanja se ne može procijeniti pomoću standardnih analitičkih alata, koji vrlo često proizvode dodatne horizontalne nejednakosti zbog nasumičnih poreskih kontrola i kreiranjem poreskih obaveza ovisno o kategorijama obveznika i njihovom svrstavanju u određene skale dohotka. Konceptualno je teško izvršiti poređenje, jer postoje poteškoće u definiranju sličnosti, pri čemu se najčešće kao osnovni parametar uzima dohodak, dok se zanemaruju personalni faktori, kao npr. bračno stanje ili broj izdržavanih članova domaćinstva i dr. Međutim, postoje snažna osporavanja uzimanja oporezivog dohotka kao mjerila ekonomske snage, jer postoje razlike prilikom definiranja dohotka, koje proizilaze iz različitih pristupa i teorija dohotka, a u suštini se odnose na problem (ne)uključivanja nestalnih i povremenih pritjecanja dohotka (Antić, 2012). Pored toga, u svakom poreskom sistemu postoje i dohoci koji su neoporezivi, oslobođeni poreza ili su izuzeti od oporezivanja. „Slično stanje” iz definicije pravičnosti poreza podrazumijeva slično blagostanje ili životni standard sličnog nivoa. S obzirom na to da zagovornici oporezivanja potrošnje smatraju da dohodak nije pravo mjerilo blagostanja, te bi se reference u smislu pravičnosti trebale praviti u odnosu na potrošnju, postavlja se pitanje da li horizontalna pravičnost poreza treba da se odnosi na jednake imaoce dohotka ili jednake potrošače (Elkins, 2006). Kategorija potrošnje je uvijek šira od dohotka. Razlozi za to su uključivanje potrošnje koja se finansira iz dohodaka koji nisu zarađeni u nacionalnoj ekonomiji (transferi i doznake izvana), potrošnje koja proizilazi iz korištenja kredita i pozajmica ili akumulirane štednje. Imajući to u vidu, procjena pravič-

nosti poreskog sistema samo na osnovu poreza na dohodak podriva ne bi bila kompletna, budući da porezom nije obuhvaćeno ukupno blagostanje obveznika. Prilikom mjerenja pravičnosti potrebno je voditi računa da se rezultati ne mogu jednako tumačiti. Ukoliko se nakon izvršene poreske reforme želi zadržati distribucija dohotka sa stajališta potrošnje koja je bila prije reforme, takav pristup može dovesti i do neželjene redistribucije, jer bogatiji sloj stanovništva ima tendenciju da troši manje u odnosu na dohodak u odnosu na siromašniji sloj. Analitičari predlažu nekoliko solucija: da se odbaci potrošnja kao mjerilo blagostanja, jer obezvređuje politike koje imaju za cilj redistribuciju između različitih slojeva, ili da se uzme strukturirano mjerilo koje će sadržavati i dohodak i potrošnju ili da se oba mjerila smatraju legitimnima, a primijenice se na način koji će omogućiti da se zadrži pravična distribucija prema jednom mjerilu uz određeni stepen redistribucije prema drugom mjerilu (Elkins, 2006). Efekti poreske politike se procjenjuju u odnosu na premisu da je najbolji poreski sistem onaj koji omogućava blagostanje građanima, bez obzira na proces koji dovodi do blagostanja. Pritom se često zanemaruje činjenica da blagostanje može biti i rezultat izbjegavanja plaćanja poreza i poreske evazije. Osim toga, pravičnost poreskog sistema se procjenjuje na bazi raspodjele blagostanja između pojedinaca, a ne na osnovu procesa koji generira takvu raspodjelu (Shaw i dr., 2010).

Druga dimenzija pravičnosti poreza se odnosi na fer poreske procedure, ne samo u fazi implementacije poreskih zakona, već i procedura u ranoj fazi izrade poreskih propisa (Mirrlees, 2011). Fer pristup u oporezivanju u osnovi podrazumijeva javnost procedura i punu transparentnost postupka kreiranja i implementacije reformi kako bi svi poreski obveznici bili upoznati sa poreskom politikom, pogotovo ukoliko će biti pogođeni pojedinim mjerama. Treća dimenzija poreske pravičnosti se odnosi na legitimna očekivanja obveznika u pogledu izmjena poreskog sistema. Izmjene koje dovedu do neočekivanih gubitaka na dohotku, imovini, štednji, smatraju se nepravičnim od strane obveznika. Budući da je teško ove gubitke izbjeći, kreatori reformi vrlo često odustanu od reformi ili radikalnijih poreskih mjera zbog negativne percepcije javnosti (Mirrlees, 2011). U takvim okolnostima, posljedice implementacije planiranih poreskih mjera mogu se u određenoj mjeri ublažiti većom transparentnošću procesa kreiranja poreske politike, što podrazumijeva dvosmjerni proces – upoznavanje javnosti (kompanija, građana obveznika, građana i drugih koji plaćaju indirektno poreze) o poreskim reformama i poreskim mjerama, i otvorenost prema argumentima i prijedlozima obveznika. U savremenom društvu pravičnost oporezivanja nije moguće ostvariti bez pune transparentnosti svih segmenata, procesa, procedura, kreiranja poreskih mjera, njihovog usvajanja i implementacije, izvještavanja o efektima, kontrole i revizije. Pritom je potrebno osigurati i transparentnost inputa na kojima se temelji oporezivanje, pogotovo kad se radi o poreskim olakšicama, što u nekim segmentima može značiti i ugrožavanje privatnosti građana (Shaw i dr., 2010). Međutim, u takvim situacijama je potrebno balansirati potrebu za javnošću podataka kako bi se porezi razrezali na pravičan način u odnosu na zaštitu podataka koji se mogu smatrati ličnom, profesionalnom, komercijalnom ili industrijskom tajnom.

## 3. GLOBALNA DIMENZIJA NAČELA PRAVIČNOSTI

### 3.1. Nacionalna vs. globalna pravičnost oporezivanja

U posljednja dva vijeka desile su se dramatične promjene u poslovanju kompanija. Industrijska revolucija je dovela do širenja njihovog poslovanja preko državnih granica. Procesi spajanja i akvizicija



doprinijeli su stvaranju multinacionalnih korporacija, čiji kapital i prihodi od prodaje znaju premašiti bruto domaći proizvod manjih država. Ekspanzija međunarodnih telekomunikacija, informatike i elektronskog poslovanja uveli su u međunarodne tokove razmjene dobara i usluga i manje kompanije i fizička lica preduzetnike. Proces globalizacije krajem XX vijeka stvorio je od svijeta „globalno selo“ u kojem se odvijaju snažne migracije ljudi, kapitala, tehnologije i know-how, dobara i usluga. Međunarodne tokove dobara i usluga prate i međunarodni finansijski tokovi. Osim prihoda po osnovu prometa dobara i usluga, prihode izvan nacionalnih granica mogu ostvarivati i pojedinci: menadžeri u inostranim kompanijama, lica koja obavljaju određene profesionalne djelatnosti, kao i lica koja ostvaruju autorske honorare za pisana djela, članke, nastupe, stručna i naučna izlaganja na međunarodnim simpozijima i dr. Osim toga, značajan udio u finansijskim tokovima imaju i doznake (transferi) zaposlenih u inostranstvu, pogotovo u zemljama poput BiH, koje su iz različitih razloga, ekonomskih, socijalnih i političkih, podložne snažnim migracijama stanovništva. Poseban vid transfera iz inostranstva predstavlja isplata penzija licima koja su bila „na privremenom radu“ izvan nacionalnih granica, isplata stipendija studentima, te kamata, dividendi i tantijema za udjele u međunarodnim korporacijama. Konačno, osim finansijskih tokova (prihoda i dohotka), mnoga lica posjeduju imovinu u drugim zemljama. Te nepokretnosti mogu biti zemljište i imovina koji služe za obavljanje privredne djelatnosti ili zemljište i imovina namijenjena za stanovanje, rekreaciju ili izdavanje.

Posjedovanje imovine, ostvarenje dohotka (prihoda) i obavljanje transakcija izvan matične države predstavljaju različite osnove za nastanak poreske obaveze. Ukoliko se isti poreski događaj oporezuje u dvije države zbog različitog poreskog tretmana ista transakcija može biti oporezovana u obje zemlje. Posljedice dvostrukog oporezivanja u međunarodnim relacijama su višestruke. Činjenica da se dohodak/prihod određenog poreskog obveznika u određenom slučaju dva puta oporezuje ne samo da narušava princip horizontalne pravičnosti koji nalaže da lica budu jednako oporezovana za istu visinu dohotka, nego i ugrožava konkurentnost poreskog obveznika u odnosu na domaće državljane koji će za istu pruženu uslugu ostvariti veći dohodak. Zbog dvostrukog poreskog tretmana istog poreskog događaja određene kompanije u međunarodnoj razmjeni postaju favorizirane zbog dvostrukog oporezivanja, a druge diskriminirane. Ekspanzijom međunarodne razmjene i finansijskih transakcija došlo je do masovne pojave međunarodnog dvostrukog oporezivanja, s posljedicama po globalnu konkurentnost kompanija. Nepreduzimanje mjera koje bi spriječile međunarodno dvostruko oporezivanje može negativno djelovati na obim međunarodnih robnih i finansijskih tokova, dovesti do zatvaranja u nacionalne ili regionalne okvire, čime u cjelini gube svi. Naime, efikasna alokacija kapitala i drugih resursa podrazumijeva ukidanje svih barijera, pa i fiskalnih. Dvostruko oporezivanje poskupljuje dobra i usluge poreskih obveznika koji su dvostruko oporezovani. Međunarodno dvostruko oporezivanje ugrožava neutralnost oporezivanja. Položaj kompanije na regionalnom ili svjetskom tržištu ne ovisi o preferencijama kupaca i efikasnosti interne ekonomije već o poreskom tretmanu. Činjenica da su neke kompanije uspješnije samo zato što su favorizirane povoljnim poreskim tretmanom, u međunarodnim tokovima negativno djeluje na efikasnost alokacije kapitala i ugrožava tržišne mehanizme. Investitorima se šalju pogrešni signali za ulaganja, te umjesto da se kapital usmjerava ka granama koje su najefikasnije, on se ulaže u grane privrede i države koje omogućavaju povoljniji poreski režim u međunarodnoj razmjeni i finansijskim tokovima. Pronalaženje poreski povoljnijih destinacija

za ulaganje i poslovanje izaziva dodatne troškove, što, u cjelini, povećava troškove migracije kapitala.

Dvostruko oporezivanje u globalnom svijetu potiče pojavu novog globalnog finansijskog fenomena dvostrukog neoporezivanja. Koristeći neusklađenost pravila oporezivanja u različitim zemljama primaoci dohotka ili prihoda ili vlasnici imovine mogu izbjeći plaćanje poreza. Dvostruko neoporezivanje se može javiti i kao rezultat neusklađenih pravila oporezivanja zbog tzv. agresivnog poreskog planiranja korporacija i menadžera koji posluju u više država. Linija razgraničenja između izbjegavanja poreza i poreskog planiranja je tanka i vezana je za visinu poreske obaveze i sankcije. Za razliku od izbjegavanja poreza, koje poreske vlasti mogu sankcionirati, kod poreskog planiranja postoje samo minimalne šanse nastanka poreske obaveze i nikakve sankcije<sup>1</sup>. Pojava agresivnog poreskog planiranja rezultira prekograničnim i međunarodnim poreskim prevarama. Osnovno načelo pravičnosti oporezivanja je narušeno, jer regularni poreski obveznici plaćaju više poreza nego što bi trebalo. Pored toga, ugrožena je i efikasnost alokacije kapitala i ravnopravna konkurencija na tržištu<sup>2</sup>.

Internacionalizacija poslovanja i finansijskih tokova dovela je i do redefinicije sadržaja načela pravičnosti oporezivanja. Klasična finansijska teorija zahtijeva poštivanje načela pravičnosti oporezivanja u okviru poreskog sistema države. Međutim, ekspanzijom prekograničnog poslovanja i finansijskih transakcija fokus ostvarenja pravičnosti u porezima prelazi nacionalne granice, a pojavom globalizacije dobija i globalnu dimenziju. Iako se ne može reći da globalizacijom poslovanja i finansija ostvarenje pravičnosti oporezivanja u nekoj državi u smislu klasične finansijske teorije, horizontalno, između slojeva društva iste ili slične ekonomske snage, i vertikalno, između kategorije građana različite ekonomske snage, nije od značaja za fiskalne vlasti, internacionalizacijom poslovnih i finansijskih tokova države se fokusiraju sve više na globalnu pravičnost oporezivanja.

Između nacionalne i globalne dimenzije načela pravičnosti oporezivanja postoje bitne razlike. U osnovi nacionalne dimenzije pravičnosti nalazi se zahtjev da se „jednaki oporezuju jednako“ (horizontalna pravičnost), odnosno „nejednaki nejednako“ (vertikalna pravičnost), dok kod globalne dimenzije pravičnosti treba imati u vidu globalni aspekt poslovanja. Multinacionalne korporacije podrazumijevaju složena privredna društva koja se sastoje iz velikog broja zavisnih preduzeća i podružnica, koja posluju u različitim državama, na načelima različitih poreskih sistema. Polazeći od navedenih okolnosti pojam pravičnosti poreza podrazumijeva da svako plati fer udio u porezima, odnosno da se dobit određenog zavisnog preduzeća oporezuje u zemlji u kojoj je nova vrijednost i nastala. Za razliku od nacionalne pravičnosti oporezivanja, koja u centar stavlja poziciju pojedinca u nacionalnom poreskom sistemu, u fokusu globalne pravičnosti oporezivanja je fiskalna pozicija država koja može biti poboljšana ili ugrožena poreskim mjerama koje sprovode određene države ili tzv. poreski rajevi privlačeći povoljnom poreskom politikom (niskim stopama poreza ili čak nultim stopama poreza) multinacionalne kompanije da otvaraju sjedišta. Konačno, postoje razlike u disperziji efekata koje donosi narušavanje načela pravičnosti oporezivanja na nacionalnom i na globalnom planu. Nepravedna poreska politika unutar neke zemlje može da ugrozi egzistenciju pojedinaca, porodice, regiona, privredne branše i sl. Međutim, narušavanje pravičnosti oporezivanja u međunarodnim transakcijama, pogotovo kada se radi o transferima dobiti multinacionalnih korporacija iz zemalja u kojima je stvorena u poreske rajeve, pogađa cijelu nacionalnu ekonomiju, a danas, u eri globalizacije, podriva svjetsku privredu i svjetski finansijski sistem.

<sup>1</sup> Finnerty C., Merks P., Petriccione M. & Russo R. (2007). *Fundamentals of International Tax Planning*. Amsterdam: IBFD.

<sup>2</sup> Terra, B. J. M. & Wattel, P. J. (2008). *European Tax Law*, Fifth Edition. Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International.

### 3.2. Globalni koncept oporezivanja

U savremenom društvu, koje funkcioniše u eri globalizacije, postoje znatne poteškoće da se definiše pravičnost oporezivanja. Pogge i Mehta (2016) smatraju da se globalna dimenzija pravičnosti oporezivanja u odnosu na načelo pravičnosti poreza u klasičnoj finansijskoj teoriji razlikuje po tome što se u fokus stavljaju dispariteti u razvoju između bogatih i siromašnih zemalja koje potječu iz nefer pristupa u oporezivanju. Narušavanje načela pravičnog oporezivanja, koje u globalnom kontekstu podrazumijeva oporezivanje nove vrijednosti (dobiti, profita, dohotka) prema teritorijalnom principu, na izvoru, u zemlji u kojoj je stvorena, dovodi nerazvijene zemlje u lošiju poziciju nego što je bila ona nakon nestanka kolonijalizma. Nerazvijene zemlje su postale najveće žrtve strukturalnih karakteristika globalnog finansijskog sistema koji olakšava nelegalne finansijske tokove, koji u većoj mjeri isušuju prihode budžeta nerazvijenih država. Nelegalni finansijski tokovi su, uglavnom, motivirani izbjegavanjem plaćanja poreza i ostalih dažbina, što u konačnici smanjuje prihode država i umanjuje kapital za investicije.

Pozicija nerazvijenih postaje još lošija zbog činjenice da je ekonomska snaga lokalnog stanovništva u smislu oporezivanja (dohodak, imovina, potrošnja) jako niska da bi osigurala rast prihoda budžeta, a s druge strane bogati građani i kompanije koje imaju sjedišta u tim zemljama pronalaze različite načine da izbjegnju plaćanje poreza, iznoseći kapital i imovinu u druge zemlje koje su nedostupne za nerazvijene zemlje. Multinacionalne kompanije također smanjuju svoje poreske obaveze kreirajući podružnice u poreskim rajevima ili ugovarajući sa podružnicama koje uspostavljaju u nerazvijenim zemljama kojima se smanjuje oporeziva dobit podružnica, a povećava oporeziva dobit u podružnicama koje su osnovane u poreskim rajevima. Posljedice iznošenja neoporezive dobiti na nerazvijene zemlje mogle bi se spriječiti ukoliko bi bogate zemlje oporezivale dobit multinacionalnih korporacija prema konceptu svjetskog dohotka, osiguravajući istovremeno poreski kredit za porez plaćen na dobit ostvarenu u drugim zemljama, uključujući i nerazvijene zemlje.

Analitičari smatraju da ispravan pristup u prvom redu podrazumijeva fokusiranje na transparentnost oporezivanja (Chittenden i Foster, 2008). Transparentnost u oporezivanju predstavlja važan preduslov za ostvarenje globalne pravičnosti oporezivanja (Ernst & Young, 2013). Ili, drugim riječima, bez transparentnosti nije moguće u punom smislu riječi ostvariti pravičnost u poreskom sistemu. Prvi korak u pravcu osiguranja većeg stepena transparentnosti oporezivanja u eri globalizacije predstavlja razmjena podataka potrebnih za razrez poreza. Radi eliminacije ili sprečavanja dvostrukog neoporezivanja razvijene zemlje su paralelno razvile nekoliko modela razmjene podataka potrebnih za razrez poreza u okviru OECD-a, Evropske unije i SAD (Antić, 2015). Modeli razmjene podataka se zasnivaju na multilateralnim sporazumima i konvencijama, kojima je pristupio veliki broj država i finansijskih centara koji su se sve do prije nekoliko godina smatrali „poreskim rajevima“. Bez obzira na različita polazišta, intenzivna saradnja razvijenih država je rezultirala konvergencijom modela i standardizacijom pravila i procedura razmjene informacija u poreske svrhe. Modeli razmjene podataka se razvijaju u pravcu kreiranja integralnog globalnog sistema automatizirane razmjene podataka u svrhu oporezivanja. U narednom koraku opseg razmjene podataka trebalo bi da bude

prošireni i na sve finansijske transakcije. Međutim, Pogge i Mehta (2016) drže da je novi mehanizam automatske razmjene podataka OECD u određenoj mjeri ograničen i isključiv, budući da mnoge nerazvijene zemlje zbog tehničkih prepreka, u smislu slabo razvijene tehničke infrastrukture i nedovoljnih kapaciteta nerazvijenih poreskih administracija, nisu iz objektivnih razloga u mogućnosti da se priključe globalnoj razmjeni podataka u svrhu oporezivanja. Ipak, razmjena podataka nije dovoljna za neutralizaciju globalnog procesa seljenja dobiti korporacija iz zemalja u kojima je stvorena. Iako postoje različita tumačenja sadržaja načela transparentnosti kod oporezivanja kompanija analitičari smatraju da definicija transparentnosti oporezivanja podrazumijeva komuniciranje pristupa poreskih obveznika sa javnošću u vezi sa poreskim planiranjem i poštivanjem poreskih propisa, uključujući i plaćanje poreza, kako bi sve zainteresirane strane (država, poreski obveznici, građani, civilno društvo, povjerioci, investitori) bili uvjereni da je plaćen fer udio u porezima (Ernst & Young, 2013). Erozijske osnovice za oporezivanje dobiti i seljenje dobiti (BEPS<sup>3</sup>) posljedica su strategija poreskog planiranja. Kompanije koriste pravne praznine u poreskim propisima i neusklađenosti poreskih pravila između zemalja u kojima se nalazi sjedište kompanije i ostalih zemalja ili poreskih jurisdikcija (rajeva) da bi vještački prenijele dobit u zemlje sa niskim poreskim stopama ili u zemlje koje nemaju poreza. Pritom sama kompanija u tim trećim zemljama de facto nema nikakve poslovne aktivnosti. Posljedica seljenja dobiti je erozija prihoda od poreza na dobit u zemljama gdje se nalaze sjedišta kompanija.<sup>4</sup>

OECD je 2001. inicirao projekat ostvarenja globalne pravičnosti poreza koji je imao za cilj da se u prekograničnim transakcijama ostvari fer pristup u oporezivanju, pri čemu je potrebno osigurati fer i transparentnu konkurenciju na svjetskom tržištu (Hammer i Owens, 2001). Prema međunarodnim standardima fer poreska konkurencija podrazumijeva da treća zemlja ne primjenjuje štetne poreske mjere u području oporezivanja kompanija, kao što su mjere koje smanjuju poresko opterećenje, nultu stopu ili stope značajno niže nego u drugim zemljama, i to ne samo u pogledu nominalne poreske stope koja može biti identična stopama u drugim zemljama, već i sagledavajući razinu efektivne stope. Tekući plan aktivnosti OECD u vezi sa sprečavanjem i ublažavanjem posljedica poreskog planiranja u području oporezivanja dobiti obuhvata 15 akcija ili mjera. Dio mjera se odnosi na uvođenje minimalnih standarda za standardizirano izvještavanje po zemljama u području pravila transfernih cijena i razmjene informacija za multinacionalne kompanije čiji godišnji konsolidirani prihodi grupe prelaze 750 mil EUR. Evropska unija je 2015. usvojila pravila kojima se želi ostvariti poboljšanje transparentnosti diskrecionih pravila oporezivanja koja propisuju članice kompanijama u određenim slučajevima, kako bi se spriječilo izbjegavanje plaćanja korporacijskih poreza i uklonile posljedice poreskog planiranja<sup>5</sup>, a 2016. pravila kojima se treba identificirati štetna praksa agresivnog poreskog planiranja velikih multinacionalnih kompanija koje dovode do erozije javnih prihoda.<sup>6</sup> Da bi države u cijelosti sagledale dobit/profit kompanija nužno je da su joj dostupne informacije o strukturi, politici transfernih cijena i internim transakcijama između povezanih poduzeća u grupi. Isto tako, prema novim pravilima multinacionalne kompanije su dužne svakoj poreskoj jurisdikciji u kojoj posluju svake godine dostaviti podatke o prihodu, dobiti prije oporezivanja, obračunatom i plaćenom

<sup>3</sup> BEPS = *base erosion and profit shifting*

<sup>4</sup> Prema istraživanjima OECD iz 2014. procjenjuje se da se gubici na prihodima od poreza na dobit kreću između 100 i 240 mlrd USD godišnje, odnosno od 4% do 10% ukupno naplaćenih prihoda od poreza na dobit u svijetu. Izvor: OECD.

<sup>5</sup> Council Directive (EU) 2015/2376 of 8 December 2015 amending Directive 2011/16/EU as regards mandatory automatic exchange of information in the field of taxation, OJ L 332, 18. 12. 2015.

<sup>6</sup> Council Directive (EU) 2016/881 of 25 May 2016 amending Directive 2011/16/EU as regards mandatory automatic exchange of information in the field of taxation, OJ L 146, 3. 6. 2016.



porezu na dobit, broju zaposlenih, osnivačkom kapitalu, zadržanoj zaradi i iznosu materijalne imovine. Izvještavanje korporacija će, s jedne strane, omogućiti uvid u stvarne rezultate korporacija u svim jurisdikcijama u kojima posluju, a s druge strane doprinijeti transparentnosti na način da će investitorima i civilnom društvu biti dostupne kredibilne informacije o stvarnom poslovanju korporacija. Neizbježna posljedica ovakve prakse će biti i pravičniji poreski sistem za sve jurisdikcije (Murphy, 2016).

## UMJESTO ZAKLJUČKA: UNITARNO OPOREZIVANJE U FUNKCIJI OSTVARENJA GLOBALNE PRAVIČNOSTI

Nova pravila EU koja se odnose na izvještavanje multinacionalnih kompanija (uključujući i banke) u funkciji su tek od januara 2017, te se još uvijek ne mogu procijeniti efekti na pravičnost oporezivanja. Međutim, već sada se može zaključiti da mjere neće biti adekvatne. Fokusiranost samo na oporezivanje dobiti je u koliziji sa holističkim pristupom dizajnu poreskog sistema, prema kojem se poreski sistem posmatra integralno i u interakciji sa ostalim segmentima fiskalnog sistema. Insistiranje samo na mjerama u sferi oporezivanja dobiti, kojima bi se zemlje sa niskim stopama poreza na dobit i poreski rajevi primorale na redizajn oporezivanja korporacija, moglo bi proizvesti neželjene reakcije i kontramjere od strane prozvanih zemalja i poreskih rajeva. Jedna od mogućnosti je i smanjivanje ili ukidanje neporeskih prihoda i ostalih poreza koji nemaju korporativni karakter u tim zemljama, kako bi ponovno postale atraktivna destinacija za otvaranje sjedišta multinacionalnih kompanija. Ipak, mnoge nerazvijene zemlje i zemlje u razvoju mogle bi se zbog nedovoljno razvijenih kapaciteta poreskih administracija i informatičke i komunikacijske infrastrukture naći izvan globalnog mehanizma razmjene informacija potrebnih za razrez poreza, što će u velikoj mjeri ne samo ugroziti ciljeve OECD, EU i SAD u pogledu oporezivanja dobiti u zemlji u kojoj je stvorena, već i zadržati postojeće disparitete u razvoju između razvijenih i nerazvijenih, koje su dijelom posljedica i narušavanja načela pravičnosti oporezivanja u globalnim razmjerama.

Neki analitičari smatraju da zahvati OECD, SAD i EU na postojećim pravilima međunarodnog oporezivanja nisu dovoljni da bi se osigurala globalna pravičnost oporezivanja, nego da je potrebno uvesti novi koncept unitarnog oporezivanja (Picciotto, 2016). Prema tom konceptu multinacionalne kompanije u svrhu oporezivanja treba tretirati kao jedinstveni poslovni subjekat, a ne kao zbir odvojenih i nezavisnih subjekata. Koncept u osnovi podrazumijeva tri segmenta: izradu konsolidiranih izvještaja za sve jurisdikcije („svjetski izvještaji“), utvrđivanje formule raspodjele dobiti unutar korporacije između sastavnih entiteta (podružnica, pridruženih i ostalih zavisnih preduzeća) i mehanizam rješavanja sporova između država u kojima korporacija ima zavisna preduzeća. Kleinbard (2016) ide i dalje i smatra da je potrebno najveću pažnju u kreiranju novog globalnog koncepta oporezivanja posvetiti tzv. dobiti „bez države“. Radi se o dobiti multinacionalnih kompanija koja će ostati neoporezovana zahvaljujući sofisticiranim načinima da se izbjegne plaćanje poreza kojima pribjegavaju multinacionalne kompanije. Fenomen dobiti koja se ne oporezuje ni u jednoj državi je zadobio enormne razmjere, sa velikim posljedicama po finansiranje budžeta, pogotovo nerazvijenih država, ali i po efikasnu alokaciju kapitala i investiranje<sup>7</sup>. Kleinbard,

pored formule alokacije globalne dobiti unutar korporacija na jurisdikcije u kojima kompanija ima poslovanje, predlaže i ograničenje teritorijalnog modela oporezivanja, u smislu da samo zemlja izvora može oporezivati kompanije na svojoj teritoriji.

Globalni koncept unitarnog oporezivanja zahtijeva postojanje i globalnih pravnih i institucionalnih mehanizama. Tollan (2016) zagovara ideju međunarodne Konvencije o finansijskoj transparentnosti. Postojanje globalnih pravnih mehanizama bi podrazumijevalo primjenu obavezujućih pravila finansijske transparentnosti i okvir za jačanje obaveza međunarodne zajednice na osiguranju transparentnosti. S obzirom na to da finansijske tajne kojima zemlje pribjegavaju podrivaju suverenitet druge zemlje, u smislu naplate prihoda koji joj pripadaju, Tollan (2016) se protivi sadašnjoj situaciji da međunarodne regulacije toleriraju postojanje finansijskih tajni i ostalih štetnih struktura i zalaže se da Konvencija dovede do ukidanja finansijskih tajni u narednom koraku. Tanzi (2016) predlaže da se osnuje Svjetska poreska organizacija (WTA<sup>8</sup>) sa ciljem da se kreira poreska politika zemalja sa globalnim implikacijama po globalno poslovanje. WTA bi imala i zadatak da identificira i izvještava o problemima u globalnom oporezivanju, te da predlaže rješenja. Pored toga, Tanzi predlaže da WTA uspostavi sistem nadzora upotrebe poreske politike različitih zemalja da bi se identificirale štetne prakse. Konačno, WTA bi djelovala i kao forum za diskusiju poreskih politika između zemalja, te kao forum za rješavanje sporova između zemalja u poreskoj sferi. U konačnici, WTA bi trebalo da za područje globalnog oporezivanja postane pandan Svjetskoj trgovinskoj organizaciji u sferi trgovine.

## IZVORI

1. Alt, J., Preston, I. & Sibietta, L. (2010). "The Political Economy of Tax Policy". in "Mirrlees Review: Dimensions of Tax Design". Institute for Fiscal Studies/Oxford University Press.
2. Antić, D. (2012). „Finansije i finansijsko pravo”. Banjaluka: Panevropski univerzitet „Apeiron”.
3. Antić, D. (2015). „Multilateralni mehanizmi za eliminaciju globalnog fenomena dvostrukog neoporezivanja”. Godišnjak Pravnog fakulteta (5).
4. Banks, J. & Diamond, P. (2010). "The Base for Direct Taxation". in "Mirrlees Review: Dimensions of Tax Design". London: Institute for Fiscal Studies/Oxford University Press.
5. Beach, W. W. (2005). "Measuring the Fairness of a Tax System". The Heritage Foundation.
6. Carver, T. N. (1904). "The Minimum Sacrifice Theory of Taxation". Political Science Quarterly 19(1), 66–79.
7. Cordes, J. J. (1999). "Horizontal equity". The Encyclopedia of Taxation and Tax Policy (195–196). George Washington University/Urban Institute.
8. Chittenden, F. & Foster, H. (2008). "Perspectives on Fair Tax Perspectives on Fair Tax". Discussion paper. Manchester Business School/The Association of Chartered Certified Accountants.
9. Ekelund R. B. Jr. & Hébert R. F. (2007). "A History of Economic Theory and Method". 5<sup>th</sup> edition. Waveland Press, Inc.

<sup>7</sup> Smatra se da godišnje ostane ostane neoporezovano oko 100 mlrd USD dobiti korporacija, kako i u razvijenim, tako i u nerazvijenim zemljama (Kleinbard, 2016).

<sup>8</sup> Engl. *World Tax Authority*

11. Elkins, D. (2006) "Horizontal Equity as a Principle of Tax Theory". *Yale Law & Policy Review* 24(1).
12. Ernst & Young. (2013). "Tax transparency: seizing the initiative".
13. Feldstein, M. (1976). "On the theory of tax reform". *Journal of Public Economics* 6 (1–2), 77–104.
14. Finnerty C., Merks P., Petriccione M. & Russo R. (2007). *Fundamentals of International Tax Planning*. Amsterdam: IBFD.
15. Hammer, R. M. & Owens, J. (2001), "Promoting Tax Competition". OECD.
16. ITEP (2011). "The Guide to Fair State and Local Taxes". Washington: Institute on Taxation and Economic Policy.
17. Kaplow, L. (1989). "Horizontal equity: measures in search of a principle". *National Tax Journal*. Vol. 42, no. 2 (139–154).
18. Kleinbard, E. (2016). "Stateless Income and its Remedies". in Pogge, T. & Mehta, K., ed. (2016). "Global Tax Fairness". Oxford University Press.
19. Lindsay, I. K. (2016). "Tax fairness by convention: A Defence of Horizontal Equity". *Florida Tax Review*, 19(2), 79–119.
20. Mirrlees, J. (2011). "Tax by Design". London: Institute for Fiscal Studies, London.
21. Murphy, R. (2016). "Country-by Country Reporting". in Pogge, T. & Mehta, K., ed. (2016). "Global Tax Fairness". Oxford University Press.
22. Musgrave, R.A. (1959). "The Theory of Public Finance". A Study in Public Economy. McGraw-Hill Book Company Inc.
23. Musgrave, R.A. (1990). "Horizontal equity, once more". *National Tax Journal*. Vol. 43, no. 2 (113–122).
24. Musgrave, R. A. & Musgrave, P. B. (1984). "Public Finance in Theory and Practice", 4<sup>th</sup> Edition. McGraw-Hill Book Company.
25. Picciotto, S. (2016). "Towards Unitary Taxation: Combined Reporting and Formulary Apportionment". in Pogge, T. & Mehta, K., ed. (2016). "Global Tax Fairness". Oxford University Press.
26. Pogge, T. & Mehta, K., ed. (2016). "Global Tax Fairness". Oxford University Press.
27. Popović D. (1997). „Nauka o porezima i poresko pravo”. Beograd.
28. Shaw, J., Slemrod, J. & Whiting, J. (2010). "Administration and Compliance". in "Mirrlees Review: Dimensions of Tax Design". London: Institute for Fiscal Studies/Oxford University Press.
29. Smith, A. (1776). "An Inquiry Into The Nature and Causes of the Wealth of Nations".
30. Stiglitz, J. (2008). „Ekonomija javnog sektora”. Beograd: Ekonomski fakultet.
31. Terra, B. J. M. & Wattel, P. J. (2008). *European Tax Law*, Fifth Edition. Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International.
32. Tolan H. (2016). "An International Convention on Financial Transparency". in Pogge, T. & Mehta, K., ed. (2016). "Global Tax Fairness". Oxford University Press.
33. Tanzi, V. (2016). "Lakes, Oceans, and Taxes: Why the World Needs a World Tax Authority". in Pogge, T. & Mehta, K., ed. (2016). "Global Tax Fairness". Oxford University Press.



UDK 336.273:336.14(497.6)

DOI: 10.7251/FIN1802013K

Milenko Krajišnik\*

Saša Stevanović\*\*

ORIGINALNI NAUČNI RAD

# Analiza dinamike održivosti duga Bosne i Hercegovine i zemalja regiona

## Analysis of the dynamics of the debt sustainability of Bosnia and Herzegovina and the countries of the region

### Rezime<sup>1</sup>

Javni dugovi imaju značajan uticaj na ekonomska, socijalna i politička dešavanja u društvu. Tokom proteklih godina u našoj zemlji, regionu i svijetu zabilježen je trend rasta javnih dugova. Povećani su izazovi u njihovom upravljanju, otvoreno je pitanje njihove održivosti, vode se polemike da li je trend rasta dugova moguće zaustaviti ili se njima treba prilagoditi. Domaći donosioci ključnih ekonomskih i političkih odluka, prilikom kreiranja strategija i politika razvoja sve više su ograničeni trenutnim stanjem ali i budućim kretanjima javnog duga. Investitori u javni dug su sve više zainteresovani za buduće kretanje nivoa javnog duga. Ovim radom nastojaćemo popularizovati ovo pitanje, ukazati na prakse analize održivosti dugova, prikazati dinamiku javnog duga zemalja u regionu, ključne pokazatelje za analizu održivosti javnih dugova i stanje javnog duga sa projekcijama u njegovom kretanju u budućnosti za Bosnu i Hercegovinu.

**Ključne riječi:** javni dug, dinamika i održivost javnog duga, indikatori rizika, intertemporalna solventnost.

### Abstract

Public debts have a significant impact on economic, social and political developments in society. Over the past years, there has been a trend in the growth of public debt in our country, the region and the world. Challenges in their management have been raised, the question of their sustainability is open, controversy is being made whether the trend of debt growth can be stopped or should be adapted. Domestic policy-makers and policy makers are increasingly confined to the current state of affairs as well as to future public debt developments when developing strategies and development policies. Public debt investors are increasingly interested in the future movement of public debt. With this work we will try to popularize this issue, point out the practices of debt sustainability analysis, present the dynamics of public debt of the countries in the region, key indicators for analyzing the sustainability of public debt and the state debt with projections in his movement in the future for Bosnia and Herzegovina.

**Keywords:** public debt, dynamics and sustainability of public debt, risk indicators, intertemporal solvency.

### UVOD

Javni dugovi se povećavaju iz godine u godinu. Ovo je trend u BiH i trend u Republici Srpskoj. Sličan trend karakteriše region, ali i cijeli svijet. Postavlja se pitanje da li je stalno zaduživanje opravdano, da

li je nivo duga održiv? Takođe, postavlja se pitanje koji je nivo duga održiv? Razlozi za zaduživanje su razni. Zaduzivanje se vrši radi različitih investicionih programa kao što je izgradnja infrastrukture, zatim radi pokrića deficita, upravljanja likvidnošću itd. Zaduzuju se nacionalni, subnacionalni, lokalni nivoi, ali i privredna društva iz

\* Predsjednik Fiskalnog savjeta Republike Srpske, vanredni profesor Ekonomskog fakulteta Banjaluka.

\*\* Član Fiskalnog savjeta Republike Srpske, izvršni direktor Penzijskog rezervnog fonda.

<sup>1</sup> Stavovi i mišljenja izneseni ovim radom predstavljaju lične stavove autora i ne odražavaju stav institucija u kojima su autori profesionalno angažovani.

javnog sektora. Učešće javnih dugova u BDP-u je najčešća mjera kojom se iskazuje kretanje javnih dugova. U periodu od 1995. do 2015. godine razvijene zemlje iz grupe G-20<sup>2</sup> povećale su dug sa 55,8% na 91,5% BDP-a<sup>3</sup>. U apsolutnom iznosu javni dug zemalja G-20 je povećan za 22,2 hiljade milijardi dolara. U periodu 1998. godine dug BiH je povećan u apsolutnom iznosu za 4,96 milijardi dolara, ali je kao procenat BDP-a u 1998. godini iznosio 54,4% dok je u 2015. godini iznosio 44,7% BDP-a – mjereno kao odnos nominalnog duga i BDP-a u konstantnim cijenama. Dug je povećan sa 2,28 na 7,24 milijardi dolara, a BDP sa 4,1 na 16,2 milijardi dolara u periodu od 1998. do 2015. godine<sup>4</sup>. U narednom periodu očekuje se nastavak ovog trenda. Vlasnici ovih dugova su različiti. To su banke, institucionalni investitori (penzioni fondovi, osiguravajuća društva i investicioni fondovi), međunarodne finansijske i razvojne institucije (Svjetska banka, Evropska banka za obnovu i razvoj – EBRD, Evropska investiciona banka – EIB, Međunarodni monetarni fond – MMF). S obzirom na to da se javni dugovi pored finansiranja investicionih programa koriste i kao podrška budžetima, za održivost javnog duga pored kreditora zainteresovani su i dužnici – sadašnji, ali i buduće generacije, jer će buduće generacije vraćati današnje dugove. Radi boljeg upravljanja dugovima razvijene su različite metodologije i pristupi. Jedna od njih je okvir za analizu održivosti duga (Debt Sustainability Analysis – DSA). Ovo je važan instrument procjene „ranjivosti“ državnih dugova i javnih dugova ostalih oblika suvereniteta. Ovaj institut pruža nosiocima ključnih ekonomskih i političkih odluka osnovu za kreiranje strategija i politika razvoja. DSA je instrument koji se koristi u dizajniranju politika koje su preduslov za finansijske programe EU i MMF-a. Kao takav, ovaj instrument se koristi sve više u BiH. Cilj rada je prikazati dinamiku javnih dugova u okruženju, predstaviti metodologiju za ocjenu održivosti duga, analizirati održivost duga BiH, odgovoriti na pitanje da li je moguće kvantifikovati održivost dugova ili je to stvar subjektivne procjene.

## 1. DOSADAŠNJA ISTRAŽIVANJA I TEORETSKI OKVIR

U domaćoj literaturi u BiH oblasti održivosti javnih dugova – fiskalnoj održivosti posvećuje se malo ili nedovoljno pažnje. Bez adekvatnog pristupa analizi održivosti dugova, njegovoj popularizaciji i otvaranju polemike i debate ostavlja se prostor za špekulacije i pogrešne

**Tabela 1.** Aranžmani BiH i MMF-a u periodu od 1995. do 2017. godine

Aranžman	Datum aranžmana	Istek aranžmana	Dogovoreni iznos	Povučeni iznos	Preostali iznos
EFF	07. 09. 2016.	06. 09. 2019.	443,042	63,413	63,413
Stendbaj	26. 09. 2012.	30. 06. 2015.	558,030	422,750	180,726
Stendbaj	08. 07. 2009.	07. 07. 2012.	1,014,600	338,200	
Stendbaj	02. 08. 2002.	29. 02. 2004.	67,600	67,600	
Stendbaj	29. 05. 1998.	29. 05. 2001.	94,420	94,420	

Izvor: MMF. Iznos je prikazan u SPV – specijalnim pravima vučenja.

Drugi razlog je činjenica da istorijski i geografski prostor koji pokriva ova međunarodna institucija trenutno predstavlja jedan od najboljih primjera za uvid u „dobre“ prakse i dugogodišnje iskustvo u posmatranju ovog fenomena. MMF posjeduje najsveobuhvatniju

zaključke. Na osnovu špekulacija i pogrešnih zaključaka nemoguće je zasnivati ispravne politike, ali se takođe i povećava „strah“ od sprovođenja ispravnih politika. Dosadašnja istraživanja i publikacije možemo sintetizovati na sljedeći način. Ovim pitanjem u BiH bavi se Direkcija za ekonomsko planiranje BiH koja u vidu informacija koje dostavlja Savjetu ministara BiH svake godine analizira nivo javne zaduženosti<sup>5</sup>. Takođe, pitanje fiskalne održivosti BiH može se naći u prezentaciji Hurić Bjelan (2015) godine. Ovom prezentacijom ukazano je na potrebe donošenja hitnih mjera fiskalne održivosti, racionalnosti u korišćenju kredita i tendencije u kretanju javne zaduženosti. Iako se reformaska agenda za BiH u periodu 2015–2018. godine bavi pitanjima javnih finansija, oporezivanja i fiskalne održivosti, izostaje veće zanimanje naučne zajednice za ova pitanja. U Republici Hrvatskoj, u sklopu projekta Održivost javnih finansija na putu u monetarnu uniju, doprinos popularizaciji ovog pitanja dali su Šimović i Batur (2016). Šimović i Batur su analizirali fiskalnu održivost i održivost javnog duga izdvajajući pokazatelje fiskalne stabilnosti, fiskalne ranjivosti i složeni pokazatelj. U Hrvatskoj je Tadić (2016) ispitivao tezu održivosti javnih dugova odabranih zemalja srednje i jugoistočne Evrope i pitanje odnosa kamatnih stopa i visine javnog duga. Jedan od prioriteta fiskalne strategije Crne Gore 2017–2020. godine je rješavanje problema fiskalne održivosti i smanjenje javnog duga. Fenomenom održivosti duga u Srbiji bavili su se Arsić i dr. (2012). Oni su posmatrali strukturni fiskalni deficit i dinamiku javnog duga Srbije, te problem održivosti javnog duga Srbije prije i tokom globalne ekonomske krize. Pitanjem održivosti duga na nivou Evropske unije bavili su se Bouabdallah i dr. (2017). Ovim istraživanjem postavljeni su metodološki okviri za analizu održivosti duga zemalja u Evropskoj uniji.

## 2. PRIMJENA OSNOVNIH METODA ANALIZE ODRŽIVOSTI DUGA

Polazeći od činjenice da je osnovna misija MMF-a održavanje stabilnosti međunarodnog monetarnog sistema i činjenice da je BiH od svog pristupanja fondu 1992. godine pet puta zaključivala sporazume – aranžmane sa ovom institucijom, u nastavku će pažnja biti posvećena metodologiji analize održivosti dugova koju koristi MMF. Dva su razloga za ovaj pristup. Prvi je činjenica da je BiH više puta zaključivala aranžmane sa MMF-om. Aranžmani sa ovom institucijom su prikazani sljedećom tabelom.

i javno dostupnu bazu podataka o stanju javnih finansija najvećeg dijela zemalja u svijetu.

Prema ovom pristupu za dug se tvrdi da je održiv ukoliko je zadovoljen uslov intertemporalne solventnosti, odnosno ukoliko je

<sup>2</sup> Posmatrane zemlje iz grupe G-20 su: Australija, Kanada, Francuska, Njemačka, Italija, Japan, Južna Koreja, Velika Britanija, SAD.

<sup>3</sup> Izvor: Međunarodni monetarni fond.

<sup>4</sup> Izvor: Svjetska banka i Međunarodni monetarni fond.

<sup>5</sup> Izvor: [https://www.mft.gov.ba/hrv/images/stories/javni\\_dug/informacije/Analiza%20odrzivosti%20duga%20BiH%20HRV.pdf](https://www.mft.gov.ba/hrv/images/stories/javni_dug/informacije/Analiza%20odrzivosti%20duga%20BiH%20HRV.pdf), pristupljeno 05. 03. 2018. godine.

očekivana sadašnja vrijednost budućih primarnih bilansa veća od postojećeg nivoa duga. Prema definiciji MMF-a<sup>6</sup> (2013), javni dug se može tretirati kao održiv ukoliko je primarni bilans koji je potreban za stabilizaciju duga u bazičnom scenariju i scenariju zasnovanom na realnim šokovima ekonomski i politički izvodljiv na način da je nivo duga konzistentan sa niskim rizikom refinansiranja i da se održi potencijalni ekonomski rast na prihvatljivom nivou. Da bi dug bio održiv akumulirani dug mora se servisirati po rokovima dospjeća tj. mora biti zadovoljen uslov likvidnosti, ali i percepcija investitora u dugoročnu održivost duga mora biti zadovoljena, odnosno investitori moraju vjerovati da je Vlada solventna. Koncept likvidnosti je kratkoročnog karaktera, a koncept solventnosti je srednjoročnog i dugoročnog karaktera. Međutim, ova dva koncepta su povezana. Naime, ukoliko tržište, odnosno vlasnici duga sumnjaju u dugoročnu sposobnost države da vraća svoj dug, odnosno tržište vjeruje da je ugrožena solventnost, onda ovaj narušeni koncept solventnosti ugrožava likvidnost. Likvidnost je zadovoljena ukoliko pored uslova solventnosti Vlada ima dovoljno likvidne imovine i raspoloživih izvora finansiranja da može u roku dospjeća duga izmiriti svoje obaveze. Za dug se takođe kaže da je održiv ukoliko Vlada neće bankrotirati u budućnosti, restruktuisati svoj dug ili imati potrebu za teškim fiskalnim prilagođavanjima. Definicije događaja koje MMF podrazumijeva pod bankrotom su<sup>7</sup>:

- Difolt: neizmirene obaveze za glavnice i kamatu prema komercijalnim i zvaničnim kreditorima,
- Restruktuisanja duga: bilo koja operacija koja se tiče izmjena originalnih uslova iz ugovora između kreditora i dužnika,
- Finansiranja od strane MMF-a koja se tiču problema sa likvidnošću javnog sektora.

Ugroženost održivosti duga (Vulnerability) podrazumijeva rizik likvidnosti ili solventnosti koji dovode do krize duga. Ovi rizici kvantifikuju se pomoću indikatora opterećenja duga.

### 2.1. Kvantifikacija rizičnosti duga

Indikatori opterećenja duga predstavljaju odnose nivoa duga i servis duga u odnosu na BDP, izvoz i fiskalne prihode. Ekonomski indikatori poput BDP-a, izvoza i fiskalnih prihoda, nazivaju se kapaciteti za plaćanje. Indikatore koji posmatraju odnos nivoa duga i kapaciteta za plaćanje (BDP, izvoz i fiskalne prihode) nazivamo indikatorima solventnosti, dok indikatore koji posmatraju servis duga i kapacitet za plaćanje nazivamo indikatorima likvidnosti.

Indikatori solventnosti su:

- Javni dug/BDP,
- Javni dug/Prihodi,
- Javni dug/Izvoz.

Indikatori likvidnosti:

- Servisiranje duga/BDP,
- Servisiranje duga/Prihodi,
- Servisiranje duga/Izvoz.

Bruto finansijske potrebe predstavljaju indikator problema sa likvidnošću. Bruto finansijske potrebe (Gross Financing Needs – GFN) predstavlja iznos koji je potreban za finansiranje deficita i amortizacije duga.

GFN = Deficit + Amortizacija duga,

ili

GFN = Primarni deficit + Servisiranje duga

Pod amortizacijom duga podrazumijevamo plaćanja glavnice u budućem periodu. Pod servisiranjem duga podrazumijevamo amortizaciju duga uvećano za kamate na dug.

U praksi, analiza održivosti duga se zasniva na sljedećoj jednačini akumulacije duga<sup>8</sup>:

$$\Delta d_t = \frac{i_t - g_t}{1 + g_t} d_{t-1} - p b_t + d d a_t$$

$\Delta d_t$  – rast bruto duga kao procenta BDP-a

$i_t$  – nominalna kamatna stopa

$g_t$  – nominalni rast BDP-a

$d_{t-1}$  – odnos bruto duga izražen kao procenat BDP-a iz prethodnog perioda

$p b_t$  – primarni bilans

$d d a_t$  – faktori koji utiču na dug poput primitaka od privatizacije, priznavanje potencijalnih obaveza, oprost dugova i dr.

Ukoliko je  $d d a_t = 0$  dug će se stabilizovati ukoliko je  $p b_t \approx (i_t - g_t) d_{t-1}$ . Ukoliko je  $i > g$  kao što je slučaj sa većinom razvijenih zemalja, održivost duga je moguća samo u slučaju ostvarenja primarnog suficita. Kod zemalja gdje je  $i < g$  održivost javnog duga moguće je postići i ostvarenjem primarnog deficita uz uslov da je  $i + p b < g$ .

### 2.2. Metodologija analize održivosti duga – DSA metodologija

Međunarodni monetarni fond u saradnji sa Svjetskom bankom je razvio instrument za analizu održivosti duga. U okviru analize održivosti duga (Debt Sustainability Framework – DSF), razvijen je instrument DSA. Okvir za analizu je bitan zbog toga što MMF i Svjetska banka teže ka tome da DSA bude uporediva između različitih zemalja. Za analizu održivosti duga zemalja koje imaju pristup finansijskom tržištu koristi se tzv. Okvir za fiskalnu politiku i analizu održivosti duga zemalja koje imaju pristup tržištu (Framework for Fiscal Policy and Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries (MAC DSA)). Za ostale zemlje koristi se tzv. Zajednički okvir Svjetske banke i MMF-a za zemlje niskog nivoa dohotka (The Joint World Bank – IMF Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries (LIC DSF)). Bosna i Hercegovina pripada grupi zemalja koje imaju pristup finansijskim tržištima. Zemlje koje imaju pristup finansijskim tržištima su sve razvijene zemlje i većina zemalja u razvoju (Emerging markets). U nastavku ćemo pažnju posvetiti MAC DSA. Ovaj instrument koriste Svjetska banka i MMF u postupcima nadzora i prilikom dizajna i ocjene programa finansijske podrške. Ovaj instrument je dizajniran u 2002. godini, tokom vremena je mijenjan i 2013. je značajno revidiran. Prije analize potrebno je grupisati zemlje u jednu od dvije grupe. Zemlja se grupiše u kategoriju zemlje kojoj se posvećuje manje pažnje (Lower scrutiny) ili zemlje kojoj je potreban viši nivo ispitivanja (Higher scrutiny). Kriteriji razvrstavanja predstavlja nivo indikatora opterećenja duga i pristup resursima Svjetske banke i MMF-a. Ukoliko je riječ o razvijenoj zemlji i nivo javnog duga prelazi 60% BDP-a ili su bruto finansijske potrebe veće od 15%, zemlja ulazi u kategoriju višeg nivoa ispitivanja. Ukoliko je riječ o zemlji u razvoju onda granični nivo za klasifikaciju za javni dug iznosi 50%, a bruto

<sup>6</sup> MMF, (2013), „Vodič za analizu održivosti duga za zemlje koje imaju pristup finansijskim tržištima“. Dostupan na: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/050913.pdf>

<sup>7</sup> Isto.

<sup>8</sup> Isto.

finansijske potrebe 10%. Takođe, ukoliko zemlja koristi sredstva MMF-a, koristi se viši nivo ispitivanja. S obzirom na to da je BiH od 1995. godine u aranžmanu sa MMF-om, bilo kao primalac sredstava fonda ili kao strana koja vraća primljena sredstva, za BiH se primjenjuje viši nivo ispitivanja. Dodatni indikatori za analizu kod zemalja kod kojih se primjenjuje viši nivo ispitivanja su:

- Razlika u trogodišnjem primarnom bilansu (izražen kao % BDP-a),
- Koeficijent varijacije ekonomskog rasta,
- Prinosi na obveznice i razlika između referentnog prinosa (za BiH se koristi tzv. EMBI<sup>9</sup> spred tj. razlika),

- Potreba za eksternim finansiranjem (izražena kao % BDP-a),
- Javni dug u vlasništvu nerezidenata (izražen kao % od ukupnog javnog duga),
- Javni dug u stranoj valuti (izražen kao % od ukupnog javnog duga),
- Godišnje promjene kratkoročnog duga.

U nastavku ćemo prikazati granične veličine dodatnih indikatora za analizu kod zemalja kod kojih se primjenjuje viši nivo ispitivanja.

**Tabela 2.** Granične veličine dodatnih indikatora za analizu

Indikator	Razvijena zemlja	Zemlja u razvoju
Razlika trogodišnjeg primarnog bilansa	2	2
Varijacija ekonomskog rasta	1	1
Razlika prinosa na obveznice izražena kao procentni poen	600	600
Potreba za eksternim finansiranjem	25%	15%
Javni dug u vlasništvu nerezidenata	45%	45%
Javni dug u stranoj valuti	-	60%
Godišnje promjene kratkoročnog duga	1.5%	1%

Ovdje je potrebno napomenuti da se varijacija ekonomskog rasta dobije kao odnos standardne devijacije i prosjeka ekonomskog rasta u posljednjih deset godina. Potreba za eksternim finansiranjem se izračunava kao zbir kratkoročnog spoljnog duga, pripadajući dio glavnice dugoročnog duga koji se izmiruje u narednih godinu dana uvećano za apsolutnu razliku salda tekućeg računa.

MAC DSA višeg nivoa ispitivanja sastoji se iz nekoliko dijelova: osnovne analize održivosti duga, analize realnosti pretpostavki za bazični scenario, indikatora profila duga sa grafičkim i tabelarnim prikazima koji ukazuju na stepen rizika (Heat map, Fun charts), eventualno uz dodatni dio koji se odnosi na napomene.

Dio osnovne analize održivosti duga sastoji se od ključnih pokazatelja o dugu, ključnim ekonomskim i tržišnim indikatorima, glavnim faktorima koji utiču na promjene u javnom dugu, bazičnim i alternativnim scenarijima u očekivanom kretanju duga u budućnosti. Ovdje je važno napomenuti da kod izrade scenarija kretanja duga bazični i alternativni scenario podrazumijeva zadržavanje konstantne politike upravljanja dugom. U slučaju promjene u politikama upravljanja dugom potrebno je korigovati i scenario i analizu. Dio koji se odnosi na analizu realnosti pretpostavki za bazični scenario odnosi se na utvrđivanje stepena intervala povjerenja sljedećih varijabli: realni rast BDP-a, primarni bilans, inflacija, potreba fiskalnih

prilagođavanja, analize ekspanzije i kontrakcije. Dio koji se odnosi na indikatore profila duga koji ukazuje na stepen rizika sastoji se iz makrofiskalnih stres-testova i ranjivosti profila duga. Napomene za analizu održivosti duga obuhvataju konačnu ocjenu održivosti duga, naglašavaju određene specifičnosti i daju osvrt na podloge za ključne pretpostavke i ocjenu realnosti bazičnog scenarija.

### 3. ANALIZA ODRŽIVOSTI DUGA I REZULTATI

Polazeći od dinamike duga i njenih osnovnih komponenti – nominalne kamatne stope na dug, nominalnog rasta BDP-a i primarnog bilansa za zemlje regiona, možemo konstatovati sljedeće: kamatne stope kod većine zemalja su imale trend pada (Grafikon 1), ostvaren je kumulativni deficit u rasponu od 12,04% do 26,55%, sve zemlje je karakterisao ekonomski rast i sve zemlje su imale rast dugova u rasponu od 15,45% (Makedonija) do 55,72% (Slovenija). Zemlje kod kojih je zabilježen rast kamatnih stopa su Srbija i Crna Gora. Postavlja se pitanje da li rast dugova, postojeći nivo duga, karakteristike ekonomija u okruženju i stanje njihovih javnih finansija ukazuju na održivost javnog duga. U nastavku dajemo prikaz osnovnih komponenti dinamike duga za zemlje regiona.

**Tabela 3.** Promjena u bruto dugu u periodu od 2007. do 2016. godine za izabranu grupu zemalja i kumulativni primarni bilansi izraženi kao procenat BDP-a

2007–2016	Albanija	BiH	Hrvatska	BJR Makedonija	Crna Gora	Srbija	Slovenija
Promjena duga	19.63	25.96	46.01	15.45	39.00	40.71	55.72
Kumulativni primarni bilans	-12.04	-16.35	-20.19	-17.28	-19.10	-19.15	-26.55

Izvor: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2017

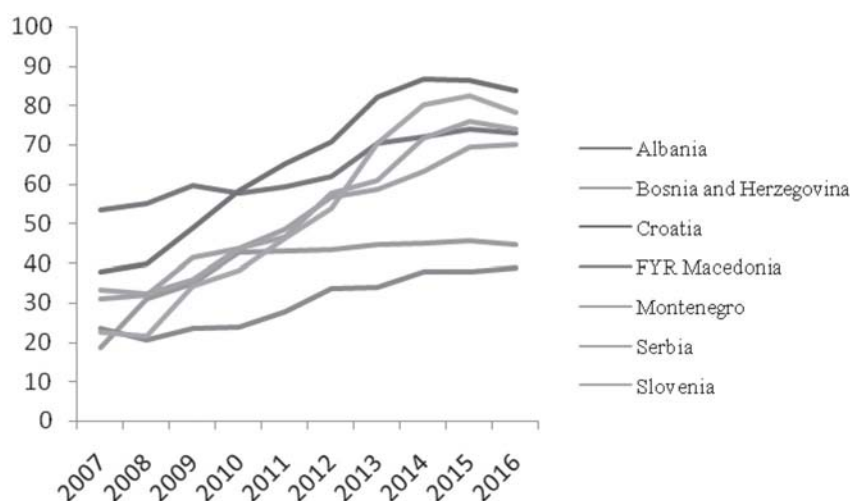
<sup>9</sup> Emerging market bond index – Indeks obveznica zemalja koje spadaju u grupu tržišta u nastajanju. To su ona tržišta kod kojih se razvijaju finansijska tržišta.

<sup>10</sup> MMF, (2013), „Vodič za analizu održivosti duga za zemlje koje imaju pristup finansijskim tržištima“. Dostupan na: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/050913.pdf>

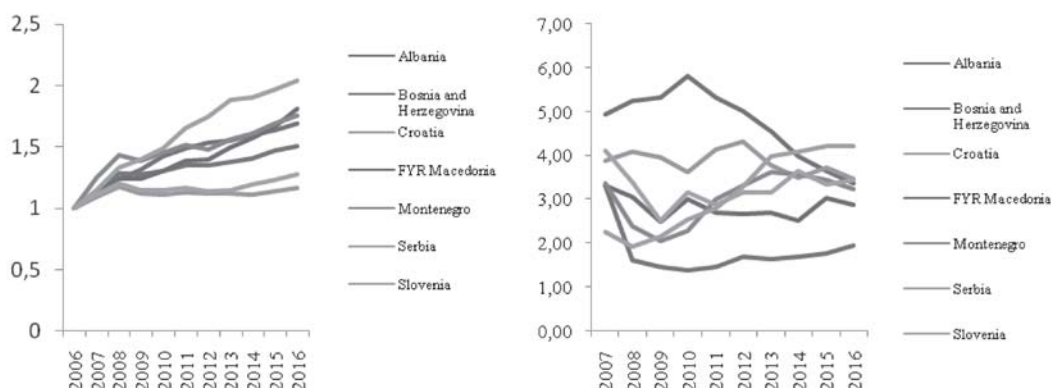


U istom periodu ove zemlje su imale rast svojih ekonomija mjereno nominalnim stopama rasta BDP-a, ali i pad kamatnih stopa.

**Grafikon 1.** Kretanje duga zemalja regiona u periodu od 2007. do 2016. izraženo kao % BDP-a



**Grafikon 2.** Kumulativno kretanje ekonomije zemalja regiona mjereno nominalnim stopama rasta BDP-a i kretanje kamatnih stopa zemalja regiona



a) Kumulativni rast BDP-a

b) Kretanje nominalnih kamatnih stopa na dug

Posmatrajući kretanje primarnih bilansa u periodu od 2007. do 2016. godine možemo izvesti zaključak da su sve zemlje imale negativan kumulativni ukupni primarni bilans. Iz Tabele 3 zaključujemo da kod većine zemalja imamo trend smanjenja kamatnih stopa na javni dug, iako je dug svih posmatranih zemalja imao trend rasta. Može se zaključiti da tržište i vlasnici dugova pristaju na nižu kamatnu stopu. Ukoliko je kamata cijena rizika, proizilazi zaključak da je rizik manji. Međutim, može se izvesti i zaključak da je novca mnogo i da je najbolja alternativa za investiranje javni dug. Sljedeći korak u analizi predstavljaće posmatranje primarnih bilansa, prosječne kamatne stope i rasta BDP-a. Posmatrajući rast BDP-a možemo konstatovati da su sve zemlje imale rast BDP-a u svim godinama izuzev 2009. i 2012. godine, dok je Hrvatska imala pad BDP-a i u 2013. godini. Primarni deficiti su pravilo, prije nego izuzetak.

Rekordni deficit je zabilježen u Sloveniji u 2013. godini. Ovaj deficit je povezan sa dokapitalizacijama i planovima restruktuisanja pet slovenačkih banaka (Nova ljubljanska banka, Faktor banka, Nova kreditna banka Maribor, Probanka i Abanka). Posmatrajući stope rasta BDP-a i nivo kamatnih stopa, vidimo da posmatrane zemlje pripadaju grupi zemalja gdje su stope rasta veće od kamatnih stopa koje se plaćaju na javni dug, odnosno zadovoljen je uslov:  $i < g$ . Ovaj uslov podrazumijeva da je održivost duga moguća i uz negativan primarni bilans, odnosno primarni deficit. Naredna tabela ukazuje na odnos  $i + pb < g$ . Ukoliko je nivo kamatnih stopa uvećan za primarni deficit u apsolutnom iznosu manji od rasta BDP-a, za dug se kaže da je održiv. Ukoliko je:  $i + pb < g \rightarrow$  dug je održiv; u suprotnom dug je neodrživ. Za održiv dug u tabelu upisaćemo 0, dok ćemo za slučaj neodrživog duga upisati 1. Rezultati su prikazani tabelom.

**Tabela 4.** Održivost duga posmatranih zemalja u periodu od 2007. do 2016. godine

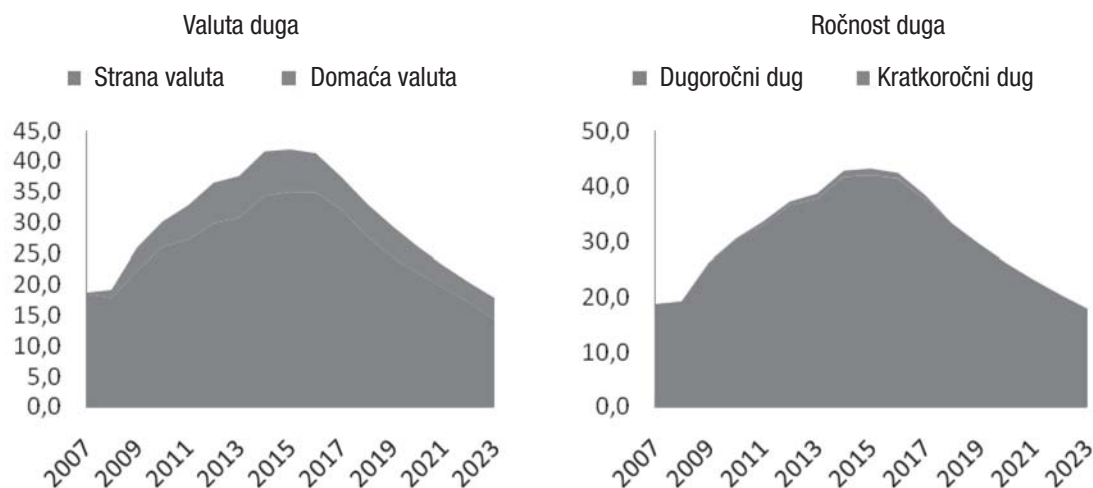
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Albanija	0	0	1	0	1	1	1	1	1	0
BiH	0	0	1	1	1	1	1	1	0	0
Hrvatska	0	0	1	1	1	1	1	1	1	0
BJR Makedonija	0	0	1	0	0	1	0	1	0	0
Crna Gora	0	0	1	1	1	1	1	0	1	1
Srbija	0	0	1	0	0	1	0	1	1	0
Slovenija	0	0	1	1	1	1	1	1	1	0

Izvor: Kalkulacije autora

Na osnovu prethodne tabele može se zaključiti da većina zemalja iz regiona nije imala većih problema sa održivošću dugova 2007. i 2008. godine. U 2009. godini sve zemlje su imale probleme. U 2016. godini nijedna od zemalja, osim Crne Gore, nije imala problem održivosti duga. Zemlje poput Albanije su imale problem održivosti duga u periodu 2011–2015, BiH u periodu 2009–2014, Slovenija u periodu 2009–2015, itd. Prethodna analiza imala je za cilj da ukaže na tzv. dinamiku duga koja posmatra tri varijable: BDP, primarni bilans i nivo prosječnih kamatnih stopa. Analiza ukazuje da je nivo javnog duga u periodu 2015–2016. dugoročno održiv, da BiH plaća najniže prosječne kamatne stope (Tabela 4); što se može objasniti činjenicom da je udio javnih kreditora u dugu BiH 86%. S obzirom na to da je u BiH značajno učešće tzv. IDA kredita odnosno razvojnih kredita namijenjenih zemljama niskog stepena dohotka visoko, u

narednom periodu može se očekivati porast prosječne kamatne stope. Dug javnih kreditora ima koncesione uslove odnosno sadašnja vrijednost duga je niža, a BiH se zadužuje ispod rizičnosti profila zemlje, po nižoj kamatnoj stopi od Slovenije (Tabela 6). Sa stanovišta zaduživanja i održivosti dugova i kamatne stope, zaduživanje BiH ne predstavlja opasnost za javne finansije. Međutim, potrebno je razvijati instrumente i institute za bolje upravljanje i kontrolu budžeta jer veći dug u slučaju nepredviđenog šoka ili šokova podrazumijeva i viši nivo fiskalnih prilagodavanja. Na osnovu pretpostavke da se BiH neće zaduživati u narednom periodu (pretpostavka u vrijeme pisanja ovog rada nije tačna; BiH je potpisala ugovor sa EBRD-om za finansiranje koridora 5c u iznosu od 750 miliona EUR), javni dug je na silaznoj putanji što je prikazano narednim grafikonom. Međutim, i pod ovom pretpostavkom nivo javnog duga BiH je dugoročno održiv.

**Grafikon 3. Projekcije u kretanju duga BiH**



Posmatrajući granične veličine dodatnih indikatora za analizu kod zemalja kod kojih se primjenjuje viši nivo ispitivanja za primjer BiH dati su narednom tabelom.

**Tabela 5. Granični indikatori za analizu duga BiH**

Naziv indikatora	Rezultat	Znak	Granična vrijednost	Jedinica mjere	Prelazak granične vrijednosti
Razlika trogodišnjeg primarnog bilansa	-0.26	>	2	Procenat BDP-a	NE
Varijacija ekonomskog rasta	1.16	>	1	Aps. iznos	DA
Razlika prinosa na obveznice izražena kao procentni poen	356	>	600	Bazni poen	NE
Potreba za eksternim finansiranjem	8	>	15	Procenat BDP-a	NE
Javni dug u vlasništvu nerezidenata	86	>	45	Učešće u ukupnom	DA
Javni dug u stranoj valuti	86	>	60	Učešće u ukupnom	DA
Godišnje promjene kratkoročnog duga	-0.2	>	1	Učešće u ukupnom	NE

Rezultati ukazuju da se od ukupno sedam indikatora kod tri indikatora javlja prelazak graničnih vrijednosti i to kod varijacije ekonomskog rasta i profila duga. Varijacije ekonomskog rasta ukazuju na povećanu neizvjesnost u kretanju budućeg ekonomskog rasta, dok za preostala dva koji ukazuju na strukturu duga u vlasništvu nerezidenata i valutnu strukturu možemo zaključiti sljedeće: iako je indikator iznad granične vrijednosti, rizik je prihvatljiv zbog činjenice da je najveći dio javnog duga u vlasništvu javnih kreditora (Svjetska banka, EBRD, EIB i MMF) sa dugim rokovima dospijeca čime je rizik reinvestiranja umanjen. Veći nivo učešća nerezidenata podrazumijeva veću fluktuaciju ovih izvora, jer u slučaju određenih

neizvjesnosti inostrani investitor nastoji svoju investiciju vratiti u svoju zemlju dok ne prođe neizvjesnost. Kada je riječ o javnim kreditorima to nije realna pretpostavka. Valutna struktura duga ukazuje da je preko 50% duga vezano za EUR dok je 80% duga vezano za EUR i Specijalna prava vučenja<sup>11</sup>. S obzirom na vezanost konvertibilne marke za EUR ovaj rizik je podnošljiv. Problem neizvjesnosti budućeg ekonomskog rasta i ostalih varijabli može se kvantifikovati putem stres-test analize koja je data u prilogu BiH DSA – Stres test. Uključujući i faktor neizvjesnosti, možemo konstatovati da je dug BiH dugoročno održiv.

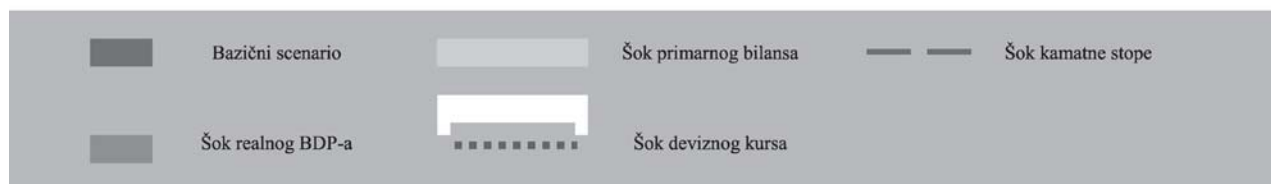
<sup>11</sup> Informacija o stanju javne zaduženosti BiH (zaključno?) sa 31. 12. 2016. Izvještaj je dostupan na: [https://www.mft.gov.ba/bos/images/stories/javni\\_dug/informacije/INFORMACIJA%2031%2012%202016%20%20BOS.pdf](https://www.mft.gov.ba/bos/images/stories/javni_dug/informacije/INFORMACIJA%2031%2012%202016%20%20BOS.pdf)

## ZAKLJUČAK

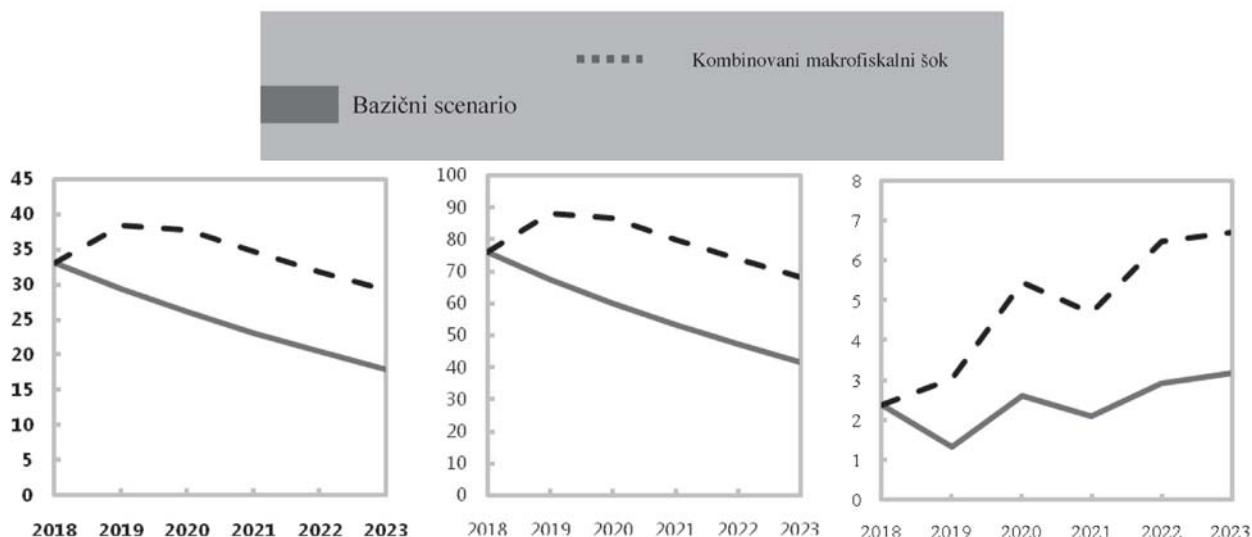
U periodu od 1998. do 2015. godine javni dug u BiH je povećan za pet milijardi dolara. Troškovi kamata koji se izdvajaju iz konsolidovanog budžeta BiH (Republika Srpska, institucije BiH, FBiH, Brčko distrikt) u 2003. godini su iznosili 107 miliona KM, dok su u 2016. godini iznosili 252 miliona KM. Rastom nivoa duga povećavani su izazovi u njegovom upravljanju. Javlja se potreba za razvojem instrumenata kontrole i politika upravljanja javnim dugom. Interes za razvoj ovih instrumenata, pored donosilaca ključnih ekonomskih i socijalnih odluka u društvu, imaju i investitori odnosno vlasnici dugova. U periodu od 2008. do 2018. godine banke su povećale izloženost prema javnom dugu sa nivoa od 265 miliona KM na nivo od 2,3 milijarde KM, a osiguravajuća društva sa nivoa od 14,9 miliona u 2008. godini na nivo od 331 milion u 2017. godini. Posmatrajući zemlje u regionu i dinamiku u kretanju njihovih javnih dugova, vidimo da se pojedine zemlje u posljednjih deset godina bore sa problemom održivosti duga. Od deset godina, BiH je šest godina imala problem sa održivošću duga, Hrvatska sedam godina, Slovenija sedam godina u nizu. U 2016. godini nijedna zemlja osim Crne Gore nema problem održivosti. Analize pokazuju da je

prema sadašnjim parametrima javni dug BiH dugoročno održiv. Ipak, postoje rizici koji se ogledaju u nestabilnosti ekonomskog rasta i nedostatku obuhvata javnog sektora (nastanak potencijalnih obaveza), kontrolnim mehanizmima i identifikovanju potencijalnih obaveza. Veliki nedostatak predstavlja i nepostojanje analize ključnih fiskalnih rizika. Iako BiH plaća kamate koje su najniže u regionu, potreban je oprez i prilagođavanje očekivanjima njihovog rasta. Indikatore rizičnosti duga potrebno je pratiti, procjenjivati njihovo kretanje u budućnosti i sprovesti strategije i politike koje će doprinijeti kretanju nivoa duga na održivim osnovama. Potrebno je razvijati i jačati mehanizme finansijskog menadžmenta u oblasti javnih finansija, izgrađivati mehanizme kontrole, uvođenje načela transparentnosti u postupanjima radi održivosti javnog duga, koja predstavlja uslov fiskalne održivosti i očuvanja dugoročne finansijske stabilnosti. Koncept održivosti javnog duga i stav u vezi s tim, više je stav subjektivnog odnosa posmatrača i javnosti o toj pojavi, vjerovanje u buduće kapacitete plaćanja. Na formiranje tog stava utiče količina blagovremenih i tačnih informacija. Ovim radom nastojali smo prikazati stanje, prakse i osnovne izazove u upravljanju javnim dugom na održivim osnovama.

## PRILOG 1: BIH DSA – STRES TEST<sup>12</sup>



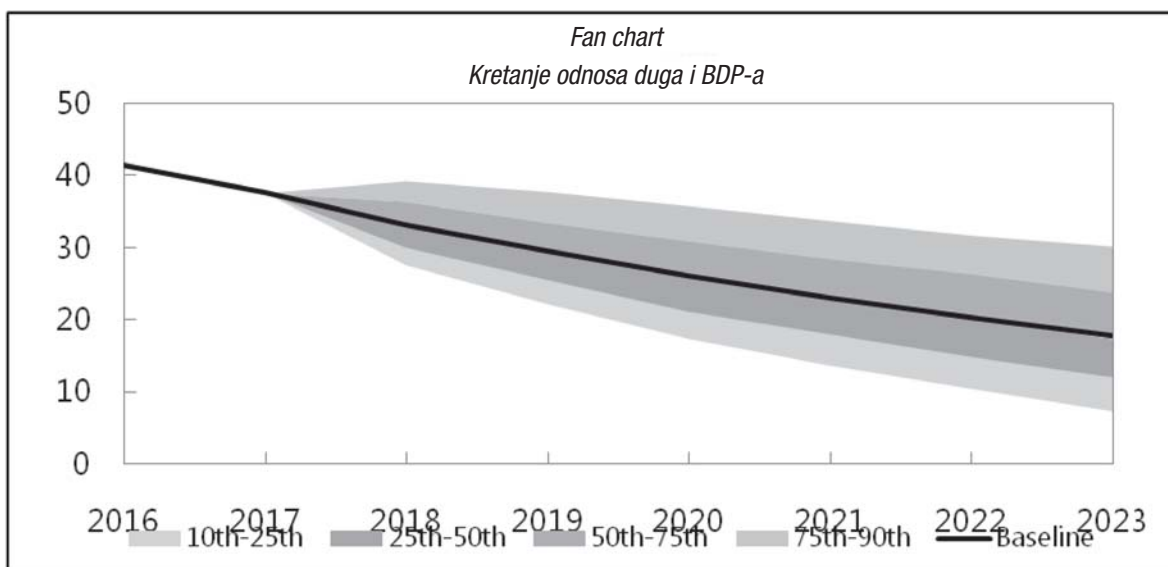
### Dodatni stres test



<sup>12</sup> U analizi su uzeti zvanični, javno dostupni podaci institucija u Bosni i Hercegovini.

**Pretpostavke u procentima**

Šok primarnog bilansa	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Rast realnog BDP-a	2.6	2.7	2.7	2.8	3.0	2.9
Inflacija	1.3	1.6	1.9	1.7	1.9	1.9
Primarni bilans	2.9	2.0	1.9	2.6	2.3	2.1
Efektivna kamatna stopa	1.9	2.1	2.4	2.7	2.7	2.7
<b>Šok kamatne stope</b>						
Rast realnog BDP-a	2.6	2.7	2.7	2.8	3.0	2.9
Inflacija	1.3	1.6	1.9	1.7	1.9	1.9
Primarni bilans	2.9	2.9	2.7	2.6	2.3	2.1
Efektivna kamatna stopa	1.9	2.1	2.5	3.0	3.1	3.2
<b>Kombinovani šok</b>						
Rast realnog BDP-a	2.6	0.8	0.8	2.8	3.0	2.9
Inflacija	1.3	1.2	1.4	1.7	1.9	1.9
Primarni bilans	2.9	1.9	0.8	2.6	2.3	2.1
Efektivna kamatna stopa	1.9	2.4	2.4	3.0	3.1	3.3
<b>Šok realne stope rasta BDP-a</b>						
Rast realnog BDP-a	2.6	0.8	0.8	2.8	3.0	2.9
Inflacija	1.3	1.2	1.4	1.7	1.9	1.9
Primarni bilans	2.9	1.9	0.8	2.6	2.3	2.1
Efektivna kamatna stopa	1.9	2.1	2.4	2.8	2.8	2.8
<b>Šok valutnog kursa</b>						
Rast realnog BDP-a	2.6	2.7	2.7	2.8	3.0	2.9
Inflacija	1.3	8.2	1.9	1.7	1.9	1.9
Primarni bilans	2.9	2.9	2.7	2.6	2.3	2.1
Efektivna kamatna stopa 1.9	1.9	2.4	2.3	2.5	2.5	2.5





**Tabela 6.** Pregled ekonomskih indikatora izabranih zemalja za period od 2007. do 2016. godine izražene kao procenat BDP-a

Zemlja	Indikator	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Albanija	BDP	10.63	11.93	5.85	8.37	4.92	2.47	1.29	3.35	2.33	3.15
	Kamat. stopa	4.94	5.25	5.32	5.81	5.32	5.01	4.56	3.99	3.65	3.36
	Prim. bilans	-0.54	-1.99	-3.41	-0.16	-0.36	-0.33	-2.01	-2.59	-1.37	0.70
	Dug/BDP	53.55	55.14	59.67	57.72	59.41	62.14	70.39	71.99	74.07	73.18
BiH	BDP	12.71	14.10	-0.82	2.28	3.41	-0.06	2.10	2.10	4.46	2.65
	Kamat. stopa	3.32	1.61	1.46	1.38	1.46	1.70	1.64	1.71	1.78	1.95
	Prim. bilans	0.80	-3.41	-4.83	-3.47	-2.10	-1.95	-1.12	-2.10	0.57	1.27
	Dug/BDP	18.71	30.89	35.07	42.75	43.11	43.42	44.55	44.99	45.63	44.67
Hrvatska	BDP	9.47	7.87	-4.81	-0.88	1.39	-0.64	-0.27	-0.44	2.26	2.87
	Kamat. stopa	3.89	4.10	3.96	3.64	4.15	4.33	3.80	3.50	3.75	3.48
	Prim. bilans	-0.98	-1.14	-4.06	-4.07	-5.14	-2.25	-2.17	-2.37	-0.15	2.14
	Dug/BDP	37.75	39.56	48.97	58.31	65.16	70.68	82.18	86.61	86.31	83.75
BJR Makedonija	BDP	11.36	11.26	-0.06	5.47	6.15	0.54	7.54	5.13	5.80	8.82
	Kamat. stopa	3.32	3.06	2.50	3.02	2.70	2.68	2.70	2.54	3.03	2.88
	Prim. bilans	1.36	-0.30	-2.04	-1.69	-1.73	-2.90	-2.92	-3.23	-2.32	-1.52
	Dug/BDP	23.53	20.64	23.57	24.06	27.73	33.66	33.97	38.02	38.15	38.98
Crna Gora	BDP	24.71	15.15	-3.40	4.83	4.48	-2.57	5.69	2.86	4.83	4.08
	Kamat. stopa	3.36	2.41	2.07	2.30	3.00	3.30	3.61	3.58	3.43	3.23
	Prim. bilans	9.50	-1.54	-5.89	-3.86	-5.28	-3.97	-2.37	1.57	-3.50	-3.77
	Dug/BDP	31.05	32.08	41.44	43.70	48.57	56.87	58.65	63.36	69.32	70.05
Srbija	BDP	14.59	16.55	4.92	6.50	11.10	5.18	8.15	0.83	3.45	3.88
	Kamat. stopa	2.28	1.93	2.16	2.55	2.82	3.29	3.99	4.09	4.22	4.23
	Prim. bilans	-0.13	-1.27	-2.86	-2.58	-2.83	-4.86	-2.87	-3.28	-0.40	1.93
	Dug/BDP	33.44	32.38	35.95	43.68	46.61	57.87	61.14	71.95	76.02	74.14
Slovenija	BDP	11.40	7.96	-4.70	0.24	1.78	-2.22	0.45	3.80	3.25	4.07
	Kamat. stopa	4.11	3.40	2.51	3.16	2.86	3.16	3.15	3.64	3.34	3.43
	Prim. bilans	1.19	0.47	-4.56	-4.03	-4.17	-1.44	-11.54	-2.84	-0.56	0.93
	Dug/BDP	22.66	21.65	34.48	38.18	46.44	53.79	70.38	80.29	82.58	78.37

Izvor: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2017, kalkulacije autora.

## IZVORI

1. Arsić, Nojković, Randelović i Mićković, Strukturni fiskalni deficit i dinamika javnog duga Srbije, Centar za izdavačku djelatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd, 2012.
2. Andrić, Arsić, Nojković, "Public Debt Sustainability in Serbia Before and During Global Economic Crises", *Economic Annals* 210, 2016, p. 47–78.
3. Šimović, Batur, Fiskalna održivost i održivost javnog duga u Hrvatskoj, Zagreb, Projekat: „Održivost javnih finansija na putu u monetarnu uniju”, 2016.
4. Hurić-Bjelan, Fiskalna održivost Bosne i Hercegovine, 3. Međunarodni simpozijum – Finkonsult, Fojnica, 2015.
5. Direkcija za ekonomsko planiranje – Informacija o fiskalnoj održivosti BiH 2017.
6. Tadić, Javni dug i dugoročna održivost javnog duga odabranih zemalja srednje i jugoistočne Evrope, Univerzitet Split, Split, 2016.
7. Bouabdallah, Checherita-Westphal, Warmedinger, de Stefani, Drudi, Setzer, Westphal, "Debt sustainability analysis for euro area sovereigns: a methodological framework", European Central Bank, 2017.
8. Predlog fiskalne strategije Crne Gore 2017–2020, Ministarstvo finansija Crne Gore.
9. MMF, Vodič za analizu održivosti duga za zemlje koje imaju pristup finansijskim tržištima, 2013.



UDK 339.7:336.7

PREGLEDNI RAD

DOI: 10.7251/FIN1802023P

Branka Topić Pavković\*

Svjetlana Vranješ\*\*

# Tendencije kretanja svjetskih rezervnih valuta, u međunarodnom monetarnom sistemu

## Tendencies of the world's reserve currency in the international monetary system

### Rezime

*U savremenoj svjetskoj privredi, karakterističan je trend smanjenja broja nacionalnih valuta, kao logična posljedica rastućih međunarodnih ekonomskih i monetarnih integracija. Domaća valuta čini značajan sastavni dio državnog suvereniteta, sa mogućnošću aktivnog uticaja na realnu ekonomiju, te se stabilna i konvertibilna nacionalna novčana jedinica smatra pouzdanom ekonomskom mjerom vrijednosti i uspješnosti privrednog sistema, posebno u monetarnoj politici. Status svjetske rezervne valute donosi veliku ekonomsku prednost zemlji izdavaocu valute i istovremeno predstavlja odraz jačine ekonomije te zemlje i njenog učešća u međunarodnoj proizvodnji, trgovini i ulozi na finansijskim tržištima. U radu ćemo istražiti tendenciju kretanja svjetskih rezervnih valuta, prvenstveno dolara i evra u ukupnim svjetskim rezervama, kao dvjema najznačajnijim svjetskim valutama. Cilj rada je analizirati da li je došlo do promjena u poretku vodećih svjetskih valuta tokom i nakon posljednje ekonomske krize. Rezultati ukazuju na pad udjela evra, ali i dolara u ukupnim svjetskim rezervama, usljed posljedica krize ali i rasta učešća ostalih valuta čije zemlje izdavaoci dobijaju sve veći značaj u kreiranju tokova svjetske ekonomije.*

**Ključne riječi:** svjetska rezervna valuta, međunarodni monetarni sistem, evro, finansijska kriza, monetarna unija

### Abstract

*In the modern world economy, the trend of reducing the number of national currencies is a logical consequence of rising international economic and monetary integration. Domestic currency makes a significant part of state sovereignty, with the possibility of active influence on the real economy, and a stable and convertible national monetary unit is considered a reliable economic measure of the economic system, especially in monetary policy. In this paper we will examine the tendency of the movement of world reserve currencies, primarily the dollar and the euro in the world's global reserves as the two most important world currencies. The aim of this paper is to analyze whether there has been a change in the leading world currencies during and after the last economic crisis. The results show a decline in the share of the euro and the dollar in total world reserves, as negative effect of the crisis, but also as the growth in the share of other currencies, whose issuing countries have an increasing impact on the world economy*

**Keywords:** world's reserve currency, international monetary system, euro, financial crisis, monetary union

\* Ekonomski fakultet Univerziteta u Banjoj Luci, e-mail: branka.topic-pavkovic@ef.unibl.org

\*\* Ekonomski fakultet Univerziteta u Banjoj Luci, e-mail: svjetlana.vranjes@ef.unibl.org

## UVOD

U prošlosti su se monetarni aranžmani razlikovali u pogledu valute, funkcije i organizacije centralne banke i stepena političke integracije. Iako su primjenjivani različiti modeli monetarnih integracija, integracije su najčešće bile rezultat političkih unija i kompromisa. Osnovne prednosti uvođenja zajedničke valute ogledaju se u povećanoj makroekonomskoj stabilnosti, transparentnosti cijena i eliminisanju neizvjesnosti promjene deviznog kursa. Sa mikroekonomskog aspekta, izvjesnost budućih promjena deviznih kurseva dovodi do stabilnijih procjena budućih prihoda firmi, jer postoji izvjesnost budućih cijena robe i usluga. Sa makroekonomskog aspekta, prednost zajedničke valute ogleda se u povećanoj makroekonomskoj stabilnosti kao rezultatu opšte stabilnosti cijena, pristupa finansijskom tržištu i mogućnostima korišćenja eksternih izvora finansiranja.

Promjenom ekonomskih politika te nastupanjem dva svjetska rata britanska ekonomija bila je znatno oslabljena i dolar preuzima ulogu vodeće svjetske valute. Rastuća moć privrede SAD u poslijeratnom periodu, kao i status svjetske rezervne valute u bretonvudskom sistemu, nametnuli su dolar kao vodeću valutu. Uzimajući u obzir činjenicu da su SAD predstavljale najveću svjetsku ekonomsku silu, većina međunarodnih deviznih transakcija obavljala se upravo u dolarima. Razvojem finansijskih tržišta dolar je dodatno osnažio svoju ulogu i zadržao je sve do danas. Ipak, prihvatanje evra kao valute Evropske monetarne unije dovelo je do njene afirmacije u trgovinskim poslovima u Evropi, ali i svijetu. Pozicija evra kao međunarodne valute u globalnim finansijskim tokovima i njegova uloga u razvoju ekonomije Evrope, mora se posmatrati kroz uspostavljanje novog monetarnog sistema u svijetu i rast ekonomske međupovezanosti. Svjetske rezervne valute su svjetske valute koje su najzastupljenije valute u međunarodnim plaćanjima.

Kao stabilna valuta velikog valutnog područja, evro je brzo stekao naklonost poslovnih subjekata novih članica evrozona. Preduzeća iz ovih zemalja koriste ga kao valutu plaćanja u međunarodnoj trgovini. Prema podacima Evropske centralne banke, učešće evra

**Tabela 1.** Komparativna veličina zemalja vodećih svjetskih valuta

	EMU (19 članica)			SAD			KINA			JAPAN		
	2007	2010	2016	2007	2010	2016	2007	2010	2016	2007	2010	2016
<b>Stanovništvo (miliona)</b>	332,6	336,1	340,7	301,2	309,3	323,1	1.317,8	1.337,7	1.378,6	128	128	126,9
<b>GDP per capita (mln USD)</b>	38,718	37,617	35,024	48,061	48,373	57,638	2,695.37	4,560	8,123	35,275	44,507	38,972
<b>Izvoz dobara i usluga (% GDP)</b>	39,35	38,77	44,08	11,50	12,38	11,89	35,95	26,27	19,64	17,49	15,04	16,12

Izvor: Obrada autora iz podataka MMF-a, Svjetske banke i EUROSTAT-a

Iz tabele uočavamo da evrozona ispunjava kriterijum ekonomske veličine s obzirom na to da se zbirna veličina privrede zemalja članica EMU po snazi približava privredi SAD, a po broju stanovnika je i ispred. Već je izvjestan i konstantan rast BDP-a Kine te se prema kriterijumu ekonomske veličine očekuje da će kineski juan biti novi rival dolaru. Japan takođe zauzima značajno mjesto prema obimu trgovine, ali ostalim parametrima u smislu manje veličine i broja stanovnika u odnosu na ostale zemlje ne može u skorije vrijeme pretendovati na mjesto vodeće rezervne valute.

Posmatrajući drugi faktor ili kriterijum svjetske valute kroz širinu i dubinu finansijskog tržišta, možemo istaći da su obim i diverzifikacija instrumenata približni i na tržištu EU i SAD. Ipak, osnovna razlika je

u ukupnoj valutnoj strukturi deviznih rezervi u svijetu imalo je relativno stabilno kretanje. Do pojave ekonomske krize smatralo se da evro ima ozbiljne izgleda da u budućnosti postane vodeća svjetska rezervna valuta, sa tendencijom prestizanja dolara.

Na osnovu analize kretanja i strukture najvećih svjetskih valuta, uz pomoć baze podataka iz Međunarodnog monetarnog fonda prikazaćemo valutnu strukturu službenih deviznih rezervi i uočiti trend kretanja svjetskih valuta. Pomoću podataka Evropske centralne banke i EUROSTAT-a, analiziraćemo korišćenje evra i ostalih valuta u vremenu nakon krize. Kroz posmatrano razdoblje sagledaćemo promjene u udjelima dolara i evra u deviznim rezervama na globalnom nivou.

## 1. TEORIJSKI KONCEPT STATUSA SVJETSKE REZERVNE VALUTE

Dosadašnja teorijska istraživanja svjetskih valuta uglavnom su bazirana na klasifikaciji uloge i definicije rezervne svjetske valute. Kao najznačajniji, ističu se radovi koji metodološki razgraničavaju determinante svjetske rezervne valute, odnosno kriterijume koji neku valutu određuju kao svjetsku rezervnu valutu. Među faktorima koji omogućuju međunarodni status valute najčešće se ističu: (1) veličina zemlje i učešće u međunarodnoj trgovini; (2) širina i dubina finansijskog tržišta; (3) povjerenje u vrijednost valute; i (4) eksterni efekti. (Lim, 2006)

Chinin i Frankel (2005) navode da zemlja koja ima veliki udio u međunarodnoj trgovini i outputu ima već prirodne predispozicije da njena valuta postane vodeća svjetska rezervna valuta. Kriterijum „veličina zemlje“ u literaturi se najčešće mjeri ekonomskom veličinom dostignutog BDP-a i brojem stanovnika. U Tabeli 1. dajemo pregled ovog faktora poredeći veličine zemalja vodećih svjetskih valuta. Uključili smo i faktor učešća u međunarodnoj trgovini.

ograničenost EU tržišta sa aspekta podijeljenosti finansijskog tržišta evrozona zbog različitih propisa i poreza u državama članicama. Druga činjenica je izlazak Velike Britanije iz EU, a samim tim i Londona kao glavnog finansijskog centra Evrope. Kao problem EMU ističe se višenacionalno okruženje koje postavlja određena ograničenja i ima uticaja na efikasno upravljanje monetarnom politikom:

- Stanja konjunktura u različitim zemljama članicama mogu se razlikovati, a time i zajednička monetarna politika može postati neadekvatna za pojedine države. Zbog prisutnosti heterogenog stepena razvoja, postoje znatne razlike između evropskog jezgra i malih zemalja koje su u proteklih nekoliko decenija ubrzano sprovodile reforme kako bi sustigle jezgru.



- Decentralizovane fiskalne politike mogu biti izvor nestabilnosti ukoliko zbog njihovog djelovanja počnu divergirati stope rasta cijena u pojedinim zemljama članicama, odnosno ukoliko pojedine članice ne poštuju fiskalnu disciplinu. Upravo je navedena opasnost i glavni razlog pridržavanja kriterijuma konvergencije, posebno budžetskih, i nakon ulaska u monetarnu uniju.
- Zemlje članice, kao ni institucije EU nisu odgovorne za obaveze drugih zemalja i nemaju obavezu njihovog ispunjenja. Ti zahtjevi su ojačani ugrađivanjem progresivnih sankcija za kršenje propisanih pravila ponašanja u Paktu o stabilnosti i rastu. Navedene sankcije su uzrok uobičajene reakcije finansijskih tržišta koja na neprimjereno fiskalno ponašanje odgovaraju rastom premije rizika te zemlje.
- Problem političkog nejedinstva u EU, koje se ogleda u neslaganju o glavnim problemima i načinima njihovog rješavanja, takođe može biti prepreka uspješnoj zajedničkoj monetarnoj pa i ukupnoj ekonomskoj politici. (De Grauwe, 2012)

Domaća valuta čini značajan sastavni dio državnog suvereniteta, sa mogućnošću aktivnog uticaja na realnu ekonomiju, te se stabilna i konvertibilna nacionalna novčana jedinica smatra pouzdanom ekonomskom mjerom vrijednosti i uspješnosti privrednog sistema, i u očima investitora. Povjerenje u vrijednost valute određeno

**Tabela 2.** Inflacija u evrozoni i SAD od 2006. do 2017.

	2006.	2008.	2010.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.
EMU	2.2	3.3	1.6	2.5	1.3	0.4	0	0.2	1.5
SAD	3.2	3.8	1.6.	2.1	1.5	1.6	0.1	1.3	2.1

Izvor: Obrada autora, adaptacija iz EUROSTAT-a, <http://www.usinflationcalculator.com/inflation/current-inflation-rates/>

Prema podacima iz Tabele 2. uočavamo da obje valute imaju zadovoljavajuće pretpostavke za međunarodni status, uzimajući u obzir kriterijum niske inflacije u SAD i evrozoni u postkriznom periodu.

Pri determinisanju eksternih efekata kao faktora i funkcije rezervne valute, Kovačević (2011) naglašava sljedeće: da bi jedna valuta stekla međunarodni status, brojni subjekti iz raznih zemalja moraju da koriste tu valutu u različitim transakcijama. Stvara se navika ili, kako ističu Chinn i Frankel (2008, str. 10), razvija se „inercija“ u njenom korišćenju. Kad jedna valuta stekne međunarodnu popularnost na jednom segmentu tržišta, na primjer u fakturisanju trgovine, onda se širi uvjerenje da će ista valuta početi da ovladava i drugim tržišnim segmentima, na primjer na finansijskom tržištu. Kao rezultat tog očekivanja, valuta zaista počinje da se koristi i u druge svrhe (devizne rezerve, na primjer). Nakon što se afirmiše kao međunarodna valuta, mnogi subjekti po navici nastavljaju da je koriste čak i ako ona realno gubi svoje međunarodne pozicije. Za ovu naviku se vezuje i ekonomija obima, jer učesnici u tržišnim transakcijama vjeruju da će i drugi koristiti jednu valutu, i stoga je i sami koriste u svojim transakcijama.

## 2. TROŠKOVI I KORISTI SVJETSKE REZERVNE VALUTE

Osnovne prednosti i koristi od uvođenja zajedničke valute jesu: veća mikroekonomska efikasnost kroz povećanu korisnost novca; veća transparentnost cijena; eliminisanje nesigurnosti nominalnog deviznog kursa unutar područja (što je značajno sa aspekta jačanja unutrašnjeg tržišta, smanjenja rizika investiranja i podsticanja stranih direktnih investicija na valutnom području); te povećana

je percepcijom tržišta o volatilnosti deviznih kurseva i kretanja inflacije. Kao preduslov razvoja međunarodne razmjene i tokova kapitala ističe se efikasan međunarodni monetarni sistem i stabilan monetarni medij koji bi zadovoljio funkciju međunarodnog platežnog sredstva, međunarodnih monetarnih rezervi i obračunskog sredstva plaćanja u međunarodnim transakcijama. Posmatrajući valutu kao obračunsko sredstvo plaćanja u međunarodnim transakcijama, u povjerenju investitora prema određenoj valuti ističe se značaj stabilnosti deviznih kurseva i njegove minimalne oscilacije.

Međunarodne monetarne rezerve pretpostavljaju cjenovnu stabilnost odnosno nisku inflaciju. Specifičnost evra kao jedinstvene valute na području evrozone ogleda se kroz osnovnu karakteristiku strategije Evropske centralne banke, koja je određena ispunjavanjem primarnog, monetarnog cilja, a to je stabilnost cijena. Formulisanu strategiju ECB slijedi da bi realizovala monetarnu politiku u evrozoni. Ova strategija počinje sa definisanjem krajnjih ciljeva (inflacija, output), a preko indirektnih ciljeva. Sporazum o funkcionisanju monetarne unije daje ovlašćenje ECB da ispunjava i ostale ciljeve ekonomske politike, ali samo ukoliko oni ne ugrožavaju unaprijed postavljeni primarni cilj. Ukoliko dođe do pomjeranja inflacije iznad planiranog nivoa, ECB će omogućiti postepeno povratno prilagođavanje ka planiranom opsegu. Mogli bismo zaključiti da ECB postavljeni cilj cjenovne stabilnosti u evrozoni sprovodi strategijom ciljanja inflacije.

makroekonomska stabilnost kao rezultat opšte stabilnosti cijena, pristupa finansijskom tržištu, mogućnostima korišćenja eksternih izvora finansiranja i drugo.

Za razliku od opisanih koristi od uvođenja zajedničke valute, kao najbitniji trošak navodi se napuštanje instrumenta ekonomske politike, tj. gubitka mogućnosti da država članica unije upravlja nacionalnom monetarnom politikom. To znači da pridruživanjem monetarnoj uniji država gubi pravo da utiče na promjenu cijena valute, da određuje količinu novca u opticaju ili mijenja kratkoročne kamatne stope. Troškovi promjene i uvođenja nove valute, te povećani administrativni troškovi zbog stvaranja novih monetarnih institucija, takođe predstavljaju troškove za zemlje koje pristupaju monetarnoj uniji.

Sa aspekta troškova i prednosti zemlje koja izdaje svjetsku rezervnu valutu, osvrnućemo se na istraživanje Chinin i Frankel (2005). Oni navode da su osnovne prednosti za zemlju izdavaoca svjetske rezervne valute sljedeće:

- Sa mikroekonomskog aspekta manji su transakcioni troškovi – za uvoznike, izvoznike, zajmoprimce i zajmodavce, te stanovništvo, koji mogu svoje međunarodne poslove obavljati u domaćoj tj. svojoj valuti umjesto u drugoj stranoj valutu koja ima status rezervne svjetske valute. Drugi dio ove prednosti bilo bi izbjegavanje dodatnih troškova u međunarodnim trgovinskim transakcijama.
- Senjoraža (fra. Seignorage) predstavlja emisionu dobit, a kao moguća kompenzacija za gubitak emisione dobiti može biti podjela emisione dobiti sa državom čija se valuta koristi. Dakle, sa aspekta zemlje izdavaoca svjetske rezervne valute senjoraža predstavlja dobitak, a ostalim zemljama gubitak. Pojava evra i međunarodna konkurencija tri najveća svjetska valutna bloka

mogu u budućnosti uticati na veću spremnost zemalja da dijele emisiju dobit (Marković i Furtula, 2009). Ipak, Chini i Frankel (2005) navode da emisija dobit nije nužno velika ako je uže definisana, ali ukoliko je definisana u širem smislu (kao u SAD koja se može zaduživati u inostranstvu za velike količine novca u sopstvenoj valuti, dok se istovremeno zarađuju mnogo viši povrti na direktna strana ulaganja), onda može biti velika.

- Treća prednost proizlazi iz povećanog obima poslovanja banaka i finansijskih institucija zemlje koja izdaje svjetsku rezervnu valutu jer nije neophodno da postoji čvrsta veza između valute u kojoj se obavljaju bankarski poslovi i nacionalnost banaka. Klasičan primjer bi bile banke u SAD koje imaju komparativnu prednost u trgovanju dolarima. Stvaranje političke moći i statusa za zemlju koja izdaje svjetsku rezervnu valutu indirektna je korist.

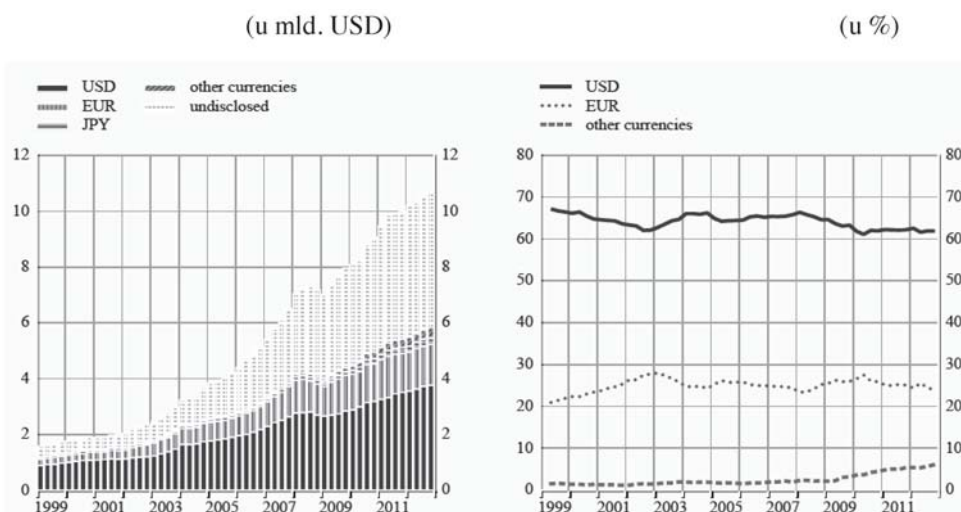
Kao osnovne troškove koji se javljaju za zemlju koja izdaje svjetsku rezervnu valutu ističemo varijabilnost potražnje za datom valutom koja proizlazi iz mobilnosti i tokova kapitala karakterističnog za savremenu privredu i razvoj globalnog tržišta. U tim uslovima centralna banka koja izdaje rezervnu valutu može se naći pred otežanim izvršavanjem funkcije kontrole tokova novca, upravo zbog internacionalizacije svoje valute. Takođe, u uslovima kriza i tržišnih nestabilnosti, centralna banka zemlje izdavaoca svjetske rezervne

valute mora na neki način garantovati stabilnost valute i likvidnost makrosistema. Sa ovim u vezi postavlja se pitanje mogućnosti centralnih banaka da ostvare ovaj zadatak, posebno tamo gdje se ovi zahtjevi ne podudaraju sa osnovnim monetarnim ciljevima centralnih banaka. Ukoliko se ciljevi i zadaci podudaraju, sve navedeno bi u krajnjem rezultatu trebalo voditi većoj međunarodnoj i monetarnoj stabilnosti.

### 3. TENDENCIJE MEĐUNARODNOG STATUSA DOLARA I EVRA

Prema podacima Evropske centralne banke, učešće evra u ukupnoj valutnoj strukturi deviznih rezervi u svijetu prije krize imalo je relativno stabilno kretanje. Do pojave ekonomske krize smatralo se da evro ima ozbiljne izgleda da u budućnosti postane vodeća svjetska rezervna valuta, sa tendencijom prestizanja dolara. Prema definiciji MMF-a međunarodne rezerve predstavljaju rezervnu imovinu kojom upravljaju monetarne vlasti, a drže se radi finansiranja platne neravnoteže, regulisanja kursnih razlika, intervencija na finansijskim tržištima, itd. Čine ih monetarno zlato, devizna imovina te ostala potraživanja u stranoj imovini.

Slika 1. Struktura i udio valuta u međunarodnim deviznim rezervama do 2011.

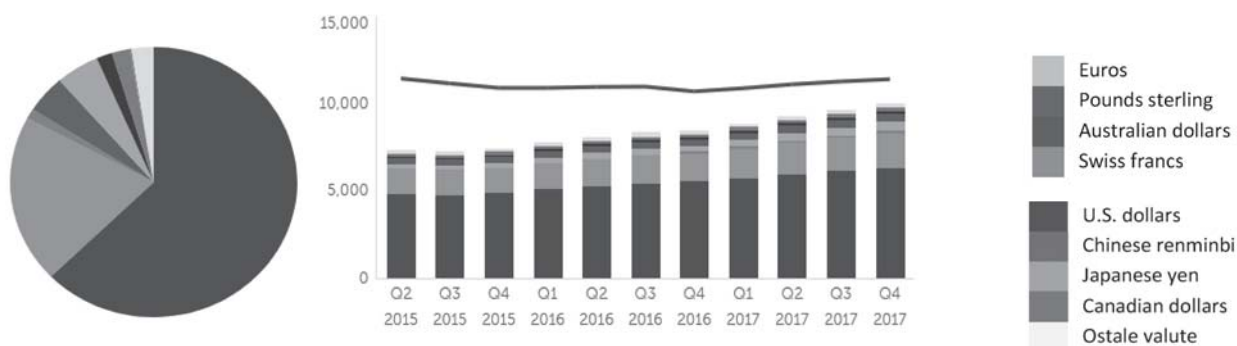


Izvor: Proračun MMF-a i ECB, decembar 2012. godine

Nešto manji pad udjela evra u međunarodnim deviznim rezervama pokazuje pad sa 25,4%, krajem 2010. godine na 25,0% krajem 2011, uglavnom zbog dugotrajne dužničke krize na evropskom tlu.<sup>1</sup>

Za isti period udio američkog dolara u globalnim deviznim rezervama ostao je gotovo stabilan: 62,1% (62,2% na kraju 2010. godine)<sup>2</sup>.

Slika 2. Struktura i udio valuta u međunarodnim deviznim rezervama (zadnji kvartal 2017)



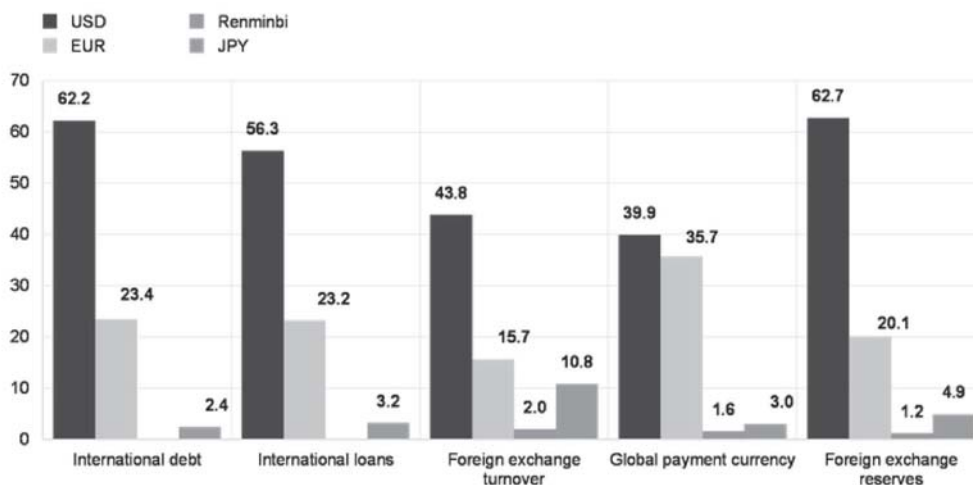
Izvor: Adaptacija autora, podaci MMF-a (COFER) . <http://www.imf.org/external/hp/sta/cofer/eng/index.htm>

<sup>1</sup> U okviru Royal Bank of Scotland sprovedeno je istraživanje među menadžerima koji predstavljaju 54 centralne banke, a odgovarali su na upitnik o uticaju dužničke krize na učešće evra kao valute sidra (januar i mart 2012).  
<sup>2</sup> <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/euro-international-role201207en.pdf>

I dok je dužnička kriza evrozone imala efekte unutar segmenta ukupnih svjetskih deviznih rezervi, noviji podaci sugeriraju da evro ipak ostaje druga najvažnija međunarodna rezervna valuta, a američki dolar i dalje vodeća globalna rezervna valuta.

Status svjetske rezervne valute, valute dobijaju ispunjavajući funkciju međunarodnih rezervi, udjelom valute na tržištu duga, strukturom međunarodnih kredita, trgovanjem na deviznom tržištu i globalnim udjelom plaćanja u međunarodnoj trgovini, što možemo vidjeti iz Slike 3.

**Slika 3.** Prikaz najvažnijih valuta u međunarodnom monetarnom sistemu (do 2018)

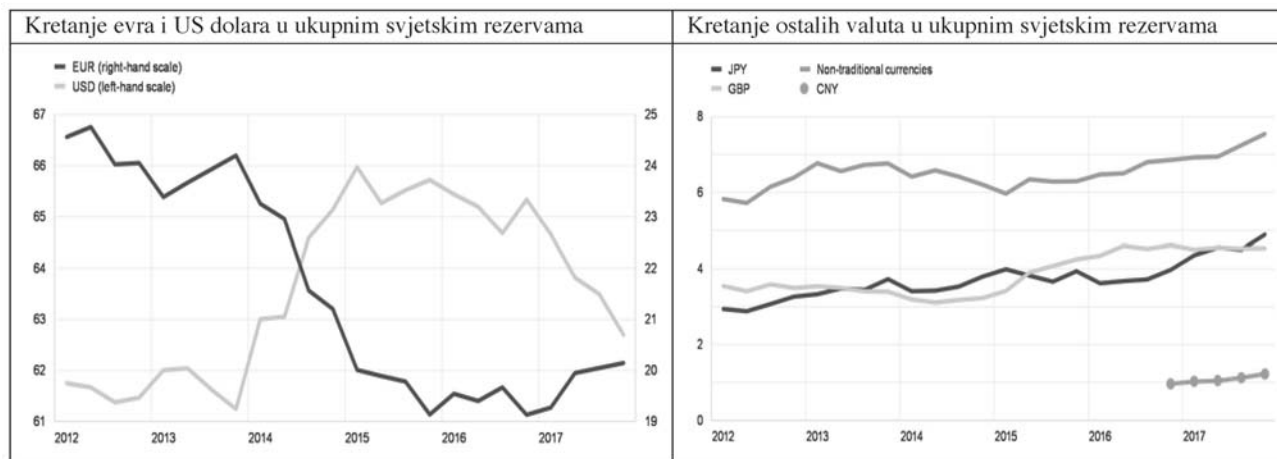


Izvor: <https://www.ecb.europa.eu/pub/ire/html/ecb.ire201806.en.html#toc15>

Dolar je i dalje najčešće korišćena valuta, evro je zadržao drugu poziciju, evidentno je učešće jena ali i primjetan rast učešća

kineskog juana u skladu s povećanjem njegove uloge u Aziji i na međunarodnom nivou.

**Tabela 3.** Struktura ukupnih svjetskih rezervi nakon krize



Izvor: <https://www.ecb.europa.eu/pub/ire/html/ecb.ire201806.en.html#toc15>

Posmatrajući ukupne svjetske rezerve u periodu nakon posljednje krize, uočavamo trend rasta udjela ostalih valuta u ukupnim rezervama. Pad udjela evra, ali i dolara u ukupnim svjetskim rezervama, rezultat je posljednje finansijske krize i sve većeg rasta značaja netradicionalnih valuta. Valuta koja se posebno ističe jeste kineski juan. Kineski juan je od 2016. godine uvršten u Posebna prava vučenja (SRD), čime se jasno uočava ekonomska veličina i važnost zemlje i učešće njene valute na međunarodnom tržištu. Sa ekonomskog aspekta Kina je ostvarila značajan napredak, a u oblasti monetarnog sistema ističemo sljedeće: kineska valuta dominira u trgovini na prostoru Azije, kineska ulaganja u inostranstvo konstantno rastu, trgovina obveznicama denominiranim u kineskom juanu sve je izraženija.

Zbog uticaja dužničke krize na zemlje evrozone međunarodna uloga evra na tržištu duga, deviznom tržištu i u međunarodnoj trgovini stagnira ili blago raste. Iako se očekivalo da evro u dogledno vrijeme preuzme vodeću ulogu od dolara, posebno zbog približavanja

ekonomskih parametara veličine BDP-a i broja stanovnika koji koriste evro, nesigurnost u vezi sa budućim političkim kretanjima E(M)U doprinose slabljenju evra kao svjetske rezervne valute. Uloga evra kao sredstva razmjene, obračunske jedinice i sredstva zalihe vrijednosti najistaknutija je u susjednim zemljama evrozone, i to posebno u onima koje imaju snažne finansijske ili institucionalne veze sa EU.

## ZAKLJUČAK

Kraj II svjetskog rata bio je i početak reformi međunarodnog monetarnog sistema koji je nastojao da pomiri ciljeve unutrašnje i spoljne ravnoteže. Rast uloge SAD u svjetskoj privredi, i uspostavljanje novih međunarodnih odnosa, odredili su pravce formiranja i razvoj međunarodnog devizno-monetarnog sistema. Vodeća britanska

ekonomija bila je znatno oslabljena i dolar preuzima primat od zlatne funte, tada vodeće svjetske valute. Jačina i zastupljenost jedne valute na međunarodnom tržištu oslikava ekonomsku veličinu i važnost zemlje na globalnom tržištu. Od bretonvudskog sistema dominantnu ulogu imao je dolar.

Ipak, uspostavljanjem Evropskog monetarnog sistema stvoreni su temelji za dalju monetarnu integraciju Evrope i uvođenje zajedničke valute na njenoj teritoriji, te stvaranje nove jake valute koja bi mogla da parira dolaru. Formiranje Evropske monetarne unije (EMU), okarakterisano je kao veliki uspjeh modernih integracija. Sama ideja o formiranju EMU proizašla je iz činjenice da monetarno integrisanje ima značajne ekonomske prednosti prihvatanja zajedničke valute – snižavanje transakcionih troškova, veću transparentnost cijena i monetarnu stabilnost u odnosu na troškove promjene i uvođenja nove valute. Iako su dosadašnja istraživanja na temu evra kao svjetske rezervne valute davala velike šanse evru kao novoj svjetskoj rezervnoj valuti koja će zamijeniti dolar, usljed posljednje finansijske krize dolazi do pada udjela evra kao svjetske rezervne valute.

Cilj ovog rada bio je da se prikažu tendencije kretanja vodećih svjetskih valuta na međunarodnom tržištu, posebno evra i dolara u ukupnim svjetskim rezervama. Uzimajući u obzir dosadašnja istraživanja te kretanje svjetskih rezervnih valuta nakon krize, uočavamo da se udio dolara i evra u međunarodnim rezervama smanjio dok udio ostalih valuta pokazuje rastući trend. Ostale valute čine valute koje nisu tradicionalno korišćene kao rezervne svjetske valute, od kojih prvenstveno ističemo japanski jen i kineski juan. Jačanje kineskog juana je posebno izraženo, usljed konstantnog jačanja ekonomske snage Kine, ali i uvrštavanjem kineskog juana u Posebna prava vučenja, od strane MMF-a.

Rezultati pokazuju da uloga evra kao svjetske rezervne valute stagnira zbog posljedica finansijske krize kao i nesigurnosti u političkom smjeru kretanja evrozona. Ali, imajući u vidu dosadašnje odnose dolara i evra u međunarodnom monetarnom sistemu, možemo zaključiti da će ove dvije valute i dalje igrati glavnu ulogu kao svjetske rezervne valute, sa povremenim uzletima i padovima. Činjenica je da postoje tendencije razvoja evropskih monetarnih integracija usljed kojih može doći i do daljeg jačanja međunarodne uloge evra. Kina je ostvarila značajan napredak kako na globalnom nivou tako i u oblasti monetarnog sistema. Dominacija kineskog juana u trgovini na prostoru Azije, rast kineskih ulaganja u inostranstvo i veći obim trgovine obveznicama denominiranim u kineskom juanu, u budućnosti bi mogli biti stabilna baza za stvaranje novog rivala dolaru i evru za prestižnu titulu svjetske rezervne valute.

## IZVORI

1. Chinn, M.; Frankel, J. (2005) *Will the euro eventually surpass the dollar as leading international reserve currency?*, Working Paper 11510, Cambridge, National Bureau of Economic Research. Preuzeto (11. 03. 2018) sa: <http://www.nber.org/papers/w11510>
2. Chinn, M.; Frankel, J. (2008) *The Euro May Over the Next 15 Years Surpass the Dollar as Leading International Currency*, NBER Working Paper No. 13909, National Bureau of Economic Research, Cambridge. Preuzeto (01. 06. 2018) sa: <http://www.nber.org/papers/w13909>
3. De Grauwe, P. (2012). *Economics of Monetary Union*. Ninth Edition, Oxford University Press.
4. Kovačević, R. (2011). *Dolar i evro u međunarodnom monetarnom sistemu*. Ekonomske ideje i praksa, broj 2, Kvartalni časopis iz oblasti ekonomije, poslovne ekonomije i menadžmenta, statistike i poslovne informatike, Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu, Beograd, oktobar 2011. Preuzeto (07. 06. 2018) sa: [http://w3.ekof.bg.ac.rs/casopisi/download/EIP\\_02.pdf](http://w3.ekof.bg.ac.rs/casopisi/download/EIP_02.pdf)
5. Lim, E. G. (2006), *The Euro's Challenge to the Dollar: Different Views from Economists and Evidence from COFER (Currency Composition of Foreign Exchange Reserves) and Other Data's*, International Monetary Fund, Washington. Preuzeto (22. 04. 2018) sa: <http://jrxj.zjgsu.edu.cn/jrxj/jssc/1330.pdf> [Pristup 25/08/11].
6. Marković, D.; Furtula, S. (2009). Unilateralna eurizacija kao monetarni fenomen // *Ekonomski horizonti*. 11 (2), str. 33–46. Preuzeto (04. 04. 2016) sa: [http://www.horizonti.ekfak.kg.ac.rs/sites/default/files/casopis/2009\\_2/3\\_Markovic\\_Furtula.pdf](http://www.horizonti.ekfak.kg.ac.rs/sites/default/files/casopis/2009_2/3_Markovic_Furtula.pdf)
7. European Central Bank Publications, *The international role of the euro*, Interim report, June 2018. Preuzeto (07. 06. 2018) sa: <https://www.ecb.europa.eu/pub/ire/html/ecb.ire201806.en.html#toc17>
8. EUROSTAT, 2018. Preuzeto (30. 05. 2018) sa: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>
9. International Monetary Fund, *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves*
10. (COFER), 2018. Preuzeto (05. 06. 2018) sa: <http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/index.htm>



UDK 330.1:005.9

PREGLEDNI RAD

DOI: 10.7251/FIN1802029R

Tajana Serdar Raković\*

# Osnova vrijednosti kao značajan element procjene vrijednosti

## Base of value as an important element of valuation

### Rezime

Procjena vrijednosti je suočena s neprestanim preispitivanjem suštine vrijednosti i novim dilemama po pitanju načina procjene. Međunarodni standardi vrednovanja odnose se na konzistentno i transparentno sprovođenje zadataka procjene radi harmonizacije standarda između država, te promovisanja njihovog prihvatanja u cijelom svijetu. Brojna otvorena pitanja, polemike i nedoumice koje je Međunarodni savjet za standarde vrednovanja razmatrao, rezultirala su izdavanjem unaprijeđenih Međunarodnih standarda vrednovanja (MSV) radi rješavanja problema u praksi procjene, te preciznijeg definisanja i obuhvata pojedinih osnova vrijednosti. Osnove vrijednosti u novoj verziji MSV obrađuju se u samo jednom standardu – MSV 104, što olakšava korišćenje Standarda i odlučivanje o primjeni osnova vrijednosti. MSV 104 neuporedivo je širi po obuhvatu i precizniji u određivanju pojedinih kategorija, te uvodi sasvim nove osnove kojih nije bilo u prethodnim verzijama MSV. MSV definišu sljedeće osnove vrijednosti: tržišna vrijednost, tržišna renta, pravedna vrijednost, investiciona vrijednost, sinergijska vrijednost, likvidaciona vrijednost (definisane osnove vrijednosti), te fer tržišna vrijednost i fer vrijednost (druge osnove vrijednosti). Posebno interesantno i značajno je određivanje definicija, primjene i obuhvata najšire korišćenih osnova, na relaciji: tržišna vrijednost – fer vrijednost – fer tržišna vrijednost.

**Ključne riječi:** Međunarodni standardi vrednovanja, osnove vrijednosti, procjena vrijednosti, tržišna vrijednost, fer vrijednost, fer tržišna vrijednost

### Abstract

The valuation is confronted with constant reassessment of the company value essence and new dilemmas regarding the methods of valuation. International valuation standards are related to consistent and transparent implementation of valuation tasks in order to harmonize standards between countries and promote their worldwide acceptance. Numerous open questions, polemics and concerns considered by International Valuation Standards Council, resulted in reissuing improved International Valuation Standards (IVS) to resolve problems in valuation practice and give more precise definition and coverage of individual bases of value. Bases of value in new version of IVS are processed in only one standard - IVS 104, which makes it easier to use the Standards and to decide on implementation of bases of value. IVS 104 is incomparably wider in coverage and more precise in determining of certain categories, and introduces completely new bases of value that did not exist in previous versions of IVS. IVS define the following bases of value: market value, market rent, equitable value, investment value, synergistic value, liquidation value (Defined bases of value), fair market value and fair value (Other bases of value). It is specially interesting and important to determine the definitions, implementation and the coverage of the most widely used bases of value in relation: market value market - fair value - fair market value.

**Keywords:** International valuation standards, bases of value, valuation, market value, fair value, fair market value.

\* Ekonomski fakultet Univerziteta u Banjoj Luci, tajana.serdar-rakovic@ef.unibl.org

## UVOD

Savremeni uslovi poslovanja, globalizacija i rastuća otvorenost svjetske privrede nameću dodatne probleme u traženju odgovora na pitanje šta određuje vrijednost i kako tu vrijednost utvrditi. Subjektivno stanovište vrijednosti koje preovladava u savremenoj literaturi podrazumijeva da ne postoji jedna apsolutno tačna ili prava vrijednost, pri čemu na vrijednost mogu da utiču i ekonomski uslovi koji se kontinuirano i brzo mijenjaju, primjera radi, posljedice finansijske i ekonomske krize. Procjene vrijednosti se naširoko koriste i na njih se oslanjaju korisnici na finansijskim i drugim tržištima, bilo zbog donošenja poslovnih odluka, uključivanja u finansijske izvještaje, usklađenosti s propisima ili zbog podrške obezbijeđenim zajmovima i transakcionoj aktivnosti. Radi rješavanja problema vezanih sa procjenom i ujednačavanja pravila i principa stručne prakse procjene vrijednosti u svijetu, Međunarodni savjet za standarde vrednovanja (International Valuation Standards Council) formulisao je Međunarodne standarde vrednovanja – MSV (International Valuation Standards). Međunarodni standardi vrednovanja su standardi za sprovođenje zadataka procjene korišćenjem opšteprihvaćenih koncepata i principa koji promovisu harmonizaciju, transparentnost i konzistentnost u procjenjivačkoj praksi. Jedinstveni standardi, sa jedne strane, olakšavaju međunarodne transakcije i doprinose rastu međunarodnih tržišta, a sa druge strane služe kao smjernice za procjenjivače, omogućavajući pouzdanu procjenu i ispunjavanje zahtjeva finansijskog izvještavanja.

Kao veoma značajan dio Međunarodnih standarda vrednovanja nameću se osnove (koncepti ili standardi) vrijednosti (eng. Bases of Value). Osnove vrijednosti predstavljaju pretpostavke na kojima će se zasnivati izvještavana vrijednost u procjeni i neizostavan su dio svake procjene. Osnove vrijednosti vezane su sa svrhom procjene vrijednosti, utiču na pristupe i metode procjene i konačan ishod procjene vrijednosti. U dosadašnjim MSV postojala su određena otvorena pitanja i nedoumice, naročito u vezi sa definisanjem i primjenom osnova vrijednosti. Posebno nedorečena bila je fer vrijednost i njen odnos sa tržišnom vrijednošću kao preporučenom osnovom za procjene vrijednosti u tržišnim ekonomijama. Iz tih razloga, nakon niza razmatranja i analiziranja prikupljenih mišljenja članica i korisnika MSV, 15. 12. 2016. godine odobreni su novi Međunarodni standardi vrednovanja. Između ostalog, cilj novih MSV jeste rješavanje problema koji su se javljali u praksi i preciznije formulisanje definicija i opsega primjene pojedinih osnova vrijednosti. Kako bi članice Međunarodnog savjeta za standarde vrednovanja imale vremena da se prilagode novim zahtjevima Standarda, efektivni datum primjene ostavljen je za 01. 07. 2017. godine.

Novi MSV imaju sasvim drugačiji pristup i strukturu. Prethodne verzije MSV bile su uopštene i imale manji broj standarda, dok se u novoj jasno razgraničilo na šta se odnosi koji standard, koji su sada znatno konkretniji i užeg obuhvata. Osnove vrijednosti su se obrađivale u MSV 1 i MSV 2 u izdanju iz 2007. godine, te u Okviru MSV u izdanju MSV iz 2011. Osnove vrijednosti u MSV 2011 ostale su iste kao i u MSV 2007: tržišna vrijednost, fer vrijednost, specijalna vrijednost, investiciona vrijednost i sinergijska vrijednost. Nije bilo značajnih izmjena kada je riječ o osnovama vrijednosti u ova dva prijašnja izdanja MSV, osim što su u MSV 2011 osnove vrijednosti obrađivane u Okviru MSV (dakle, nisu ni bile predmet posebnog

standarda). Za razliku od toga, u novoj verziji MSV iz 2017. osnove vrijednosti se prvi put obrađuju u jednom zasebnom standardu (MSV 104), što olakšava snalaženje u standardima i odlučivanje korisnika o primjeni osnove vrijednosti. MSV 104 neuporedivo je širi po obuhvatu i precizniji u definisanju pojedinih kategorija, te uvodi sasvim nove osnove kojih nije bilo u prethodnim verzijama MSV. MSV sada obrađuju sljedeće osnove vrijednosti: tržišna vrijednost, tržišna renta, pravedna vrijednost, investiciona vrijednost, sinergijska vrijednost i likvidaciona vrijednost (definisane osnove vrijednosti). Pored toga, posebno se analiziraju fer tržišna vrijednost i fer vrijednost koje su određene kao druge osnove vrijednosti. Tržišna vrijednost preporučuje se prema MSV kao osnovni standard kod procjene vrijednosti. Međutim, u slučajevima kada Standardi nalažu primjenu fer vrijednosti potrebna je kontinuirana procjena vrijednosti imovine ili obaveza, što spada u nadležnost profesionalnih procjenjivača. Ako je tržište aktivno, fer vrijednost za svrhe finansijskog izvještavanja biće generalno kompatibilna sa sadržinom tržišne vrijednosti iz MSV. Ukoliko se ne može utvrditi tržišna vrijednost u uslovima neaktivnog tržišta, za potrebe procjene vrijednosti koriste se druge osnove vrijednosti iz MSV.

Rad se zasniva na osnovama vrijednosti kao dijelu Međunarodnih standarda vrednovanja i veoma značajnom elementu svake procjene vrijednosti. Vršiti se uporedna analiza osnova vrijednosti u prijašnjim i sadašnjim MSV i detaljno obrađuje svaka od osnova vrijednosti. Poseban osvrt dat je na tek uvedene osnove vrijednosti, druge osnove vrijednosti i razgraničavanje pojma tržišne, fer tržišne i fer vrijednosti, koje su do sada izazivale najviše polemika i različitih tumačenja. Pored toga, analiziraju se premise vrijednosti prema pretpostavljenoj upotrebi i dodatne osnove vrijednosti koje nisu definisane u MSV. Na kraju rada data su zaključna razmatranja i pregled literature.

## 1. OSNOVE VRIJEDNOSTI

Procjena vrijednosti predstavlja utvrđivanje najviše vrijednosti za kupca i najniže vrijednosti za prodavca. Prije pristupanja procjeni potrebno je ne samo navesti šta je predmet procjene, već tačno definisati i osnove vrijednosti koje će se koristiti u procjeni. Najčešće greške koje se tiču procjene vezane su za izostavljanje definisanja standarda odnosno osnova na kojima se procjena zasniva. Različita shvatanja vrijednosti upućuju na postojanje različitih osnova vrijednosti koje se primjenjuju u procjenama. Metodologija i rezultati procjene vrijednosti podliježu preispitivanjima i osporavanjima, te stoga procjena mora da bude utemeljena na Međunarodnim standardima procjene, opšteprihvaćenim osnovama i metodološkim pristupima.

Osnove vrijednosti (nazivaju se i konceptima ili standardima vrijednosti), opisuju osnovne premise na kojima će se zasnivati izvještavana vrijednost. Ključno je da osnova (ili osnove) vrijednosti odgovaraju uslovima i svrsi zadatka procjene, budući da osnova vrijednosti utiče na ili diktira procjenjivačev izbor metoda, inputa i pretpostavki, i konačno mišljenje o vrijednosti. Novi MSV definišu sljedeće osnove vrijednosti: tržišna vrijednost, tržišna renta, pravedna vrijednost, investiciona vrijednost, sinergijska vrijednost, likvidaciona vrijednost, fer tržišna vrijednost i fer vrijednost.

**Tabela 1: Osnove vrijednosti prema prijašnjim i novim MSV**

Prijašnja verzija MSV (2007)		Prijašnja verzija MSV (2011)		Nova verzija MSV (2017)			
<b>MSV 1</b>	Tržišna vrijednost	<b>Okvir MSV</b>	Tržišna vrijednost	<b>MSV 104: Definisane osnovne vrijednosti</b>	Tržišna vrijednost		
<b>MSV 2</b>	Fer vrijednost		Fer vrijednost		Tržišna renta		
	Specijalna vrijednost – poseban kupac		Specijalna vrijednost		Pravedna vrijednost		
	Investiciona vrijednost		Investiciona vrijednost		Investiciona vrijednost		
	Sinergijska vrijednost		Sinergijska vrijednost		Sinergijska vrijednost		
					Likvidaciona		
					Druge osnovne vrijednosti (neiscrpljena lista):	<b>MSV 104: Druge osnovne vrijednosti</b>	Fer vrijednost (Međunarodni standardi finansijskog izvještavanja)
					Fer tržišna vrijednost (OECD – Organizacija za ekonomsku saradnju i razvoj)		Fer tržišna vrijednost (Služba internih prihoda Sjedinjenih Američkih Država)
					Fer vrijednost (pravna/zakonodavna) Model zakona o poslovnim korporacijama, Kanadska sudska praksa (Manning v Haris Steel Group Inc.).		
					Premise vrijednosti – Pretpostavljena upotreba	<b>MSV 104: Premise vrijednosti</b>	Premise vrijednosti – Najveća i najbolja upotreba
			Premise vrijednosti – Tekuća upotreba/ Postojeća upotreba	Premise vrijednosti – Redovna likvidacija			
			Premise vrijednosti – Redovna likvidacija	Premise vrijednosti – Prinudna prodaja			

Izvor: Međunarodni standardi vrednovanja, 2007, 2011. i 2017.

Novi MSV, kako se može uočiti, dijele osnovne vrijednosti na definisane i druge osnovne vrijednosti. Takođe, MSV sada definišu mnogo veći broj osnova vrijednosti i uvode precizne kategorije premisa vrijednosti u MSV, čime se rješavaju nedoumice u pogledu definicija i obuhvata pojedinih osnova vrijednosti, naročito fer vrijednosti i fer tržišne vrijednosti. Kod prijašnje definicije i obuhvata fer vrijednosti kao osnovne postojali su znatni i mnogobrojni nedostaci i nedorečenosti, što je u velikoj mjeri poboljšano novim rješenjima u MSV 2017. Ovakva klasifikacija i detaljna razrada osnova vrijednosti je najveća razlika u odnosu na prijašnje MSV, kao i veliki doprinos novih Standarda procjenjivačkoj praksi. Iako je struktura novih MSV izmijenjena u mnogo čemu, suštinski se najveća promjena odnosi na područje osnova vrijednosti, njihovu definiciju i primjenu.

## 1.1. Definisane osnovne vrijednosti – MSV 104

### 1.1.1. Tržišna vrijednost

Tržišna vrijednost je široko prihvaćena i najčešće zahtijevana osnova vrijednosti od strane Standarda vrednovanja, sudova, mnogih kontrolnih i regulatornih agencija u svijetu. MSV navode da je tržišna vrijednost najprikladnija osnova vrijednosti koja obuhvata niz primjena. Prije uvođenja novih MSV, u Evropi se koristio pojam tržišna vrijednost, dok se u SAD češće susretao izraz fer tržišna vrijednost<sup>1</sup>, kao sinonim. Da bi se riješile nedoumice u definiciji na relaciji: tržišna vrijednost – fer tržišna vrijednost, MSV 2017 potpuno odvajaju ove dvije definicije. Odvojen obuhvat tržišne i fer tržišne vrijednosti koje su do sada posmatrane kao ista vrijednost, jedna je od najznačajnijih izmjena u novim standardima.

<sup>1</sup> MSV 2007, u dijelu Osnovni koncepti opšteprihvaćenih principa procjene: 5. Tržišna vrijednost navode: „U nekim državama, pravni termin fer tržišna vrijednost koristi se kao sinonim za termin tržišna vrijednost“ (paragraf 5.5)

Definicija tržišne vrijednosti prema Međunarodnim standardima vrednovanja (2017) glasi: „Tržišna vrijednost je procijenjeni iznos za koji bi se imovina ili obaveze trebale razmijeniti na dan procjene između voljnog kupca i voljnog prodavca u nezavisnoj transakciji nakon odgovarajućeg oglašavanja, kada su obje strane upućene, djeluju oprezno i bez prinude.” U odnosu na MSV 2007, dodata je odrednica obaveze koja se prije nije pominjala, što je velika promjena. Time se postiže veća usaglašenost između tržišne vrijednosti i fer vrijednosti prema MSFI. „Procijenjeni iznos“ odnosi se na cijenu izraženu kroz novac koji se plaća za sredstvo u nepristrasnoj tržišnoj transakciji. Tržišna vrijednost je najvjerovatnija cijena koja se razumno može postići na tržištu na datum procjene, u skladu sa definicijom tržišne vrijednosti. To je najbolja cijena koju prodavac razumno može da postigne i najpovoljnija cijena koju kupac može razumno da dobije. Ova procjena konkretno isključuje procijenjenu cijenu korigovanu za inflaciju ili deflaciju u posebnim uslovima ili okolnostima kao što su: atipično finansiranje, prodaja i lizing aranžmani, posebna razmatranja ili koncesije koje odobrava bilo ko povezan sa prodajom ili bilo koji element vrijednosti dostupan samo specifičnom vlasniku ili kupcu (MSV, 2017, paragraf 30.2, a).

U većini slučajeva pojmovi „voljnog kupca“ i „voljnog prodavca“ odnose se na hipotetičke osobe, a ne na konkretnog (pojedinačnog) kupca ili prodavca. Osnova tržišne vrijednosti pretpostavlja cijenu za koju se pregovara na otvorenom i konkurentnom tržištu na kom učesnici djeluju slobodno. Tržišna vrijednost sredstva odražavaće njegovu najveću i najbolju upotrebu (MSV 2017, paragraf 30.4, vidjeti 140.1–140.5). Najveća i najbolja upotreba je upotreba sredstva koja maksimizira njegove potencijale kada je to moguće, zakonski dozvoljeno i finansijski izvodljivo.

Priroda i izvori inputa procjene moraju biti konzistentni sa osnovama vrijednosti, koje zauzvat moraju da budu u vezi sa svrhom procjene. Npr., razni pristupi i metode procjene mogu da se koriste da bi se došlo do mišljenja o vrijednosti sve dok oni koriste tržišno izvedene podatke. Tržišni pristup će, po definiciji, koristiti tržišno izvedene inpute. Da bi ukazao na tržišnu vrijednost, prinosni pristup treba da se primijeni koristeći inpute i pretpostavke koje su usvojili učesnici na tržištu. Kako bi se ukazalo na tržišnu vrijednost korišćenjem troškovnog pristupa, trošak sredstva jednake korisnosti i odgovarajuće obezvređenje treba da budu determinisani analizom tržišno zasnovanih troškova i obezvređenja. Dostupni podaci i okolnosti koje se tiču tržišta za procjenjivano sredstvo moraju determinisati koja metoda ili metode procjene su najrelevantnije i odgovarajuće. Ako su zasnovani na odgovarajuće analiziranim tržišno izvedenim podacima, svaki korišćeni pristup i metoda treba da obezbijede indikaciju tržišne vrijednosti (MSV 2017, paragrafi 30.5 i 30.6).

U SAD se za procjenu vrijednosti nekretnina kao standard vrijednosti koristi tržišna vrijednost. Ekonomska kao i pravna definicija su usvojene i prečišćene, pri čemu sadašnja ekonomska definicija tržišne vrijednosti američke Fondacije za procjenu vrijednosti glasi: „To je najvjerovatnija cijena po kojoj će se imovina iznijeti na konkurentno i otvoreno tržište uz sve uslove neophodne za fer trgovinu, pri čemu se kupac i prodavac ponašaju razborito i obaviješteno, pod pretpostavkom da cijena nije izvještavana neprikladnim podsticajima.“ (The Appraisal Foundation, 2014–2015). Suština definicije je da se trgovina vezuje za specifičan datum i da pritom vlasništvo prelazi sa prodavca na kupca pod sljedećim uslovima (Pratt, 2008, p. 42):

- kupac i prodavac su tipično motivisani;
- obje strane su dobro informisane, obaviještene i ponašaju se u skladu sa svojim najboljim interesom;
- omogućeno je razumno vrijeme za izlazak na otvoreno tržište;
- plaćanja se vrše gotovinski ili preko finansijskih aranžmana u domaćoj valuti;
- cijena je vezana za uobičajeni postupak prodaje imovine koja

nije obuhvaćena specijalnim ili kreativnim finansiranjem ili prodajnim ustupcima od strane bilo koje osobe uključene u prodaju.

Procjenivači i drugi stručnjaci uključeni u procjenu mogu biti učesnici u postupku pred Sudom i stoga se upozoravaju da koriste tačne pravne definicije tržišne vrijednosti koje se primjenjuju u sudovima pod čijom jurisdikcijom se nalaze predmeti njihove konkretne procjene. Najistaknutija promjena u definiciji u odnosu na definicije tržišne vrijednosti koje su bile široko prihvaćene u ranijim godinama je zamjena pojma najviša cijena pojmom najvjerovatnija cijena.

### 1.1.2. Tržišna renta

Tržišna renta je nova osnova vrijednosti koja se pojavljuje u MSV iz 2017. To je procijenjeni iznos za koji se interes vezan za nekretnine treba izdati u zakup na dan procjene između voljnog zakupodavca i zakupoprimca po odgovarajućim uslovima zakupa u nepristrasnoj transakciji, nakon odgovarajućeg oglašavanja, i gdje su obje strane djelovale upućeno, oprezno i bez prinude. „Odgovarajući uslovi zakupa“ su uslovi koji bi tipično bili dogovoreni na tržištu za datu vrstu imovine na dan procjene između tržišnih učesnika. Tržišna renta može biti korišćena kao osnova vrijednosti kada se procjenjuje zakup ili interes kreiran u zakupu. U takvim slučajevima, neophodno je razmotriti ugovorenu rentu (renta koja se plaća pod uslovima stvarnog zakupa) i, kada je ona različita, tržišnu rentu.

Konceptualni okvir koji podržava definiciju tržišne vrijednosti može biti primijenjen da bi se pomoglo interpretaciji tržišne rente. Konkretno, procijenjeni iznos isključuje rentu korigovanu za inflaciju ili deflaciju u posebnim uslovima, razmatranjima ili koncesijama. U nekim okolnostima tržišna renta može da bude procijenjena na osnovu uslova postojećeg zakupa. U izračunavanju tržišne rente, procjenjivač mora razmotriti sljedeće (MSV 2017, paragraf 40.6):

- (a) U vezi sa tržišnom rentom koja je predmet zakupa, uslovi i kriterijumi tog zakupa su odgovarajući uslovi zakupa ukoliko dati uslovi i kriterijumi nisu ilegalni ili suprotni sveobuhvatnom zakonodavstvu, i
- (b) U vezi sa tržišnom rentom koja nije predmet zakupa, pretpostavljeni uslovi i kriterijumi su uslovi nominalnog zakupa koji bi tipično bio dogovoren na tržištu za tu vrstu imovine na datum procjene između tržišnih učesnika.

Tržišna renta kao osnova uvedena je da bi se napravila razlika u odnosu na tržišnu vrijednost, odnosno da se definiše posebna osnova kod procjene zakupa odnosno nekretnina izdatih u zakup, imajući u vidu razliku između interesa vezanog za zakup i vlasništva nad sredstvima/nekretninama.

### 1.1.3. Pravedna vrijednost

Pravedna vrijednost (eng. Equitable value) je procijenjena cijena razmjene sredstva ili obaveze između identifikovanih obaviještenih i voljnih strana, koja odražava respektivne interese tih strana. Pravedna vrijednost zahtijeva procjenu cijene koja je fer između dvije specifične, identifikovane strane s obzirom na respektivne prednosti ili nedostatke koje će svaka strana imati iz transakcije. Suprotno tome, tržišna vrijednost zahtijeva da se uopšteno zanemare bilo koje prednosti ili nedostaci koji ne bi bili dostupni ili izazvani od strane tržišnih učesnika.

Pravedna vrijednost je šira osnova od tržišne vrijednosti. Iako će u mnogim slučajevima cijena koja je fer između dvije strane biti izjednačena sa onom ostvarivom na tržištu, postojaće slučajevi gdje će procjena pravedne vrijednosti uobziriti pitanja koja su bila zanemarena u procjeni tržišne vrijednosti, kao što su određeni elementi sinergetske vrijednosti proistekli iz kombinacije interesa. Primjeri upotrebe pravedne vrijednosti uključuju (MSV, 2017, paragraf 50.4):

- (a) Određivanje cijene koja je pravedna za akcionarsko društvo koje ne kotira na berzi, gdje vlasništva dvije specifične strane mogu



da znače da je cijena koja je pravedna između njih različita od cijene koja može biti ostvariva na tržištu, i

- (b) Određivanje cijene koja bi bila pravedna između zakupodavca i zakupoprimca, bilo za trajni transfer iznajmljenog sredstva ili za otkazivanje obaveze zakupa.

Pravedna vrijednost je nova osnova vrijednosti, uvedena u MSV 2017. Dijelom zamjenjuje specijalnu vrijednost kao osnovu, ali ima mnogo sličnosti sa fer vrijednošću u prijašnjim standardima. Pravedna vrijednost u MSV mijenja fer vrijednost za potrebe procjene vrijednosti preduzeća koja se koristi u SAD.

#### 1.1.4. Investiciona vrijednost

Investiciona vrijednost je vrijednost sredstva za određenog vlasnika ili mogućeg vlasnika za individualnu investiciju ili operativne ciljeve (MSV, 2017, paragraf 60.1). Investiciona vrijednost je specifična vrijednost ulaganja određenog investitora ili grupe investitora zasnovana na individualnim investicionim zahtjevima i razlikuje se od tržišne vrijednosti koja je impersonalna i nezavisna (The Appraisal Foundation, 2014–2015).

Investiciona vrijednost je osnova vrijednosti specifična za entitet, tj. odražava koristi entiteta proistekle iz držanja sredstva i time ne uključuje pretpostavljenu razmjenu. Ista definicija koristi se pri procjeni vrijednosti nekretnina i procjeni vrijednosti preduzeća. Investiciona vrijednost odražava subjektivni odnos između određenog investitora i date investicije. Često se koristi za mjerenje investicionih performansi. Ako su zahtjevi investitora tipični za tržište, investiciona vrijednost biće jednaka tržišnoj vrijednosti. Nepodudarnost između investicione vrijednosti jednog specifičnog ili potencijalnog investitora i tržišne vrijednosti ima više uzroka: razlike u procjeni buduće zarađivačke moći, razlike u percepciji stepena rizika i očekivane stope prinosa, razlike u troškovima finansiranja i poreskom statusu, te sinergija sa drugim vlasničkim ili kontrolisanim operacijama (Pratt, 2008, p. 44).

Procjena investicione vrijednosti i njeno poređenje sa tržišnom vrijednošću služi kao kriterijum pri donošenju odluka o kupoprodaji preduzeća. Ukoliko investiciona vrijednost za postojećeg vlasnika nadilazi tržišnu vrijednost, racionalna odluka bila bi da se prodaja odgodi dok se ne pronađe kupac koji će biti spreman da plati investicionu vrijednost koja je viša od usaglašene vrijednosti šire grupe tipičnih kupaca. Iako je investiciona vrijednost zasnovana na pojedinačnim zahtjevima, ona nije u potpunosti odvojena od tržišne vrijednosti. Naime, potezi velikog broja pojedinačnih investitora u završnici će voditi ka ujednačavanju ponude i tražnje uspostavljanjem ravnotežne tržišne cijene koja predstavlja usaglašenu vrijednost svih investitora ili tržišnu vrijednost.

#### 1.1.5. Sinergijska vrijednost

Sinergijska vrijednost je rezultat kombinacije dva ili više sredstava ili interesa, gdje je kombinovana vrijednost veća od zbira vrijednosti pojedinačnih interesa (MSV, 2017, paragraf 70.1). Ako su sinergije dostupne samo za specifičnog kupca, onda će se sinergijska vrijednost razlikovati od tržišne vrijednosti, jer će sinergijska vrijednost odražavati određena svojstva sredstva koja imaju vrijednost samo za specifičnog kupca. Dodata vrijednost iznad zbira respektivnih interesa često se naziva „vrijednost braka“.

#### 1.1.6. Likvidaciona vrijednost

Likvidaciona vrijednost je iznos koji bi bio realizovan kada bi se sredstvo ili grupa sredstava prodala pojedinačno. Likvidaciona vrijednost treba uzeti u obzir troškove dovođenja sredstva u prodajno stanje, kao i troškove aktivnosti odgađanja. Likvidaciona vrijednost se može odrediti na temelju dvije različite premise vrijednosti: redovne transakcije sa tipičnim periodom oglašavanja ili prinudne transakcije sa skraćenim periodom oglašavanja (MSV 2017, paragraf 80.1).

#### 1.1.7. Specijalna vrijednost

Specijalna vrijednost predstavlja osnovu vrijednosti koja odražava konkretne karakteristike određene imovine koja ima vrijednost samo za posebnog kupca. Ova osnova vrijednosti susreće se u staroj verziji MSV. Specijalna vrijednost je veća od tržišne vrijednosti, imajući u vidu da određene karakteristike sredstva (ekonomske, pravne, fizičke, geografske) čine to sredstvo privlačnijim za određenog kupca ili jednu grupu kupaca na tržištu. Poseban kupac u ovom smislu je kupac za koga određena sredstva imaju specijalnu vrijednost zbog prednosti koje će ostvariti vlasništvom nad tim sredstvima, a koja ne bi bila dostupna standardnom kupcu na tržištu. Tržišna vrijednost traži zanemarivanje svih elemenata specijalne vrijednosti, jer se prema tržišnoj vrijednosti na bilo koji datum pretpostavlja da postoji voljan kupac, a to ne podrazumijeva nekog konkretnog odnosno posebnog kupca.

U novim MSV nema specijalne vrijednosti kao osnove, tj. izbačena je iz Standarda, ali smatramo za shodno navesti definiciju iz prijašnje verzije radi preglednosti i upoređivanja sa novim osnovama vrijednosti.

### 1.2. Druge osnove vrijednosti – MSV 104

Prethodnih šest osnova vrijednosti prema novim MSV predstavljaju definisane osnove vrijednosti. Novi MSV uvode tržišnu rentu i pravednu vrijednost, kao nove osnove, dok izbacuju specijalnu vrijednost. U prijašnjim Standardima, fer vrijednost kao jedna od veoma važnih osnova takođe je bila u ovoj grupaciji, ali sada se analizira u okviru drugih osnova vrijednosti. Razlog za ovo je kompleksnost fer vrijednosti i njena upotreba za različite svrhe, pa u skladu s tim i različito podrazumijevane definicije. Umjesto fer vrijednosti kao definisane osnove, u MSV se sada uvodi pravedna vrijednost.

Fer tržišna vrijednost se takođe obrađuje kao posebna, što je ključna razlika u odnosu na dosadašnju praksu kada je fer tržišna vrijednost posmatrana kao sinonim tržišne vrijednosti. MSV sada razgraničavaju upotrebe i definicije fer tržišne vrijednosti po pravnim oblastima i područjima primjene, dakle, posmatraju fer tržišnu vrijednost sa dva aspekta: prema viđenju OECD-a i Službe internih prihoda SAD.

#### 1.2.1. Fer vrijednost (MSFI)

Fer vrijednost prema MSFI 13 je cijena koja bi se ostvarila u prodaji sredstva ili koja bi bila plaćena za prenos obaveze u redovnoj transakciji između tržišnih učesnika na datum odmjeravanja. Za svrhe finansijskog izvještavanja, preko 130 zemalja zahtijeva ili dozvoljava korišćenje Međunarodnih računovodstvenih standarda koje izdaje Odbor za Međunarodne računovodstvene standarde. Dodatno, Odbor za standarde finansijskog računovodstva u SAD koristi istu definiciju fer vrijednosti u temi 820<sup>2</sup>. Fer vrijednost za potrebe finansijskog izvještavanja prema američkim Standardima finansijskog računovodstva (Financial Accounting Standards [FAS])<sup>3</sup> je iznos za koji se neko sredstvo može razmijeniti ili obaveza izmiriti u redovnoj transakciji između voljnih tržišnih učesnika na tržištu koje je najpovoljnije za dato sredstvo ili obavezu (FASB, 2010). Fer vrijednost je ovdje tržišna zasnovana mjera.

Zanimljivo je da je fer vrijednost korišćena za finansijsko izvještavanje konzistentna sa sličnim definicijama fer tržišne vrijednosti za potrebe procjene vrijednosti preduzeća u SAD. Prema američkim US-PAP standardima (Uniformni standardi profesionalne procjenjivačke prakse), fer tržišna vrijednost za potrebe procjene je najvjerovatnija cijena po kojoj imovina prelazi iz vlasništva prodavca u vlasništvo kupca na otvorenom i konkurentnom tržištu, pri čemu nijedan nije pod prisilom da izvrši transakciju, obje strane su voljne, razborite

<sup>2</sup> Vidjeti detaljnije: Financial Accounting Foundation. (2011). Fair Value Measurement (Topic 820) [Online] Preuzeto 10. 06. 2018. sa: <https://asc.fasb.org/imageRot/00/7534500.pdf>

<sup>3</sup> Standarde finansijskog računovodstva (FAS) izdaje Odbor za standarde finansijskog računovodstva (FASB) kao okvir za primjenu fer vrijednosti u Opšteprihvaćenim računovodstvenim standardima (GAAP). FAS, kao i GAAP standardi, primjenjuju se u Sjedinjenim Američkim Državama.

i obaviještene o relevantnim činjenicama. Razlika između ove definicije fer tržišne vrijednosti i definicije fer vrijednosti za potrebe finansijskog izvještavanja je u tome što se fer tržišna vrijednost odnosi isključivo na imovinu (ne i obaveze) i izvedena je u kontekstu regulacije poreza i interpretacije parničnog zakona. To je bio razlog zbog kog Odbor za standarde finansijskog računovodstva nije usvojio definiciju fer tržišne vrijednosti za potrebe finansijskog izvještavanja.

### 1.2.2. Fer vrijednost (pravna/zakonska) u različitim nadležnostima

Mnoge nacionalne, državne i lokalne agencije koriste fer vrijednost kao osnovu vrijednosti u pravnom kontekstu. Definicije mogu da značajno variraju i mogu da budu rezultat akcije zakonodavca ili onih uspostavljenih na sudovima u prethodnim slučajevima. Primjeri definicija fer vrijednosti SAD i Kanade su sljedeći (MSV, 2017, paragraf 120.2):

(a) **Model zakona o poslovnim korporacijama (MBCA)** je model sastavljen od zakona koje je pripremio Komitet za korporativno pravo Odjeljenja poslovnog prava pri Američkoj advokatskoj komori i praćen je od strane 24 savezne države u SAD. Definicija fer vrijednosti iz MBCA je vrijednost akcija korporacije određena:

- (1) neposredno prije ostvarenja korporativne akcije kojoj se akcionar protivi,
- (2) korišćenjem uobičajenih i tekućih koncepata i tehnika procjene obično upotrebljivanih za slične poslove u kontekstu transakcije koja zahtijeva procjenu, i
- (3) bez diskontovanja za nedostatak utrživosti ili za manjinski status, osim, ako je odgovarajuće, za amandmane članova u skladu sa odjeljkom 13.02(a)(5).

(b) **Kanadska sudska praksa (Manning protiv Haris Steel Group Inc.)** – 1986. godine, Vrhovni sud Britanske Kolumbije u Kanadi donio je presudu u slučaju Manning vs Harris Steel Group Inc. koja je glasila: „Prema tome, ‘fer’ vrijednost je ona koja je pravična i pravedna. Ta terminologija sadrži u sebi koncept odgovarajuće kompenzacije (obeštećenja) u skladu sa zahtjevima pravde i jednakosti.”

Sa stanovišta literature, fer vrijednost predstavlja najkontroverzniju osnovu vrijednosti, jer je suštinski dvosmislena. Kako navodi Pratt (2008), fer vrijednost predstavlja jedan pojam u slučaju primjene za potrebe finansijskog izvještavanja, kako to nalažu GAAP standardi u SAD i američka Komisija za hartije od vrijednosti (U. S. Securities and Exchange Commission [SEC]), a sasvim drugi u kontekstu državnih zakona pri definisanju vrijednosti akcija manjinskih i nesaglasnih akcionara. Sam kontekst upotrebe osnove definiše fer vrijednost. Ovaj problem prepoznao je IVSC, tako da je u MSV 2017 razdvojio fer vrijednost na: fer vrijednost koja se koristi za potrebe finansijskog izvještavanja prema MSFI i fer vrijednost za potrebe procjene (pravni/zakonski aspekt).

Naime, u praksi SAD, u postupku procjene vrijednosti, pod fer vrijednošću podrazumijeva se pravno uspostavljen standard vrijednosti koji se primjenjuje u određenim specifičnim transakcijama. U većini američkih država fer vrijednost je standard u slučajevima procjene prava nesaglasnih i manjinskih akcionara. Kada dođe do spajanja ili pripajanja preduzeća ili drugih značajnih akcija, a manjinski akcionar smatra da je prisiljen da prihvati manju vrijednost od adekvatne za svoje akcije, isti ima pravo na procjenu svojih akcija i gotovinsku isplatu fer vrijednosti. Ovdje bi „fer vrijednost bila vrijednost akcija nesaglasnog akcionara neposredno prije realizacije sporne korporativne odluke kojoj se akcionar protivio, isključujući precjenjivanje ili potcjenjivanje u iščekivanju korporativne akcije osim ako bi isključenje bilo nepravedno“ (Revidirani Zakon države Oregon; vidjeti Pratt, 2008, p. 45).

Međutim, bez obzira na činjenicu da je prethodna definicija prihvaćena, ne postoji usaglašenost oko interpretacije fer vrijednosti

u kontekstu zakona i sudske prakse, pa se u slučaju parnica zbog nesaglasnosti mora utvrditi koju definiciju fer vrijednosti sud priznaje u konkretnom slučaju. Fer vrijednost varira u zavisnosti od pravne regulative koja se primjenjuje u pojedinim slučajevima i ne može u pravilu da se izjednači sa fer tržišnom vrijednošću. Recimo, po standardu fer vrijednosti sudske odluke ne iskazuju diskont na nedostatak utrživosti kod privatnih preduzeća, dok se po standardu fer tržišne vrijednosti ovaj diskont priznaje (Mikerević, 2009, str. 9).

### 1.2.3. Fer tržišna vrijednost (OECD – Organizacija za ekonomsku saradnju i razvoj)

OECD definiše fer tržišnu vrijednost kao cijenu koju bi voljni kupac platio voljnom prodavcu u transakciji na otvorenom tržištu. OECD smjernice koriste se u mnogim angažmanima za svrhe međunarodnog oporezivanja.

### 1.2.4. Fer tržišna vrijednost (Služba internih prihoda Sjedinjenih Američkih Država)

Za svrhe oporezivanja u SAD, Regulacija §20.2031-1 navodi: „Fer tržišna vrijednost je cijena po kojoj bi imovina bila razmijenjena između voljnog kupca i voljnog prodavca, od kojih nijedan nije pod prinudom da kupi ili da proda i oba imaju razumne spoznaje o relevantnim činjenicama.” Pored primjene u procjeni vrijednosti preduzeća, u SAD ova osnova se koristi po federalnim i državnim poreskim pitanjima kao što su državni porezi, porezi na poklone i nasljeđe, porezi na prihod i na dodatnu vrijednost. Fer tržišna vrijednost definiše se kao iznos za koji se neko sredstvo može razmijeniti između voljnog kupca i voljnog prodavca u nezavisnoj transakciji pri čemu nijedan ne djeluje pod prinudom da kupi ili proda i obojica su razboriti i odgovarajuće obaviješteni o relevantnim činjenicama (American Society of Appraisers [ASA], 2009, p. 27).

Definicija tržišne vrijednosti prema MSV glasi: „Tržišna vrijednost je procijenjeni iznos za koji bi se imovina ili obaveze trebale razmijeniti na dan procjene između voljnog kupca i voljnog prodavca u nezavisnoj transakciji nakon odgovarajućeg oglašavanja, kada su obje strane upućene, djeluju oprezno i bez prinude.” Osnovna razlika između fer tržišne i tržišne vrijednosti je u tome što se fer tržišna vrijednost odnosi samo na razmjenu imovine, dok tržišna vrijednost podrazumijeva razmjenu imovine ili obaveza. U većini slučajeva pojmovi „voljnog kupca“ i „voljnog prodavca“ odnose se na hipotetičke osobe, a ne na konkretnog (pojedinačnog) kupca ili prodavca. Cijena neće biti reprezent fer tržišne vrijednosti ukoliko je pod uticajem posebnih motivacija, nekarakterističnih za tipičnog kupca i prodavca.

Osnova fer tržišne vrijednosti polazi od preovlađujućih ekonomskih i tržišnih uslova na dan konkretne procjene vrijednosti. Prilikom prevoda na srpski jezik treba biti pažljiv i voditi računa o stvarnom značenju pojmova u anglosaksonskoj teoriji i praksi. Upotreba osnova vrijednosti pod uticajem je vrste sredstva, imovine ili poslovnog interesa preduzeća koje se procjenjuje.

## 2. PREMISE VRIJEDNOSTI – PRETPOSTAVLJENA UPOTREBA

Premisa vrijednosti ili pretpostavljena upotreba opisuje okolnosti načina na koji se sredstvo ili obaveza koristi. Različite osnove vrijednosti mogu da zahtijevaju određenu premisu vrijednosti ili da dozvole razmatranje više premisa vrijednosti. MSV 2017 razlikuju nekoliko premisa vrijednosti (paragrafi 140–170):

- (a) najveća i najbolja upotreba,
- (b) tekuća upotreba/postojeća upotreba,
- (c) redovna likvidacija i
- (d) prinudna prodaja.



**Najveća i najbolja upotreba**, iz perspektive učesnika, jeste ona koja će imati za rezultat najveću vrijednost sredstva. Iako se najučestalije primjenjuje na nefinansijska sredstva, jer finansijska sredstva često nemaju alternativnu upotrebu, mogu postojati okolnosti gdje treba razmotriti najveću i najbolju upotrebu finansijskih sredstava. Najveća i najbolja upotreba za sredstvo može biti tekuća ili postojeća upotreba kada se ona koristi na optimalan način. Međutim, najveća i najbolja upotreba može da se razlikuje od tekuće upotrebe ili čak može da bude redovna likvidacija. Ako je različita od tekuće upotrebe, troškovi konvertovanja sredstva u njenu najveću i najbolju upotrebu imaće uticaja na vrijednost.

Određivanje najveće i najbolje upotrebe uključuje razmatranje sljedećeg (MSV, 2017, paragraf 140.5):

- (a) Utvrditi da li je upotreba fizički moguća, gdje treba uzeti u obzir šta bi učesnici smatrali razumnim.
- (b) Kako bi se ispunio zahtjev za pravnom dopuštenošću, bilo koja pravna ograničenja upotrebe sredstva, npr. urbanističko planiranje/oznake gradskih zona treba da se uzmu u obzir, kao i vjerovatnoća da će se ova ograničenja promijeniti.
- (c) Zahtjev da upotreba bude finansijski izvodljiva uzima u obzir da li će alternativna upotreba koja je fizički moguća i pravno dopuštena generisati dovoljan povrat tipičnom učesniku, poslije uračunavanja troškova konverzije na tu upotrebu, preko i iznad povrata na postojeću upotrebu.

**Tekuća upotreba/Postojeća upotreba.** Tekuća upotreba/postojeća upotreba je tekući način na koji se neko sredstvo, obaveza ili grupa sredstava i/ili obaveza koristi. Tekuća upotreba može biti, ali ne nužno, i najveća i najbolja upotreba.

**Redovna likvidacija.** Redovna likvidacija opisuje vrijednost grupe sredstava koja bi mogla biti realizovana u likvidacionoj prodaji, uz razuman period vremena da se pronađe kupac (ili kupci), sa prodavcem koji je prinuđen da proda na kako-jeste i gdje-jeste osnovi. Razuman vremenski period da se pronađe kupac (ili kupci) može da varira u zavisnosti od vrste sredstva i tržišnih uslova.

**Prinudna prodaja.** Termin „prinudna prodaja“ se često koristi u okolnostima kada je prodavac pod prinudom da proda i, kao posljedica, odgovarajući period oglašavanja nije moguć i kupci možda neće biti u stanju da preuzmu odgovarajuće akcije s dužnom pažnjom. Cijena koja se može postići u ovim okolnostima zavisice od prirode pritiska na prodavca i razloga zbog kojeg odgovarajuće oglašavanje ne može biti preduzeto. To takođe može da se odrazi na posljedice neuspješne prodaje u dostupnom periodu po prodavca. Osim ako priroda i razlozi ograničenja po prodavca nisu poznati, cijena koja se može postići u prinudnoj prodaji ne može biti realno procijenjena. Cijena koju će prodavac prihvatiti u prinudnoj prodaji odražavaće njene posebne okolnosti, prije nego one vezane za hipotetičkog voljnog kupca u definiciji tržišne vrijednosti. „Prinudna prodaja“ je opis situacije u kojoj se razmjena obavlja, a ne različita osnova vrijednosti (MSV, 2017, paragraf 170.1). Ako se zahtijeva naznaka cijene koja je ostvariva u okolnostima prinudne prodaje, biće neophodno da se jasno identifikuju razlozi ograničenja po prodavca, uključujući posljedice neuspješne prodaje u navedenom periodu postavljanjem odgovarajućih pretpostavki.

Prodaje na neaktivnom ili opadajućem tržištu nisu automatski „prinudne prodaje“ jednostavno zbog toga što prodavac može da se nada boljoj cijeni ako se uslovi poboljšaju. Ukoliko prodavac nije

prinuđen da proda do određenog roka koji sprečava odgovarajuće oglašavanje, prodavac će biti voljni prodavac u okviru definicije tržišne vrijednosti.

Pored navedenih premisa u MSV, susrećemo i drugačije klasifikacije. Pratt (2008) smatra da se preduzeća ili udjeli u istima mogu procijeniti preko svake od sljedeće četiri alternativne premise vrijednosti<sup>4</sup>: vrijednost kontinuiranog poslovanja ili uspješnosti preduzeća (tzv. going-concern princip), vrijednost kao zbir sredstava, vrijednost redovnog rasporeda i likvidaciona vrijednost.

Vrijednosti do kojih će se doći primjenom navedenih pojedinačnih premisa biće veoma različite. Svaka od alternativnih premisa vrijednosti, međutim, mogu da se primijene uz istu osnovu vrijednosti. Izbor premise vrijednosti je važan korak u određivanju zadatka procjene vrijednosti. U procjenama vrijednosti kontrolnog interesa premissa je u funkciji najvišeg i najboljeg korišćenja ukupnih sredstava preduzeća. Kod procjene vrijednosti manjinskih vlasničkih interesa usvaja se premissa kontinuiranog poslovanja, ukoliko ne postoji konkretan razlog za suprotno. Odluku o tome koju će premisu vrijednosti koristiti donosi procjenjivač na bazi iskustva, procjene i analize<sup>5</sup>, ali se u određenim slučajevima premissa daje procjenjivaču (npr. kada se preduzeće procjenjuje radi prodaje).

### 3. DODATAK: VRIJEDNOSTI KOJE NISU DEFINISANE U MSV

Pored navedenih osnova vrijednosti definisanih u MSV, postoje i druge koje se striktno ne definišu kao posebni MSV, ali MSV svakako podrazumijevaju njihovo postojanje, a primjena MSV zahtijeva njihovo razumijevanje. Stoga navodimo još nekoliko osnova vrijednosti koje se susreću u naučnoj i stručnoj literaturi i praksi.

Unutrašnja (fundamentalna) vrijednost predstavlja analitičku procjenu vrijednosti zasnovanu na uočenim karakteristikama investicije, koja nije određena karakteristikama jedinstvenim za bilo kog investitora, već načinom na koji su te uočene karakteristike interpretirane od strane jednog u poređenju sa drugim analitičarom. Unutrašnja vrijednost akcije predstavlja odgovarajuću cijenu akcije prema mišljenju analitičara hartija od vrijednosti, koji je izvršio fundamentalnu analizu<sup>6</sup> sredstava i zarađivačke moći preduzeća, te drugih bitnih faktora (Pratt, 2008, p. 44). Unutrašnja vrijednost je iznos za koji investitor na bazi analize bitnih faktora smatra da je istinska ili realna vrijednost sredstva, obično akcije. Ova vrijednost će postati tržišna kada i drugi investitori dođu do istog zaključka. Različiti pristupi utvrđivanju unutrašnje vrijednosti većinom su zasnovani na očekivanjima i diskontovanim novčanim tokovima. Razlika između tržišne vrijednosti i unutrašnje vrijednosti HOV, odnosno vrijednosti koju bi HOV trebalo da ima, nestaje kada drugi investitori postignu isti pogled i znanje kao analitičar. Ako je tržišna vrijednost ispod unutrašnje, zaključak je da akcija treba da se kupi, i obrnuto.

Osnova unutrašnje vrijednosti ne može sasvim da se razdvoji od osnove tržišne vrijednosti. Razlog ovome su potezi kupaca i prodavaca zasnovani na njihovim specifičnim percepcijama unutrašnje vrijednosti koji vode ka generalno usaglašenoj tržišnoj vrijednosti, a time i konstantnim promjenama tržišne vrijednosti tokom vremena. U SAD, parnično pravo često pominje pojam unutrašnje vrijednosti;

<sup>4</sup> Premise vrijednosti se spominju u stručnoj literaturi i prije uvođenja u MSV (2017). Pratt smatra da se sva preduzeća ili udjeli u njima mogu procijeniti preko četiri alternativne premise vrijednosti. Vidjeti više: Pratt (2008). Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies. New York: Mc Graw Hill.

<sup>5</sup> Postoje situacije kada se vrijednost preduzeća mora procijeniti pod nekoliko alternativnih premisa vrijednosti, kao u slučaju procjena koje služe za donošenje odluke da li ići u stečaj ili reorganizaciju, odnosno za svrhe finansiranja sekuritizacije ili kolateralizacije.

<sup>6</sup> Fundamentalna analiza je jedan od pristupa u analizi hartija od vrijednosti koji polazi od stava da HOV ima unutrašnju vrijednost koja može da se utvrdi procjenom relevantnih faktora (od kojih su najvažniji očekivane zarade, struktura kapitala, očekivane dividende, stopa rasta, vrijednost aktive i sl.). Fundamentalnom analizom utvrđena unutrašnja vrijednost HOV poredi se sa tekućom tržišnom cijenom HOV radi donošenja investicionih odluka.

ipak, u ovom smislu termin je nejasan i nedefinisan, te se može susresti u slučajevima kada ne postoji zakonski standard vrijednosti ili kada je standard vrijednosti definisan kao fer vrijednost ili čak fer tržišna vrijednost. U parničnim postupcima stoga se analitičarima preporučuje da obrate pažnju na standard odnosno značenje koje je u konkretnom slučaju pripisano osnovi unutrašnje vrijednosti.

Knjigovodstvena vrijednost preduzeća je vrijednost kapitala iskazana u bilansu koji je sastavljen na bazi inventarnih podataka, odnosno razlika između aktive umanjene za iznos gubitka u aktivu, s jedne, i obaveza, dugoročnih rezervisanja i pasivnih vremenskih razgraničenja, s druge strane (Mikerević, 2009, str. 12). Bilans se sastavlja da bi uprava preduzeća izvijestila zainteresovane strane o stanju i uspjehu preduzeća. Samim tim, bilansi sadrže latentne rezerve i skrivene gubitke, te knjigovodstvena vrijednost ne može poslužiti kao standard vrijednosti. Problem sa knjigovodstvenom vrijednošću javlja se pošto je ona vezana za prošle događaje i razlikuje se od sadašnje vrijednosti sredstva, a pritom isključuje vrijednost budućih investicija. Knjigovodstvena vrijednost se u postupku procjene vrijednosti koristi kao osnova od koje treba da se započne postupak (pod pretpostavkom da su bilansi tačni i sastavljeni u skladu sa standardima prakse). Treba spomenuti još neke vrijednosti vezane prije svega za računovodstvenu teoriju i praksu. Korigovana knjigovodstvena vrijednost (Rodić i Filipović, 2010) utvrđuje se ako bilans nije sastavljen u skladu sa MSFI/MRS, isključivanjem materijalnih grešaka iz finansijskog izvještaja. Korekciju bilansa može da vrši revizor ili sam procjenjivač, utvrđujući vrijednost pozicija prema zahtjevima računovodstvenih standarda i propisa.

Imovinska (reproduktivna) vrijednost utvrđuje se iz imovinskog bilansa, odnosno bilansa koji ne sadrži latentne rezerve niti skrivene gubitke (Rodić i Filipović, 2010, str. 2). Pozicije aktive se procjenjuju po fer vrijednosti, a pozicije obaveza, dugoročnih rezervisanja i pasivnih vremenskih razgraničenja po iznosima gotovinske isplate potrebne za njihovo podmirenje na dan procjene (Mikerević, 2009). Zatim se sastavlja imovinski (reproduktivni) bilans stanja. Razlika između reproduktivne vrijednosti aktive i reproduktivne vrijednosti obaveza uvećanih za reproduktivnu vrijednost dugoročnih rezervisanja i pasivnih vremenskih razgraničenja predstavljaće imovinsku (reproduktivnu) vrijednost sopstvenog kapitala odnosno reproduktivnu neto imovinu.

Poslovna vrijednost (gudvil) predstavlja nematerijalnu imovinu koja nema fizičku odnosno materijalnu supstancu, već zavisi od prava koja posjeduje vlasnik. Za razliku od nematerijalne imovine, gudvil predstavlja buduće ekonomske koristi koje proističu iz imovine i načina na koji se ona koristi, ali se ne mogu pojedinačno identifikovati i odvojeno priznati (Mikerević, 2009). Stoga se gudvil tretira odvojeno od materijalne imovine i do njegovog priznavanja može doći samo u okviru poslovnih kombinacija koje obrađuje MSFI 3.

## ZAKLJUČAK

Procjena vrijednosti je sveobuhvatna analiza svih informacija o preduzeću, finansijskih izvještaja, statističkih predviđanja, determinanti vrijednosti i pokazatelja, te primjena metoda procjene čiji je cilj iznošenje mišljenja eksperata o vrijednosti preduzeća na određeni dan. U savremeno doba, procjena vrijednosti je suočena sa neprestanim preispitivanjem suštine vrijednosti preduzeća i novim problemima u vezi sa načinom procjene. Međunarodni standardi vrednovanja (MSV) kao najznačajniji standardi u oblasti procjene formulirani su upravo radi harmonizacije principa i zadataka procjene vrijednosti u svijetu, te usklađivanja sa zahtjevima koji se traže od procjenjivača u drugim međunarodnim standardima. Bez obzira na očigledan doprinos MSV procjenjivačkoj profesiji, Standardi su ostavili brojna otvorena pitanja i nedoumice, naročito

u vezi sa definisanjem i primjenom osnova vrijednosti. Nakon niza razmatranja, rasprava i analiziranja mišljenja članica, Međunarodni savjet za standarde vrednovanja odobrio je novo izdanje MSV (u decembru 2016. godine, s primjenom od 01. 07. 2017), radi rješavanja problema u praksi i preciznijeg formulisanja definicije i obuhvata primjene pojedinih osnova vrijednosti.

Iako je struktura novih MSV izmijenjena u mnogo čemu, suštinski se najveća promjena odnosi na područje osnova vrijednosti, njihovu definiciju, obuhvat i primjenu. Osnove vrijednosti opisuju najvažnije pretpostavke na kojima će se zasnivati izvještavana vrijednost. Ključno je da osnova (ili osnove) vrijednosti odgovaraju uslovima i svrsi procjene, pošto osnova vrijednosti utiče na izbor metoda, inputa i pretpostavki, i konačno mišljenje o vrijednosti. Osnove vrijednosti u novoj verziji MSV prvi put se obrađuju u samo jednom standardu – MSV 104. Navedeno rješenje olakšava pretrage i snalaženje u Standardima kod odlučivanja o primjeni osnove vrijednosti.

MSV 104 mnogo je širi po obuhvatu i konkretniji u definisanju pojedinih kategorija, te uvodi sasvim nove osnove kojih nije bilo u prethodnim verzijama MSV. MSV 104 dijeli osnove vrijednosti na definisane i druge osnove vrijednosti, te uvodi posebnu kategoriju premisa vrijednosti: najveća i najbolja upotreba, tekuća upotreba/postojeća upotreba, redovna likvidacija i prinudna prodaja. Premisa vrijednosti ili pretpostavljena upotreba opisuje okolnosti načina na koji se sredstvo ili obaveza koristi. Osnove vrijednosti mogu da se koriste uz jednu ili više premisa vrijednosti, a procijenjene vrijednosti do kojih će se doći zavise u velikoj mjeri od izabrane premise.

Osnove vrijednosti u MSV 104 su: tržišna vrijednost, tržišna renta, pravedna vrijednost, investiciona vrijednost, sinergijska vrijednost, likvidaciona vrijednost (definisane osnove vrijednosti), te fer vrijednost i fer tržišna vrijednost (druge osnove vrijednosti). Pored tržišne vrijednosti kao najšire prihvaćene i najčešće zahtijevane osnove, uvode se nove osnove: tržišna renta, pravedna vrijednost i likvidaciona vrijednost. Tržišna renta pravi razliku u odnosu na tržišnu vrijednost, kod procjene zakupa odnosno nekretnina izdatih u zakup. Pravedna vrijednost dijelom zamjenjuje specijalnu vrijednost koja je izbačena iz novih MSV, ali ima mnogo sličnosti sa fer vrijednošću u prijašnjim standardima. Investiciona i sinergijska kao osnove nisu pretrpjele značajnije izmjene u MSV 2017.

Fer vrijednost kao jedna od veoma važnih osnova analizira se u okviru drugih osnova vrijednosti. Razlog za ovo je kompleksnost fer vrijednosti i njena upotreba za različite svrhe, pa u skladu s tim MSV razdvajaju dvije podrazumijevane definicije: fer vrijednost prema MSFI za potrebe finansijskog izvještavanja i fer vrijednost u pravnom/zakonodavnom smislu za potrebe procjene. MSFI 13 definiše fer vrijednost kao cijenu koja bi se ostvarila u prodaji sredstva ili koja bi bila plaćena za prenos obaveze u redovnoj transakciji između tržišnih učesnika na datum odmjerenja. Definicije fer vrijednosti u pravnom kontekstu mogu da značajno variraju i mogu da budu rezultat akcije zakonodavca ili onih uspostavljenih na sudovima u prethodnim slučajevima. Primjeri definicija fer vrijednosti SAD i Kanade su Model zakona o poslovnim korporacijama i sudska praksa (Manning vs Haris Steel Group Inc).

Fer tržišna vrijednost se obrađuje kao izdvojena osnova, što je ključna razlika u odnosu na dosadašnju praksu kada je fer tržišna vrijednost posmatrana kao sinonim tržišne vrijednosti. Slično tretmanu fer vrijednosti, MSV sada razgraničavaju upotrebe i definicije fer tržišne vrijednosti po pravnim i oblastima primjene: fer tržišna vrijednost prema viđenju OECD-a i fer tržišna vrijednost prema Službi internih prihoda SAD. Osnovna razlika između fer tržišne i tržišne vrijednosti je u tome što se fer tržišna vrijednost odnosi samo na razmjenu imovine, dok tržišna vrijednost podrazumijeva razmjenu imovine ili obaveza.

Pored osnova vrijednosti definisanih u MSV, u naučnoj literaturi i procjenjivačkoj praksi postoje i druge vrijednosti. MSV ne definišu



ove osnove u okviru posebnih standarda, ali svakako podrazumijevaju njihovo postojanje i razumijevanje: unutrašnja (fundamentalna) vrijednost, knjigovodstvena vrijednost, imovinska (reproduktivna) vrijednost i poslovna vrijednost (gudvil).

Naposlijetku, zaključujemo da su najčešće korišćene osnove vrijednosti za potrebe procjene vrijednosti: tržišna vrijednost, fer vrijednost i fer tržišna vrijednost (osim u slučajevima likvidacije kada se primjenjuje osnova likvidacione vrijednosti). Fer vrijednost je šira osnova od tržišne vrijednosti i može da se koristi za izvještavanje i tržišne i netržišne vrijednosti (u specifičnim slučajevima prava manjinskih akcionara, i sl.). Za potrebe procjene vrijednosti, pod fer vrijednošću podrazumijeva se pravno uspostavljen standard koji se primjenjuje u određenim specifičnim transakcijama. Osnova fer tržišne vrijednosti polazi od preovlađujućih ekonomskih i tržišnih uslova na dan konkretne procjene vrijednosti. Stoga je tržišna vrijednost koja odražava kretanja na tržištu i tržišne cijene najprikladnija kao osnova procjene u tržišno-zasnovanim ekonomijama. Sa druge strane, u uslovima nepostojanja aktivnog tržišta i nemogućnosti utvrđivanja tržišne vrijednosti sredstva (ili obaveze), za procjenu vrijednosti koriste se fer vrijednost i fer tržišna vrijednost.

## IZVORI

1. American Society of Appraisers [ASA]. (2009). ASA Business Valuation Standards. [Online] ASA. Preuzeto 24. 05. 2018. sa: [http://www.appraisers.org/docs/default-source/discipline\\_bv/bv-standards.pdf?sfvrsn=0](http://www.appraisers.org/docs/default-source/discipline_bv/bv-standards.pdf?sfvrsn=0)
2. The Appraisal Foundation. (n. d.). [Online] Dostupno na: [www.appraisalfoundation.org](http://www.appraisalfoundation.org)
3. The Appraisal Foundation. (2018–2019). Uniform Standards of Professional Appraisal Practice (USPAP). [Online] Appraisal Standards Board. Preuzeto 24. 05. 2018. sa: <http://www.uspap.org/#/1/>
4. Financial Accounting Foundation. (2011). Fair Value Measurement (Topic 820) [Online] Preuzeto 10. 06. 2018. sa: <https://asc.fasb.org/imageRoot/00/7534500.pdf>
5. Financial Accounting Standards Board [FASB]. (n. d.). [Online] Dostupno na: <http://www.fasb.org/>
6. Financial Accounting Standards Board [FASB]. (2010). Statement of Financial Accounting Standards no. 157. [Online] FASB. Preuzeto 25. 05. 2018. sa: <http://www.fasb.org/cs/BlobServer?blobkey=id&blobwhere=1175823288587&blobheader=application/pdf&blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs>.
7. International Accounting Standards Board. (2013). IFRS 3 – Business Combinations. London: IASB.
8. International Accounting Standards Board. (2013). IFRS 13 – Fair Value Measurement. London: IASB.
9. International Valuation Standards Council [IVSC]. (n. d.). [Online] Dostupno na: <http://www.ivsc.org/>
10. International Valuation Standards Council [IVSC]. (2007). Međunarodni standardi vrednovanja. Osmo izdanje. Banja Luka: Savez računovođa i revizora Republike Srpske i Finrar.
11. International Valuation Standards Council [IVSC]. (2011). International Valuation Standards [Online] IVSC. Preuzeto 05. 06. 2018. sa: [http://iopcg.me/images/IVS\\_2011.pdf](http://iopcg.me/images/IVS_2011.pdf)
12. International Valuation Standards Council [IVSC]. (2017). International Valuation Standards. London: IVSC.
13. Mikerević, D. (2009). Principi i praksa procjene vrijednosti preduzeća. Banja Luka: Finrar.
14. Pratt, S. (2008). Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies. New York: Mc Graw Hill.
15. Rodić, J., Filipović, M. (2010). Procena vrijednosti preduzeća. Beograd: Asimeks.
16. U. S. Securities and Exchange Commission [SEC]. (n. d.). [Online] Dostupno na: <https://www.sec.gov>

UDK 339.5 (497.6 RS)  
DOI: 10.7251/FIN1802038B  
Stefan Blagojević\*

PREGLEDNI RAD

# Slobodne zone u Republici Srpskoj

## Free zones in the Republic of Srpska

### Rezime

Slobodne zone predstavljaju fizički ograđen prostor, dio teritorije jedne zemlje opremljen adekvatnom infrastrukturom radi obavljanja kako proizvodne, tako i uslužne djelatnosti uz određene beneficije i olakšice. Osim za promociju izvoza i devizne prilive, slobodne zone se često posmatraju kao instrument stimulisanja ekonomskog rasta, kroz dodatna ulaganja, transfer tehnologije i otvaranja novih radnih mjesta. One predstavljaju dio carinskog područja jedne suverene države, na kojem se predviđene djelatnosti i kretanje osoba i stvari obavlja pod posebnim uslovima i uz poseban nadzor. Analiza svih relevantnih faktora u Republici Srpskoj ukazuje na raskorak između stvarnosti i aktivnog pristupa razvoju slobodnih zona i njihovom uticaju na ekonomski rast.

Cilj osnivanja slobodnih zona je prevazilaženje prepreka koje se tiču investiranja u privredu, uključujući restriktivnu politiku, loše upravljanje, neadekvatnu infrastrukturu i sl.

**Ključne riječi:** slobodne zone, beneficije i olakšice, nova radna mjesta, ekonomski rast.

### Abstract

Free zones represent a physically enclosed space, part of the territory of a country, equipped with adequate infrastructure, for the purpose of performing both production and service activities with certain benefits and facilities. Apart from the promotion of exports and foreign exchange inflows, the free zones are often seen as an instrument for stimulation of economic growth through additional investments, technology transfer and job creation. They are a part of the customs territory of a sovereign state, where the envisaged activities and movement of persons and objects are performed under special conditions and with special supervision. An analysis of all relevant factors in the Republic of Srpska indicates a gap between reality and an active approach to the development of free zones and their impact on economic growth.

The objective of establishing free zones is to overcome the obstacles to investment in the economy, including restrictive policies, poor governance, inadequate infrastructure, etc.

**Keywords:** free zones, benefits and facilities, new jobs, economic growth.

### UVOD

Slobodne zone su centri koji objedinjuju usluge po sistemu sve na jednom mjestu – proizvodnja, skladištenje, utovar i istovar robe, pakovanje, transport, špediterske usluge, bankarske usluge, carinske i druge administrativne poslove (Krstić, 2014).

Slobodne zone predstavljaju savremeni oblik privredne ekstrateritorijalnosti, tačnije posebno određeni i označeni dio teritorije, najčešće fizički ograđen, u kome vlada stimulatívni režim poslovanja (Parlaj, 2017).

Formiranje slobodnih zona trebalo bi da predstavlja tzv. win-win situaciju. Naime, formiranjem slobodnih zona stranom preduzetniku bi trebalo omogućiti da sa materijalom ili poluproizvodom lako pređe granicu, iskoristi, kod nas još uvijek, jeftinu radnu snagu, te da se u svoju zemlju vrati sa proizvodom čija proizvodnja ga je koštala manje nego kod kuće (win). Država domaćin koja mu je to omogućila, smanjuje lokalnu nezaposlenost, stvara novo tržište lokalnim dobavljačima, te podstiče stručno obrazovanje (opet win). U slučaju da strani preduzetnik ima namjeru dobijene proizvode plasirati na domaće tržište plaća se carina, jer se gotovi proizvodi smatraju uvezanom robom. Na ovaj način štite se i carine (Starc i Budak, 2009).

\* Student IV godine Pravnog fakulteta Univerziteta Union Beograd, e-mail: stefan-stefke@hotmail.com

Slobodne zone su izvozno orijentisane ekonomske enklave i većina zemalja osnivača zone svojim zakonodavstvom predviđa da je uslov poslovanja u slobodnoj zoni obaveza izvoza odgovarajućeg procenta ostvarene godišnje proizvodnje, što je slučaj i sa Bosnom i Hercegovinom. U slobodnim zonama mogu poslovati i strani i domaći rezidenti (Kozomara, 2003).

Slobodne zone su od zemlje do zemlje ostvarile različit uspjeh i u većoj ili manjoj mjeri uticale su na privredni rast tih zemalja. Međutim, bez obzira na činjenicu da osnivanje i funkcionisanje slobodnih zona u različitim zemljama daje različite rezultate, razlozi zbog kojih su se zemlje širom svijeta opredijelile na osnivanje slobodnih zona je vrlo sličan ili identičan. Naime, države koje su uspostavile slobodne zone na svojoj teritoriji imale su namjeru da na određenom području ponude posebne pogodnosti za investitore i olakšaju uvoz i izvoz robe radi podsticaja razvoja privrede.

Dakle, opravdanost i uslovi osnivanja slobodnih zona određeni su ravnotežom interesa inostranih investitora i domaćih vlasti, kao i ravnotežom koristi i troškova izazvanih osnivanjem i poslovanjem slobodnih zona.

Budući da su slobodne zone dosta širok pojam, koji se može posmatrati sa više različitih aspekata, u ovom radu ćemo se osvrnuti na nedostatke postojećeg rješenja u Republici Srpskoj, na argumente kritičara osnivanja slobodnih zona, ciljeve i očekivane pozitivne efekte, te ekonomsku opravdanost uspostavljanja slobodnih zona. Na kraju rada iznijet ćemo naša zaključna razmatranja. Cilj ovog rada je da ukaže na značaj slobodnih zona za cjelokupan razvoj naše zemlje.

## 1. SLOBODNE ZONE U REPUBLICI SRPSKOJ – NEDOSTACI POSTOJEĆEG RJEŠENJA

Pitanja u vezi sa osnivanjem, funkcionisanjem i prestankom rada slobodnih zona regulisana su propisima donesenim kako na državnom, tako i na entitetskom nivou. U Bosni i Hercegovini (u daljem tekstu BiH) imamo na snazi tri zakona o slobodnim zonama: Zakon o slobodnim zonama u BiH (*Zakon o slobodnim zonama u BiH, 99/2009*), Zakon o slobodnim zonama koji se primjenjuje u Republici Srpskoj (*Zakon o slobodnim zonama, 65/2003*) i Zakon o slobodnim zonama koji se primjenjuje u Federaciji BiH (*Zakon o slobodnim zonama, 2/95*). Zakoni o slobodnim zonama entiteta morali bi biti usklađeni sa Zakonom o slobodnim zonama BiH, budući da su u državnom zakonu propisani postupci, pravila i formalnosti koje su zajedničke za sve slobodne zone bez obzira na to na kom dijelu teritorije BiH su uspostavljene, te činjenice da su carinski postupci i carinski nadzor u nadležnosti državnog nivoa.

Pored navedenih zakona, slobodne zone u BiH regulisane su i nizom drugih zakonskih i podzakonskih akata. To su sljedeći propisi: Zakon o carinskoj politici BiH (*Zakon o carinskoj politici BiH, 57/04*), Zakon o porezu na dodatu vrijednost (*Zakon o porezu na dodatu vrijednost, 09/05*), Pravilnik o primjeni zakona na dodatu vrijednost (*Pravilnik o primjeni zakona na dodatu vrijednost, 93/05*), Odluka o provedbenim propisima Zakona o carinskoj politici BiH (*Odluka o provedbenim propisima Zakona o carinskoj politici BiH, 63a/04*), Uputstvo o carinskom postupku u slobodnim zonama (*Uputstvo o carinskom postupku u slobodnim zonama, 91/09*), Uputa o obliku,

sadržaju i drugim uslovima koje treba sadržavati izvještaj o radu slobodnih zona u BiH (*Uputa o obliku, sadržaju i drugim uslovima koje treba sadržavati izvještaj o radu slobodnih zona u BiH, 44/10*). U BiH predviđen je i određeni broj obrazaca zahtjeva, oglednih rješenja i kontrolnika kojima se olakšava poslovanje u slobodnim zonama. Isto tako, bitno je ukazati i na Smjernice za razvoj ekonomskih zona koje je sačinila Organizacija za ekonomsku saradnju i razvoj (OECD), u kojima je dala važne preporuke vladama koje su zainteresovane za osnivanje ekonomskih zona, a odnose se na izbor tipa zone, političke, podsticajne, zakonske i institucionalne okvire, fizički razvoj i menadžment (Vlada Republike Srpske, 2016).

Zakon o slobodnim zonama Republike Srpske sadrži 30 članova u kojima se regulišu osnivanje i rad slobodnih zona ili zona u njenom sastavu, djelatnosti koje se mogu obavljati u zoni, uslovi za obavljanje tih djelatnosti i uslovi za prestanak rada zone. Zakon o slobodnim zonama Republike Srpske je nepotpun zakon jer se na pitanja koja nisu regulisana ovim zakonom primjenjuju odredbe Zakona o slobodnim zonama Bosne i Hercegovine. To podrazumijeva da se na teritoriji Republike Srpske istovremeno primjenjuju dva istovjetna zakona. Ovako postavljeno zakonodavno rješenje u Republici Srpskoj, već na samom početku ukazuje da bi u njegovoj primjeni mogli nastupiti određeni problemi na koje ćemo ukazati u nastavku rada.

### 1.1. Regulatorni problemi

Sasvim je jasno da je postojanje slobodnih zona opravdano samo ako se može izvršiti uvid u njihovo poslovanje i ukoliko je njihovo poslovanje ekonomski prihvatljivo. Da bi se mogla utvrditi ekonomska opravdanost poslovanja slobodnih zona u zakonu je neophodno propisati obavezu osnivača zone da u odgovarajućim rokovima izvještava nadležnu instituciju (ili institucije) o poslovanju unutar slobodne zone. Iako je naprijed navedeno sasvim logično i karakteristično za sve druge zakone, uključujući i Zakon o slobodnim zonama Federacije BiH, zakonodavac u Republici Srpskoj propušta da propiše obavezu podnošenja izvještaja, kao i nadležnu instituciju koja će voditi evidenciju o svim slobodnim zonama koje su osnovane na teritoriji Republike Srpske.

Kada je riječ o zakonodavnom rješenju u Republici Srpskoj, predviđeno je da na sva pitanja koja nisu regulisana Zakonom o slobodnim zonama Republike Srpske treba primijeniti odgovarajuće odredbe državnog zakona. U konkretnom slučaju to su odredbe člana 14. Zakona o slobodnim zonama BiH u kojima se predviđa obaveza podnošenja izvještaja o rezultatima poslovanja svih slobodnih zona u BiH, što uključuje i Republiku Srpsku.<sup>1</sup>

Međutim, ovdje se pojavljuju dva problema.

Prvi problem predstavlja nemogućnost dolaženja do bilo kakvih podataka o slobodnoj zoni koja je osnovana na teritoriji Republike Srpske, što stvara sumnju u postojanje takvih podataka, odnosno u dosljednu primjenu odredaba državnog zakona u Republici Srpskoj.<sup>2</sup>

Drugi problem je to što nadležna institucija koja daje saglasnost za određivanje područja i uslova zone (odnosno podzone), dakle Vlada Republike Srpske, nije uključena u postupak obavještanja o poslovanju slobodne zone, od strane njenog osnivača, niti postoje odredbe kojima se predviđa obaveza institucija BiH da podatke o poslovanju slobodne zone proslijede Vladi Republike Srpske. Ključni problem je, zapravo, to što u Republici Srpskoj ne postoji nadležna institucija koja raspolaže podacima o poslovanju slobodnih zona

<sup>1</sup> U članu 14. navodi se da je osnivač slobodne zone dužan svake godine Ministarstvu (misli se na Ministarstvo vanjske trgovine i ekonomskih odnosa BiH) dostaviti izvještaj o rezultatima poslovanja u slobodnoj zoni do kraja marta tekuće godine za prethodnu godinu. U stavu 2. istog člana navodi se da je Ministarstvo dužno da izvještaj o rezultatima poslovanja svih slobodnih zona u BiH dostavi Vijeću ministara BiH.

<sup>2</sup> U Republici Srpskoj osnovana je slobodna zona „Slobomir“ u Bijeljini, ali do podataka o njenom poslovanju i funkcionisanju ne može se doći.

osnovanih na njejoj teritoriji, što dovodi u pitanje svrsishodnost važećeg zakona o slobodnim zonama i ukazuje na manjkavosti postojećeg zakonskog rješenja.

Zbog svega navedenog logično bi bilo da osnivač slobodne zone koja posluje na teritoriji Republike Srpske i koja je osnovana aktom Vlade Republike Srpske, bude obavezan da izvještaj o poslovanju zone dostavi Vladi Republike Srpske putem nadležnog resornog ministarstva i Vijeću Ministara BiH putem Ministarstva vanjske trgovine i ekonomskih odnosa BiH. Propuštanjem da se predvide ove odredbe u zakonodavstvu Republike Srpske stvara se pravna praznina koja dovodi u pitanje suštinu postojanja ovakvog zakona.

Isto tako značajan problem zakonodavnog regulisanja slobodnih zona u Republici Srpskoj je nenavođenje poreskih i carinskih olakšica u Zakonu o slobodnim zonama. Osnivanje i dobro poslovanje slobodnih zona u velikoj mjeri zasniva se na poreskim, carinskim i drugim olakšicama koje razne zemlje svijeta, Evrope i susjedstva daju investitorima sa namjerom da oni kao osnivači ili korisnici slobodnih zona posluju na domaćoj teritoriji. Fiskalne mjere odnosno razni poreski podsticaji su najčešći oblik državne intervencije u funkciji izgradnje konkurentnosti, privlačenju investicija, inovacija, te izvoza (Šimović, 2008).

Kada je riječ o poreskim ili carinskim olakšicama koje se propisuju u Zakonu o slobodnim zonama Republike Srpske, samo se u članu 10. i 19. pomenutog zakona<sup>3</sup> navodi da će se oporezivanje korisnika zone obavljati u skladu sa poreskim zakonodavstvom Republike Srpske, odnosno da su izvoz robe i usluga iz zone, kao i uvoz robe i usluga u zonu slobodni u skladu sa spoljnotrgovinskim i carinskim propisima. Iz ovako postavljenih zakonskih odredbi ne može se zaključiti da u Republici Srpskoj postoje zakonske olakšice za poslovanje unutar slobodne zone, niti se može zaključiti o kakvim se olakšicama radi. Kada pored odredbi iz ovog zakona u obzir uzmemo i odredbe Zakona o slobodnim zonama BiH, primijetimo da ni u njemu nisu propisane jasne olakšice. Ovako zakonodavno rješenje propušta da investitoru ukaže na pogodnosti poslovanja unutar slobodne zone. Jasno je da sva pitanja u vezi sa slobodnim zonama ne mogu biti predviđena samo u Zakonu o slobodnim zonama, ali je neophodno propisati norme kojima se regulišu osnovne olakšice poslovanja u zoni, a ostali elementi kojima se detaljnije razrađuju te olakšice i sam postupak njihovog sprovođenja svoje mjesto mogu naći u drugim zakonima. Smatramo da je jedno od ključnih pitanja za povećanje konkurentnosti slobodnih zona u Republici Srpskoj jasno i određeno zakonodavstvo u kome se na nedvosmislen način predviđaju osnovne i najbitnije poreske i carinske olakšice. Sva druga zakonodavstva u regionu, uključujući i zakon o slobodnim zonama FBiH su na bolji način uredili ovaj dio zakonske regulative. Takođe, pored poreskih i carinskih olakšica mogle bi se uspostaviti i neke druge pogodnosti za investitore. Tako, npr., korisnici zone koji učestvuju u gradnji objekata (poslovnih zgrada, energetskih uređaja, hala, hangara, skladišta te druge infrastrukture) i koji ulože u toku gradnje veća sredstva od zakonom utvrđenog fiksnog iznosa izraženog u konvertibilnim markama, mogli bi se osloboditi, u godini ulaganja i idućih nekoliko godina poslovanja u zoni, od plaćanja poreza na dobit, ali najviše do uloženog iznosa, ili im omogućiti procentualno smanjenje obaveze plaćanja poreza na dobit u nešto dužem vremenskom periodu. Isto tako, omogućavanje dobijanja namjenskih kredita za ulaganje u infrastrukturu slobodne zone, po posebnim kreditnim olakšicama, moglo bi imati slične podsticajne efekte na investitore kao i ranije pomenute mjere. Navedeni podsticaji mogli bi imati direktan uticaj na povećana ulaganja unutar slobodne zone.

Ovi oblici podsticajnih mjera zavise od ciljeva i kreativnosti zemlje domaćina i njenih zakonskih propisa (Kozomara, 2003). Međutim, bez obzira na to o kakvim podsticajima se radi, cilj njihovog uvođenja je privlačenje stranih direktnih investicija. Značaj stranih direktnih investicija veliki je kako za razvijene, tako i za nerazvijene zemlje. One sa sobom donose: transfer znanja i tehnologija kroz difuziju inovacija, rast produktivnosti, povećanje konkurentnosti, poboljšan pristup stranim tržištima, te otvaranje novih radnih mjesta. Pošto strane direktne investicije ne stvaraju dug, one su najpoželjniji oblik finansiranja deficita tekućih transakcija koji su uobičajeni za zemlje u razvoju (Ilić, 2006).

U predmetnom zakonu propušteno je da se regulišu i druga vrlo važna pitanja u vezi sa poslovanjem i funkcionisanjem slobodnih zona. Tako je, npr., propušteno da se propišu odredbe kojima bi se regulisalo zapošljavanje i radni odnosi unutar slobodne zone. Istina, u Zakonu o slobodnim zonama Republike Srpske predviđeno je da korisnik zone ima pravo da slobodno zapošljava radnike iz inostranstva ukoliko nije drugačije određeno radnim zakonodavstvom Republike Srpske. Međutim, takvo zakonsko određenje je nedovoljno, jer propušta da predvidi odredbe kojima se jasno navodi na koji način zaposlena lica u slobodnim zonama mogu da zasniju radni odnos i koji propisi će se primjenjivati na zasnivanje, trajanje, prestanak radnog odnosa i obezbjeđivanje mjera zaštite na radu. U Zakonu o slobodnim zonama BiH propisuje se obaveza osnivača zone da donese Pravilnik o uslovima za obavljanje djelatnosti u slobodnoj zoni, u kome se, između ostalog, određuje i radno vrijeme i mjere zaštite na radu. Međutim, ovdje se mogu uočiti dva problema. Prvo, osnivaču zone ostavlja se mogućnost određivanja radnog vremena i mjera zaštite na radu bez određivanja pravnog okvira u kome se osnivač zone mora kretati prilikom određivanja ovih elemenata iz radnog odnosa. Drugi problem – postavlja se pitanje kontrole navedenog pravilnika od strane organa javne vlasti, odnosno nadležnog ministarstva i nadležnih carinskih organa. Naime, navedeni pravilnik dostavlja se nadležnim organima, ali ne radi kontrole i davanja saglasnosti, već radi informisanja i upoznavanja istih sa sadržinom Pravilnika. Zapravo, postavlja se pitanje treba li zakonom omogućiti ovako široko diskreciono ovlašćenje osnivača slobodne zone (a koji ujedno može biti i korisnik zone) kojim on bliže uređuje odnose u zoni i propisuje pravila, bez postojanja kontrole tih pravila od strane javne vlasti. U Republici Srbiji to je urađeno na drugačiji način, jer je predviđeno da se na akt koji osnivač zone donosi i kojim se bliže uređuju pojedini odnosi unutar zone mora dati saglasnost od strane Uprave za slobodne zone. Dakle, u Republici Srpskoj bi, po ugledu na zakonodavno rješenje u Republici Srbiji, trebalo propisati upućujuću normu kojom će se predvidjeti da se radni odnos između zaposlenih i poslodavca (korisnika) u zoni uređuju u skladu sa domaćim propisima kojima se regulišu rad i radni odnosi, čime će se obezbijediti pravna sigurnost i jednoobraznost postupanja u odnosu na sve zaposlene.

Navedena problematika posebno je značajna kada se u obzir uzme činjenica da pojedine slobodne zone zapošljavaju i po nekoliko hiljada radnika.<sup>4</sup>

Iako u Zakonu o slobodnim zonama Republike Srpske zakonodavac propušta da propiše pojedine odredbe, zbog čega su neka vrlo važna pitanja ostala neregulisana, istim se propisuju i odredbe koje trpe opravdane kritike. Tako, primjera radi, odredbama člana 20. Zakona o slobodnim zonama Republike Srpske, navodi se da je korisnik zone dužan da omogući sprovođenje mjera carinskog nadzora i vodi propisanu evidenciju o robi koja se uvozi, odnosno unosi u zonu,

<sup>3</sup> U Zakonu o slobodnim zonama Republike Srpske u odredbama člana 20, 21, 22, 23, 24, 25, 26. reguliše se poslovanje u zoni, ali ni one ne sadrže ključne poreske i carinske olakšice.

<sup>4</sup> Takvu jednu slobodnu zonu imamo u Republici Hrvatskoj, gdje je osnovana slobodna zona „Varaždin“, i u kojoj je u 2015. godini bilo zaposleno 4.507 lica.



izvozi, odnosno iznosi iz zone i koristi u zoni. Tumačeći navedene odredbe moglo bi se zaključiti da su korisnici slobodne zone dužni da vode propisanu evidenciju o svim robama koje se uvoze, izvoze i koriste u zoni, što je nemoguće kada u zoni posluje više korisnika. Uopšte nije logično da jedan korisnik zone vodi evidenciju o robi koju uvozi, izvozi ili koristi drugi korisnik zone iz prostog razloga što isti ne raspolaže takvim informacijama. Međutim, posmatrajući zakonski tekst i odredbe člana 20. mogli bismo zaključiti da ovakva obaveza postoji. Stoga je odredbu ovog zakona potrebno izmijeniti, jer bi bilo logično predvidjeti da korisnici zone vode evidenciju za dio svog poslovanja koje obavljaju unutar slobodne zone.<sup>5</sup> Podacima o svim robama koje se uvoze u zonu, izvoze i koriste u zoni trebalo bi da raspolaže preduzeće za upravljanje zonom koje sa korisnicima zone zaključuje pismeni ugovor kojim se regulišu međusobna prava i obaveze i koji uređuje unutrašnji red u zoni, ulazak u zonu i izlazak iz zone. Ovi podaci od značaja su i za sprovođenje carinskog nadzora i sprečavanje nepropisanog unošenja u slobodnu zonu i iznošenja iz slobodne zone bilo kakve robe (Privredna komora Srbije, 2014).

## 1.2. Neregulatorni problemi

Neregulatorni problemi koji utiču na uspostavljanje i funkcionisanje slobodnih zona u Republici Srpskoj su brojni, te dosta opširni i kao takvi zaslužuju da budu predmet posebnog rada. Iz tog razloga ovdje ćemo ukratko opisati samo jedan od njih, a to je nedostatak adekvatne saobraćajne infrastrukture.

Geosaobraćajni položaj Republike Srpske, odnosno BiH značajan je u transportnom sistemu Evrope, jer ovuda vode najkraće veze srednje Evrope sa Jadranskim morem.

Međutim, kod nas postoje brojni problemi. Prije svega, izuzetno loše stanje saobraćajne infrastrukture, nizak nivo bezbjednosti u drumskom saobraćaju, budžetski resursi za finansiranje saobraćajne infrastrukture su nedovoljni za adekvatno održavanje i poboljšanje saobraćajne mreže, te institucionalni problemi za adekvatan menadžment razvoja cjelokupne saobraćajne infrastrukture.

Kada je riječ o željezničkoj infrastrukturi i transportu, prema gustini mreže pruga Republika Srpska i BiH se mogu uporediti sa državama zapadne Evrope.<sup>6</sup> Međutim, postojeća željeznička mreža ne može se koristiti u nominalnom kapacitetu, jer nije izvršen remont pruga, osiguranje brojnih prelaza, osiguranje nekih stanica, remont radioničkih kapaciteta, obnova voznog parka, te ne postoji dovoljan broj vozova za saobraćaj na srednjim i dužim relacijama.

Kada govorimo o vazdušnom transportu i aerodromima, u BiH imamo četiri aerodroma: Sarajevo, Mostar, Tuzla i Banja Luka. Ne ulazeći pojedinačno u probleme svakog od ovih aerodroma, ovdje ćemo iznijeti nekoliko problema koji su zajednički. Naime, zbog relativno male teritorije BiH postoji međusobna blizina glavnih aerodroma, još uvijek postoji visoka cijena usluge, velika konkurencija aerodroma u zemljama iz neposrednog okruženja, te ograničena finansijska sredstva za povećanje operativnog kapaciteta aerodroma i povećanja sigurnosti.

U vezi sa vodenim transportom i infrastrukturom, treba istaći da je u BiH plovna rijeka Sava u dužini od 333 kilometra. Ona predstavlja granicu između BiH s jedne strane i Srbije i Hrvatske sa druge strane. Pošto je Sava pritoka Dunava, tako je i vodeni transport povezan sa Dunavom – koji se tretira kao VII transevropski transportni koridor. Na ovaj način, uključeni smo u mrežu evropskih vodenih puteva. Međutim, bez obzira na ove prednosti vodenog transporta, kod nas

postoji njegova marginalizacija te usmjeravanje robnih tokova u neke druge vidove transporta.

Zbog svega navedenog, mišljenja smo da je u Republici Srpskoj potrebno izvršiti mapiranje lokacija, koje bi s obzirom na postojeće stanje predstavljale potencijalne lokacije za osnivanje slobodnih zona.

Učinkovito funkcionisanje slobodnih zona nije samo u vezi sa postojanjem Zakona o slobodnim zonama, već u stvaranju potrebnih uslova za njegovu primjenu. To podrazumijeva i ozbiljne namjere Vlade da ciljano razvija svoju privredu, daje garancije pravne sigurnosti za uloženi kapital, obezbjeđuje učinkovit rad republičke uprave u pružanju propisane dokumentacije za rad i razvoj, te da raspolaže iscrpnim informacijama o ostvarenim učincima slobodnih zona (Miloš i Rudić, 2005).

## 2. ARGUMENTI KRITIČARA SLOBODNIH ZONA

U slobodnim zonama dozvoljeno je neograničeno pravo raspolaganja i transfera ostvarene dobiti. To ostavlja mogućnost za odlivanje sredstava iz zemlje domaćina. Upravo je to jedan od glavnih aduta kritičara slobodnih zona koji ističu da se na ovaj način poništavaju pozitivni efekti formiranja slobodnih zona i dopušta da velike zarade ostvarene u zoni odu van zemlje domaćina.

Mnogi kritičari slobodnih zona smatraju i da proizvodnja u zoni konkuriše domaćoj proizvodnji te da se na taj način ugrožava domaća industrija. Takođe se ističe da osnivanje slobodnih zona omogućava uvoz prljavih tehnologija, pogotovo kada se radi o zemljama u razvoju. Kritičari slobodnih zona ističu i da su efekti učenja na domaću radnu snagu u slobodnim zonama zanemarljivi jer smatraju da lokalna radna snaga radi jednostavne tipske poslove u procesu masovne proizvodnje, koji ne zahtijevaju veliku stručnost. Sa druge strane menadžerske poslove unutar slobodne zone obavljaju uglavnom stranci koji su višestruko plaćeni u odnosu na domaću radnu snagu.

Protivnici slobodnih zona navode da je u zonama izražena eksploatacija ženske i dječje radne snage koja je izuzetno nisko plaćena. Navode da je ovaj problem posebno izražen kod zemalja u razvoju i da je ovakva struktura radne snage osnovni motiv lociranja radno intenzivne proizvodnje, koja ne zahtijeva visoku stopu investicija po radnom mjestu. Nije rijetkost da zemlje u razvoju na neki način i promovišu manji stepen zakonske zaštite radnika i sindikalne organizovanosti u zonama, u odnosu na ostatak teritorije, kao faktor privlačenja stranih kompanija u zone (Kozomara, 2003).

Pored toga, ističe se da velika saradnja firmi iz zone i lokalne industrije zahtijeva da lokalni proizvođači odgovore na zahtjeve u pogledu standarda i kvaliteta proizvođača iz zone. Prema nekim analizama navodi se da domaći sadržaji ne prelaze 25% ukupne vrijednosti finalnog proizvoda proizvedenog u ovakvim zonama.

U Bosni i Hercegovini, odnosno Republici Srpskoj opravdanost osnivanja slobodnih zona može se još više dovesti u pitanje. Naime, naše tržište je malo za transnacionalne kompanije koje bi da proizvode lokalno, ali da prodaju globalno. Roba koja se proizvede u kompanijama stranog investitora na domaćoj teritoriji nosi oznaku proizvodnje u našoj zemlji, što stvara problem pri pristupu drugim

<sup>5</sup> Slične odredbe predviđene su u članu 12. Zakona o slobodnim zonama Republike Srbije.

<sup>6</sup> Željezničku mrežu u BiH čini 1.401 kilometar pruge, od čega u Republici Srpskoj 425 kilometara, a u FBiH 616 kilometara.

tržištima, budući da BiH nije članica Svjetske trgovinske organizacije. Sve dok se ova okolnost ne promijeni strani investitori neće imati povjerenja i neće rizikovati otežan pristup svojih proizvoda na tržištu ostalih zemalja. Ovo je jedan od bitnih razloga što nema dovoljno stranih direktnih investicija kako u slobodnim zonama tako i u ostatku zemlje.

Pored ovog, jedan od uslova za privlačenje stranih investitora je i članstvo u regionalnim ekonomskim integracijama, u našem slučaju prvenstveno u Evropskoj uniji. Pošto nismo članica Evropske unije jasno je da kompanije, na primjer, iz azijskih zemalja, neće investirati u našu zemlju, jer će pri izvozu na tržište bilo koje od zemalja Evropske unije njihov proizvod naići na carinske i druge barijere.

Za Republiku Srpsku karakteristične su i mnoge druge okolnosti koje dovode u sumnju opravdanost osnivanja slobodnih zona. Od postojećih problema koji negativno utiču na osnivanje slobodnih zona posebno treba izdvojiti:

- Nestabilan poslovni ambijent (visok nivo neformalne ekonomije i korupcije);
- Nedovoljno prilagođen obrazovni sistem potrebama tržišta;
- Neodgovarajuća privredna struktura;
- Izostanak jače podrške institucija u privlačenju stranih investicija u slobodne zone;
- Nedovoljnost jakih i dugoročnih podsticaja u slobodne zone;
- Veliko učešće „sive ekonomije“ zbog čega postojeće fiskalne olakšice nisu dovoljan stimulan za ulaganje u slobodne zone;
- Opšta politička nestabilnost (Popović, Lojović i Erić, 2016).

Upravo iz ovih razloga strani investitori odlučuju da ulažu u zemlju iz kojih im je obezbijeđen pristup tržištima, a istovremeno imaju i sve neophodne pogodnosti i olakšice.

Međutim, bez obzira na ukazane probleme ne treba zaboraviti da koristi od slobodnih zona ne mogu biti spontane, jer traže dugoročno planiranje. Sve analize pokazuju da različite slobodne zone mogu biti impuls ekonomskom i širem društvenom progresu Republike Srpske, odnosno BiH (Popović, Lojović i Erić, 2016). Slobodne zone nisu same po sebi u stanju da posluže fundamentalnim promjenama u strukturi postojećih ekonomskih odnosa, ali one i te kako predstavljaju doprinos u korigovanju poteškoća u međunarodnoj cirkulaciji kapitala i roba, tehnologija, saobraćajnih tokova, te višestruko podstiču privredni razvoj (Hadžić, 2005). Slobodne zone nisu statički fenomen. One su fleksibilne i prilagodljive, pa se često i njihovi ciljevi prilagođavaju (Anđelković i Barac, 2017).

### 3. CILJEVI I OČEKIVANI POZITIVNI EFEKTI

Republika Srpska prilikom uspostavljanja slobodnih zona treba postaviti jasne ciljeve koji moraju odgovarati utvrđenim problemima i njihovim osnovnim uzrocima, uz vođenje računa o političkim i ekonomskim prioritetima (Opačić-Zečević i Jagodić-Čerketa, 2013). Pri definisanju ciljeva bitno je znati kakva promjena se u odnosu na prepoznati problem želi postići ili izazvati, kakvi se konkretni rezultati očekuju nakon uspostavljanja slobodnih zona, a posebno sa kakvim prednostima raspolaže Republika Srpska.

Zbog toga je bitno navesti prednosti koje su već dostupne u Republici Srpskoj, kao što su:

- Atraktivan geostrateški položaj (blizina Evropske unije i mediteranskih tržišta);

- Industrijska tradicija;
- Dobro postavljena transportna i energetska mreža;
- Diverzifikovana proizvodnja energije i sigurno snabdijevanje;
- Prirodni resursi (šume, rude, pogodna klima itd.);
- Niski porezi;
- Obrazovana radna snaga;
- Stabilna valuta vezana za EUR;
- Perspektiva pridruživanju Evropskoj uniji;
- Evropski sistem kreditiranja ulaskom banaka na tržište BiH (Advokatska firma „Sajić“, 2015).

Pored ovih postojećih prednosti, slobodne zone osnovane u Republici Srpskoj mogle bi imati velike pogodnosti za firme koje u njima posluju zahvaljujući niskim troškovima radne snage lokalnog stanovništva, te kroz obezbjeđenje regulatornih i neregulatornih mjera i podsticaja kojima se obezbjeđuju niži troškovi proizvodnje. Ovo će učvrstiti namjeru investitora da ulažu u našu zemlju, što će se odraziti pozitivno na konkurentnost naše privrede i poboljšanje životnog standarda svih građana (Nikić, 2009).

Dakle, očekivani pozitivni efekti od uspostavljanja slobodnih zona za zemlju domaćina su znatni i konkretno se ogledaju u većem zapošljavanju domaće radne snage, razvoju infrastrukture, unapređivanju transporta, bržem i jeftinijem dopremanju robe do mjesta destinacije, u ulasku savremenih i čistih tehnologija i proizvodnji po najsavremenijim standardima, povećanju stope izvoza, transferu znanja i tehnologija, razvoju domaćih preduzeća koja posluju van kapija zone za potrebe zone, razvoj svih sektora privrede, a naročito sektora usluga, povećanju ukupnog deviznog priliva u zemlju, pozitivnom uticaju na ukupan platni bilans, kroz punu valorizaciju prirodnih i ljudskih resursa, te rastu i razvoju novih preduzeća specijalizovanih za potrebe zone (Nikić, 2009).

Sve ovo ukazuje da je razvoj ovog instituta poslovanja i te kako društveno-ekonomski opravdan i da je krajnje vrijeme da se preduzmu konkretni koraci za razvoj ove vrste poslovanja i omogući ostvarenje opšteg cilja: unapređenja cjelokupne privrede i ekonomije Republike Srpske.

### 4. EKONOMSKA OPRAVDANOST SLOBODNIH ZONA

Slobodne zone imaju veliki potencijal za privlačenje stranih direktnih investicija u gradove i pokretanje ekonomskog života u širim regijama. U pojedinim državama u regionu uspostavljene slobodne zone bilježe konstantan ekonomski rast i uspješnost u poslovanju (Krstić, 2014). Uspjeh jedne slobodne zone zavisi od ciljeva i instrumenata ekonomske politike zemlje domaćina, zakonske regulative, procedura i beneficija koje utvrđuju državni, odnosno republički organi, kao i opšteg ambijenta privređivanja u datoj zemlji. Pošto u Republici Srpskoj ne funkcioniše nijedna slobodna zona, te kako nije ni moguće izložiti podatke o njihovom poslovanju, u nastavku rada iznijecemo pokazatelje rada slobodnih zona u Republici Srbiji, kako bi na nedvosmislen način mogli shvatiti sve potencijale osnivanja i funkcionisanja slobodnih zona.

Analizom Izveštaja o poslovanju za 2016. godinu, koji su privredna društva za upravljanje slobodnim zonama dostavila Upravi za slo-

bodne zone, dâ se zakljuĉiti da su svi pokazatelji u najznaĉajnijim ekonomskim kategorijama u porastu u odnosu na 2015. godinu, i to: rast broja zaposlenih, rast broja korisnika, izvoz robe, obim investicionih ulaganja, rast vrijednosti ukupnog prometa, rast vrijednosti proizvodnje, vrijednost pruženih usluga u zonama kao i rast uĉešća domaćeg repromaterijala.

Takođe, treba istaći da je prema podacima Republiĉkog zavoda za statistiku u 2016. godini vrijednost industrijske proizvodnje u Republici Srbiji veća za 4,7% u odnosu na prethodnu godinu, dok slobodne zone bilježe rast obima proizvodnje za 5,63%.

U ukupnom izvozu robe iz Republike Srbije slobodne zone uĉestvovala su sa 16,00% u 2015. godini, a u 2016. godini sa 16,44%.

Koncepcijski posmatrano, slobodne zone postavljene su kao generatori razvoja pojedinih podruĉja i regiona zemlje. Slobodne zone omogućavaju najbrže privlaĉenje investicija u novu opremu i osavremenjivanje proizvodnih procesa što je ključna pretpostavka za poboljšanje konkurentnosti i postizanje većeg izvoza.

Prema izvještaju o poslovanju slobodnih zona u Republici Srbiji za 2016. godinu, koji je saĉinila Uprava za slobodne zone, u 2009. godini došlo je do stagnacije u radu slobodnih zona, imajući u vidu svjetsku ekonomsku krizu. Međutim, i te godine pad industrijske proizvodnje u Republici Srbiji iznosio je 12,10%, dok je pad proizvodnje u slobodnim zonama iznosio 3,14%. Takođe, izvoz robe iz Republike Srbije bio je manji za 24,00%, dok je izvoz robe proizvedene u slobodnim zonama bio manji za 6,56%.

U 2010. godini ukupna vrijednost proizvodnje u slobodnim zonama u odnosu na 2009. godinu porasla je za 71,00%, izvoz je bio veći za 30,00%, uĉešće domaćeg repromaterijala u ukupno utrošenom repromaterijalu za 290,00%, a obim investicija bio je tri puta veći.

U 2011. godini ukupna vrijednost proizvodnje u slobodnim zonama u odnosu na 2010. godinu porasla je za 50,00%, izvoz robe proizvedene u zoni je bio veći za 68,00%, uĉešće domaćeg repromaterijala u ukupno utrošenom repromaterijalu za 260,00%, a obim investicionih ulaganja bio je tri puta veći.

U ovom periodu ĉetiri slobodne zone su proširile podruĉje, dijelom zbog dolaska novih investitora, a dijelom zbog novih investicija i proširenja proizvodnje postojećih korisnika zone. Kao rezultat razvoja ovih zona u 2011. godini imali smo ukupno 8.000 zaposlenih u slobodnim zonama.

U 2012. godini proširene su još dvije slobodne zone. Imajući u vidu da nova proširenja postojećih slobodnih zona više nisu bila moguća, na zahtjev novih investitora u 2012. godini su formirane ĉetiri nove slobodne zone. Ukupna vrijednost proizvodnje u odnosu na 2011. godinu porasla je za 38,79%, izvoz robe proizvedene u zoni je bio veći za 64,63%, uĉešće domaćeg repromaterijala u ukupno utrošenom repromaterijalu za 153,59%, a obim investicionih ulaganja bio je veći za 95,10% (755.605.532,00 evra). Takođe, broj zaposlenih povećao se za 83,87%.

U 2013. godini proširene su dvije slobodne zone. Ukupna vrijednost proizvodnje u odnosu na 2012. godinu porasla je za 170,23%, izvoz robe proizvedene u zoni bio je veći za 154,96%, uĉešće domaćeg repromaterijala u ukupno utrošenom repromaterijalu za 260,17%, obim investicionih ulaganja bio je manji za 73,81%, ali se broj zaposlenih povećao za 25,61%.

U 2014. godini osnovane su dvije slobodne zone i proširena je jedna slobodna zona. Ukupna vrijednost proizvodnje u odnosu na 2013. godinu smanjena je za 3,35%, izvoz robe proizvedene u zoni je bio manji za 2,77%, uĉešće domaćeg repromaterijala u ukupno utrošenom repromaterijalu za 5,95%, obim investicionih ulaganja bio je veći za 5,47%, dok se broj zaposlenih povećao za 5,14%.

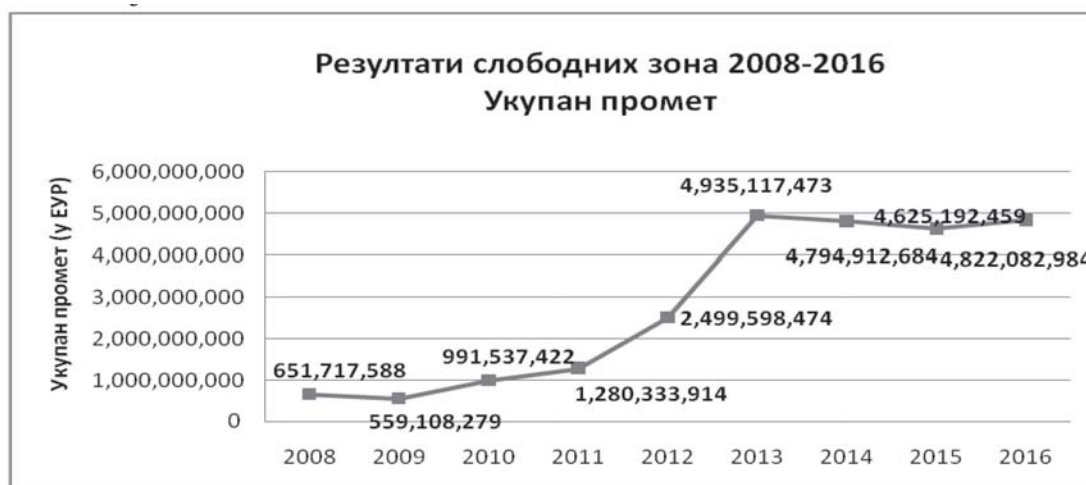
U 2015. godini osnovane su dvije slobodne zone i proširene su tri slobodne zone. Ukupna vrijednost proizvodnje u odnosu na 2014. godinu smanjena je za 1,48%, izvoz robe proizvedene u zoni je bio veći za 1,01%, uĉešće domaćeg repromaterijala u ukupno utrošenom repromaterijalu za 5,95%, obim investicija bio je manji za 25,37%, dok se broj zaposlenih povećao za 15,51%.

U 2016. godini nije bilo osnivanja novih slobodnih zona, dok je šest slobodnih zona prošireno. Ukupna vrijednost proizvodnje u odnosu na 2015. godinu veća je za 5,63%, izvoz robe proizvedene u zoni je bio veći za 4,91%, uĉešće domaćeg repromaterijala u ukupno utrošenom repromaterijalu za 8,96%, obim investicionih ulaganja bio je veći za 51,78%, dok se broj zaposlenih povećao za 13,19%.

Razvoj slobodnih zona u prethodnih osam godina i rast u svim navedenim ekonomskim kategorijama najbolje se vidi iz grafikona koje ĉemo prikazati u nastavku.

Vrijednost ostvarenog prometa u slobodnim zonama u periodu od 2008. do 2016. godine, prikazana je donjim grafikonom – Grafikon jedan (Uprava za slobodne zone, 2016).

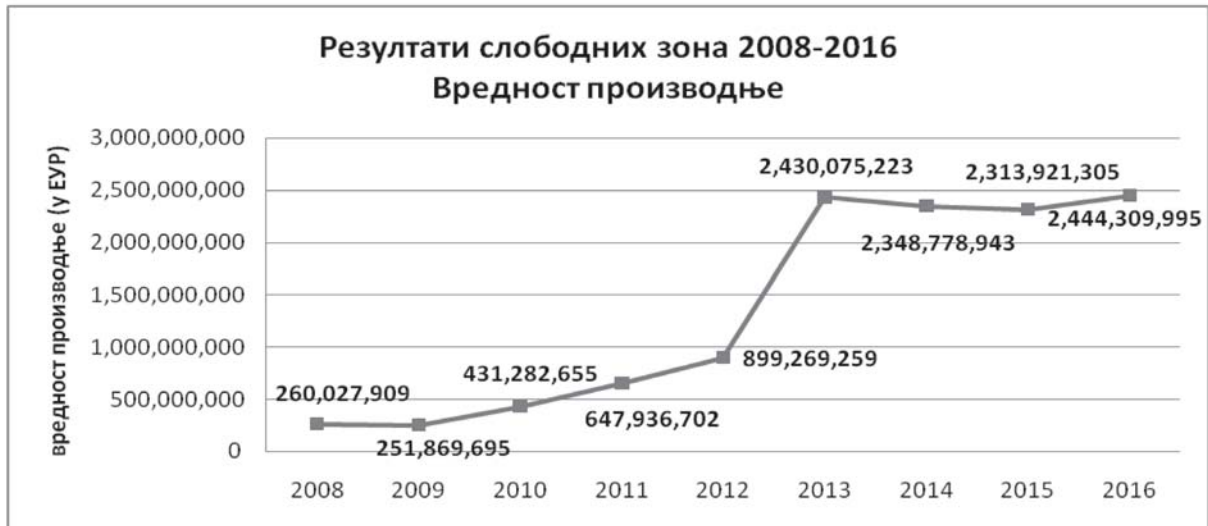
Grafikon 1.



Vrijednost ostvarene proizvodnje u slobodnim zonama u periodu od 2008. do 2016. godine, prikazana je Grafikonom dva (Uprava za slobodne zone, 2016).

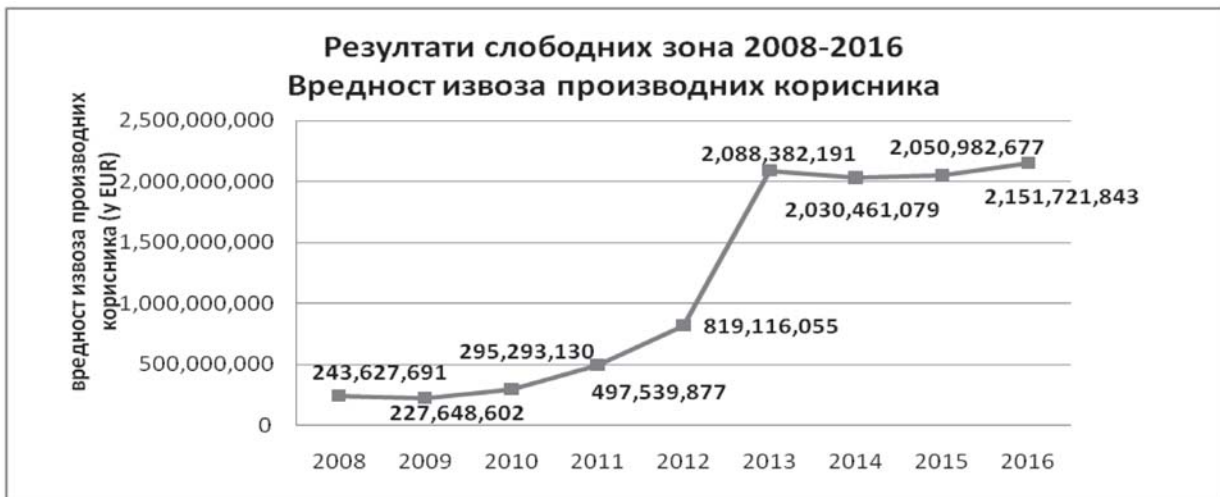


Grafikon 2.



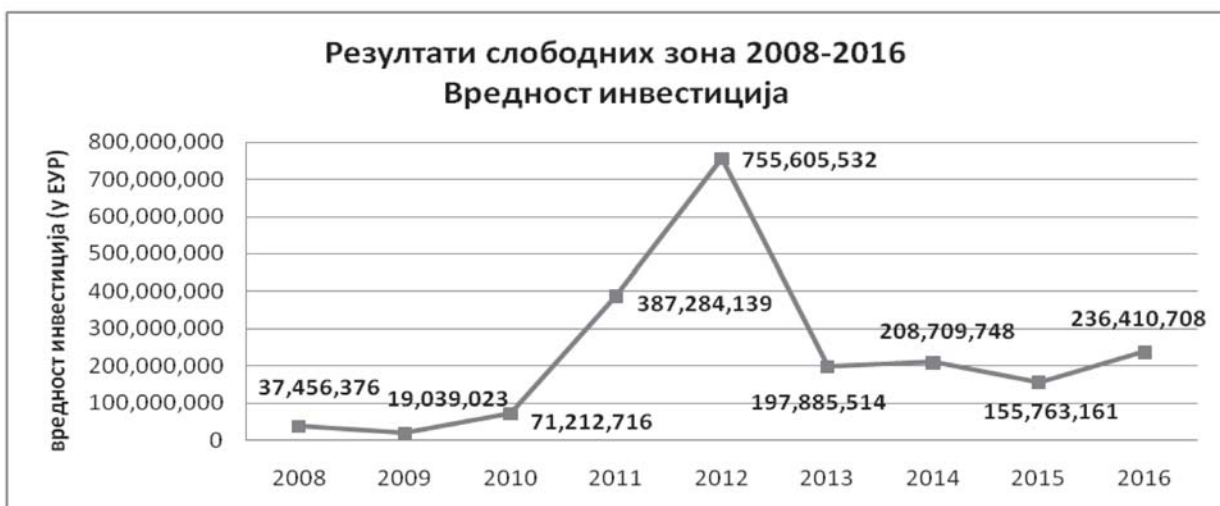
Vrijednost izvoza proizvodnih korisnika iz slobodnih zona u periodu od 2008. do 2016. godine, prikazana je Grafikonom tri (Uprava za slobodne zone, 2016).

Grafikon 3.



Vrijednost investicionog ulaganja u slobodnim zonama u periodu od 2008. do 2016. godine, prikazana je Grafikonom četiri (Uprava za slobodne zone, 2016).

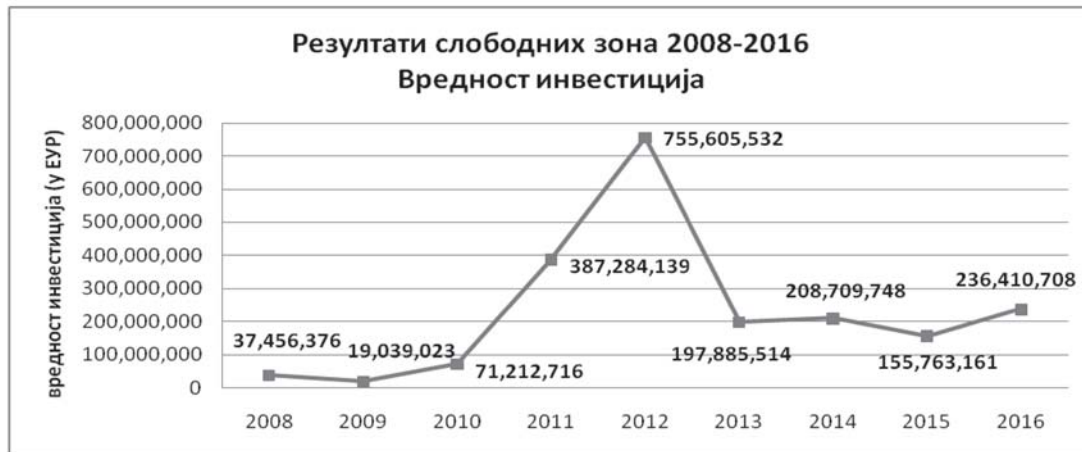
Grafikon 4.



Ukupan broj zaposlenih radnika u slobodnim zonama u periodu od 2008. do 2016. godine, prikazana je Grafikonom pet (Uprava za slobodne zone, 2016).



Grafikon 5.



Takođe, ne treba zaboraviti da je Vlada Republike Srbije 2011. godine usvojila Strategiju razvoja slobodnih zona za period od 2011. do 2016. godine („Službeni glasnik RS”, broj 22/11), koja predstavlja prvi strateški razvojni dokument iz oblasti razvoja slobodnih zona koji na cjelovit način definiše osnovne razvojne pravce slobodnih zona i načine njihovog ostvarivanja u obuhvaćenim godinama.

## ZAKLJUČAK

Problemi sa kojima se suočava Republika Srpska, kao što su nezaposlenost, porast siromaštva, zaostajanje u ekonomskom razvoju, rezultat je mnogobrojnih faktora. Nekada veliki poslovni sistemi koji su predstavljali temelje ekonomskog razvoja i zapošljavali veliki broj radnika, danas su uglavnom devastirani i nemoćni da samostalno pronađu puteve svoje revitalizacije. S druge strane, privatni sektor još nije dosegao obim poslovne aktivnosti koji bi apsorbirao veći broj nezaposlenih, ublažio posljedice propasti velikih poslovnih sistema, te otvorio perspektivu novog, samoodrživog i uravnoteženog razvoja. Republičke i lokalne vlasti kao i menadžment propalih poslovnih subjekata još uvijek nisu spoznali svoju ulogu aktivnih učesnika-inicijatora i kreatora procesa ekonomskog razvoja. Zbog toga razvojni potencijali kao što su ljudi, prirodni resursi, energija, te objekti, industrijske, saobraćajne i ostale infrastrukture i dalje ostaju neiskorišćeni ili se koriste u ograničenom ili minimalnom kapacitetu.

Upravo iz ovih razloga posebnu pažnju bi trebalo posvetiti konceptu slobodnih zona kao posebnih ekonomskih enklava na teritoriji Republike, koje bi predstavljale alternativu i novu mogućnost iskorištavanja potencijala i njihovo stavljanje u funkciju ekonomskog razvoja, ali isto tako i novi način uključenja javnog sektora u kreiranje stimulišućeg ambijenta u kojem će privatni sektor kroz realizaciju vlastitih poslovnih interesa doprinostiti razvoju slobodnih zona, a time i ostvarenju opštih društvenih i razvojnih ciljeva.

Uzimajući u obzir probleme o kojima smo pisali u radu, nameće se zaključak da je osnovna prepreka za uspostavljanje slobodnih zona u Republici Srpskoj neadekvatna pravna regulisanost slobodnih zona, te neharmonizovanost osnovne legislative i pratećih propisa kojima se reguliše ova oblast. Suštinski problem je i nedostatak ozbiljne opredjeljenosti svih nivoa vlasti u BiH za uspostavljanje i pozitivno funkcionisanje slobodnih zona, te politička nestabilnost.

Sasvim je jasno da je u Republici Srpskoj potrebno donijeti novi zakon o slobodnim zonama u kome bi se otklonili identifikovani regulatorni problemi postojećeg zakonskog rješenja i izvršilo njegovo usklađivanje sa Zakonom o slobodnim zonama BiH. Novim

zakonskim rješenjem moramo ponuditi jasne olakšice i stimulative podsticaje i druge mjere, kao što su to uradile zemlje u okruženju i u svijetu.

Mišljenja smo da je u narednom periodu potrebno predvidjeti novi „set“ što povoljnijih stimulatvinih mjera, pokazati veću težnju ka liberalizaciji zakonskog rješenja i maksimalnu otvorenost za ekspanziju stranih i zajedničkih ulaganja.

U vezi sa navedenim, u Republici Srpskoj su preduzeti određeni koraci radi otklanjanja identifikovanih problema. Naime, Vlada Republike Srpske donijela je Odluku o sprovođenju procesa procjene uticaja propisa na Zakon o slobodnim zonama („Službeni glasnik Republike Srpske“, br. 1/2018) u kojoj je predvidjela da proces procjene mora da obuhvati utvrđivanje problema i analizu postojećeg stanja u oblasti slobodnih zona, ciljeve i potrebu donošenja novog zakonskog rješenja, analizu opcija i njihovih efekata, te preporuke u svrhu rješenja utvrđenog problema i kvalitetnijeg regulisanja predmetne oblasti. Takođe, u novoj Strategiji podsticanja stranih ulaganja u Republiku Srpsku od 2016. do 2020. godine, navode se poslovne i slobodne zone kao faktori privlačenja stranih ulaganja u Republiku Srpsku.

Prvi korak ka uspostavljanju funkcionalnih slobodnih zona u Republici Srpskoj je već učinjen, ali ukoliko želimo da ovaj projekat zaista zaživi, moramo da se okrenemo budućnosti, iskoristimo dragocjeno vrijeme, postojeće pogodnosti i resurse, te osiguramo adekvatnu legislativu i podsticaje. Na ovaj način mogli bismo postati konačno određeno mjesto za dio slobodnog svjetskog kapitala koji kruži u namjeri da pronađe svoju „mirnu luku“.

## IZVORI

1. Anđelković, A. i Barac, N. (2017). Analiza konkurentnosti slobodnih zona u Republici Srbiji. U Regionalni razvoj i demografski tokovi zemalja Jugoistočne Evrope. (str. 341–352). Niš: Univerzitet u Nišu, Ekonomski fakultet.
2. Advokatska firma „Sajić“. (2015). Strana ulaganja u Bosni i Hercegovini. Preuzeto 03. 04. 2018. Sa <http://advokatskafirmasajic.com/wp-content/uploads/2015/07/STRANA-ULAGANJA-U-BH.pdf>
3. Hadžić, S. (2005). Slobodne zone faktor integracije Crne Gore. Podgorica: Fakultet za menadžment malih i srednjih preduzeća.
4. Ilić, A. (2006). Zona slobodne trgovine u Jugoistočnoj Evropi – izazov za Srbiju. Beograd: Srpski ekonomski forum.

5. Krstić, I. (2014). Privlačenje stranih direktnih investicija u gradove Srbije: Studija slučaja Slobodne zone. Beograd: Doba fakultet.
6. Kozomara, J. (2003). Slobodne zone – oaze izvoznih podsticaja. *Ekonomski anali*, br. 157/2003, str. 167–178.
7. Miloš, I. i Rudić, D. (2005). Slobodne zone – Značajne točke prometnog i gospodarskog sustava Republike Hrvatske. *Naše more*, br. 52/2005, str. 122–132.
8. Nikić, V. (2009). Slobodne zone kao razvojna šansa u procesu tranzicije. *Montenegrin Journal of Economics*, br. 10/2009, str. 153–157.
9. Opačić-Zečević, G. i Jagodić-Ćerketa, S. (2013). Metodološki priručnik za procjenu uticaja propisa. Banja Luka: Agencija za državnu upravu Republike Srpske.
10. Parlaj, E. (2017). Slobodne zone kao pokretači razvoja gospodarstva: Primjer slobodne zone Varaždin. Varaždin: Sveučilište Sjever.
11. Popović, G., Lojović, M. i Erić, O. (2016). Slobodne ekonomske zone i razvoj Bosne i Hercegovine u procesu evrointegracija, Preuzeto 03. 04. 2018. Sa [http://www.gdrsbl.org/3/izdavanja/20/5\\_20.pdf](http://www.gdrsbl.org/3/izdavanja/20/5_20.pdf)
12. Privredna komora Srbije. (2014). Slobodne zone. Preuzeto 03. 04. 2018. Sa <http://www.pks.rs/SADRZAJ/Files/Odbor%20za%20privredni%20sistem/INFORMATOR%20%202014.pdf>
13. Starc, N. i Budak, J. (2009). Nekoliko pitanja o slobodnim zonama Republike Hrvatske i jedan odgovor. Preuzeto 02. 03. 2018. Sa [file:///C:/Users/j.blagojevic/Downloads/13\\_starc\\_budak %20\(5\).pdf](file:///C:/Users/j.blagojevic/Downloads/13_starc_budak%20(5).pdf)
14. Šimović, H. (2008). Porezni poticaji za izgradnju konkurentnosti. Preuzeto 13. 03. 2018. Sa [file:///C:/Users/j.blagojevic/Downloads/Clanak\\_08\\_03%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/j.blagojevic/Downloads/Clanak_08_03%20(1).pdf)
15. Uprava za slobodne zone. (2016). Izvještaj o poslovanju slobodnih zona u Republici Srbiji za 2016. godinu. Preuzeto 03. 04. 2018. Sa <http://www.usz.gov.rs/index.php>
16. Vlada Republike Srpske. (2016). Strategija podsticanja stranih ulaganja u Republiku Srpsku od 2016. do 2020. Preuzeto 03. 04. 2018. Sa [http://www.investsrpska.net/files/Strategija\\_podsticanja\\_stranih\\_ulaganja\\_RS\\_2016-2020\\_Akcioni\\_plan\\_LAT.pdf](http://www.investsrpska.net/files/Strategija_podsticanja_stranih_ulaganja_RS_2016-2020_Akcioni_plan_LAT.pdf)
17. Zakon o slobodnim zonama u Bosni i Hercegovini. „Službeni glasnik BiH“, br. 99/2009;
18. Zakon o slobodnim zonama. „Službeni glasnik Republike Srpske“, br. 65/2003;
19. Zakon o slobodnim zonama. „Službene novine Federacije BiH“, br. 02/1995, 37/04, 43/04;
20. Zakon o carinskoj politici BiH. „Službeni glasnik BiH“, br. 57/04, 93/08, 54/10, 76/11;
21. Zakon o porezu na dodatu vrijednost. „Službeni glasnik BiH“, br. 9/05, 35/05, 100/08, 33/17;
22. Pravilnik o primjeni zakona na dodatu vrijednost. „Službeni glasnik BiH“, br. 93/05, 21/06, 60/06, 6/07, 100/07, 35/08, 65/10;
23. Odluka o provedbenim propisima Zakona o carinskoj politici BiH. „Službeni glasnik BiH“, br. 63a/04, 60/06, 57/08;
24. Uputstvo o carinskom postupku u slobodnim zonama. „Službeni glasnik BiH“, br. 91/09;
25. Uputa o obliku, sadržaju i drugim uslovima koje treba sadržavati Izvještaj o radu slobodnih zona u BiH. „Službeni glasnik BiH“, br. 44/10.

UDK 334.72:330.322.16  
DOI: 10.7251/FIN1802047V  
Svjetlana Vranješ\*

PREGLEDNI RAD

# Globalni trendovi ulaganja privatnog sektora kroz javno-privatno partnerstvo

## Global trends in private sector investment throughout public-private partnerships

### Rezime

Javno-privatno partnerstvo je oblik udruživanja resursa javnog i privatnog sektora koji postaje sve popularniji kako na globalnom nivou, tako i na našim prostorima. Dugoročna poslovna saradnja javnog i privatnog partnera se ogleda u iskorištavanju upravljačkih, finansijskih i intelektualnih resursa privatnog partnera, radi obezbjeđivanja visokokvalitetnih proizvoda ili usluga za ispunjavanje javnog interesa. Cilj ovog rada je da kroz konceptualni okvir predstavi pojam javno-privatnog partnerstva i njegove karakteristike, kao i da prikaže globalne trendove javno-privatnih partnerstava i njihovih projekata. Empirijski rezultati pokazuju značajan porast broja projekata javno-privatnih partnerstava u 2017. godini, kao i rast ukupnih investicija privatnih partnera u infrastrukturi javnog sektora.

**Ključne riječi:** javno-privatno partnerstvo (JPP), model JPP, javne potrebe, javni sektor, privatni sektor.

### Abstract

Public-private partnership is a form of joint resources of the public and private sector, which is becoming more and more popular at the global level and in our area as well. Long-term business cooperation between the public and private partners is reflected in the exploitation of managerial, financial and intellectual resources of the private partner in order to provide high-quality products or services for meeting the public interest. The aim of this paper is to present the concept of public-private partnership and its characteristics through the conceptual framework, as well as to present the global trends of public-private partnerships and their projects. Empirical results show a significant increase in public-private partnership projects in 2017, as well as the growth of total private investment in public sector infrastructure.

**Key words:** Public-Private Partnership (PPP), PPP model, public needs, public sector, private sector.

### UVOD

Potreba za velikim ulaganjima u javnu infrastrukturu je dovela do udruživanja zajedničkih resursa privatnog i javnog sektora. Takav način udruživanja ogleda se u javno-privatnom partnerstvu koje još uvijek predstavlja nepoznanicu i predmet je istraživanja naučne i stručne javnosti. Glavni cilj ovoga rada je da predstavi konceptualni okvir javno-privatnog partnerstva i da prikaže značaj i trendove javno-privatnog partnerstva na globalnom nivou.

Kao jedna od bitnih karakteristika javno-privatnog partnerstva predstavljena je transparentnost ulaganja i učešća privatnog sektora u infrastrukturnim projektima javnog sektora. U ovom slučaju, javni sektor postiže bolji nivo pruženih javnih usluga za isti nivo ulaganja,

odnosno isti nivo kvaliteta po nižim cijenama jer sada uključuje i investicije privatnog sektora. Takve investicije ne predstavljaju samo finansijska sredstva, nego uključuju intelektualne sposobnosti i tehnološke inovacije koje privatni sektor ima. Realizacija projekata putem primjene modela javno-privatnog partnerstva, privatnim investitorima daje mogućnost geografskog širenja i investiranja na novim tržištima, kao i učešće u aktivnostima koje su od javnog interesa. Sve aktivnosti koje se sprovedu u okviru javno-privatnog partnerstva od obostranog su interesa, privatni i javni sektor jednako snose rizike i nema mogućnosti da jedna strana bude oštećena u ovakvim odnosima.

U prvom dijelu ovog rada prikazane su teorijske osnove javno-privatnog partnerstva, odnosno različite definicije ovog pojma,

\* Ekonomski fakultet Univerziteta u Banjoj Luci, e-mail: svjetlana.vranjes@ef.unibl.org

karakteristike i oblici ovakvog partnerstva. Zatim su predstavljeni razlozi za pokretanje javno-privatnog partnerstva i za realizaciju javno-privatnih projekata kao posljedice ovog partnerstva. Završni dio rada se fokusira na empirijsku analizu koja pokazuje globalne trendove javno-privatnog partnerstva u periodu od 2008. do 2017. godine.

## 1. KONCEPTUALNI OKVIR JAVNO-PRIVATNOG PARTNERSTVA

Javno-privatno partnerstvo (u daljem tekstu: JPP), pojavilo se kao jedan od uspješnih instrumenata javnog finansiranja koji je široko prihvaćen kako u razvijenim, tako i u nerazvijenim zemljama, naročito za gradnju ili rekonstrukciju velikih infrastrukturnih sistema. Precizno definisati pojam javno-privatnog partnerstva je prilično teško, jer je osnovni cilj ovog oblika partnerstva ekonomičnija, djelotvornija, uspješnija izgradnja objekata, proizvodnja roba ili pružanje usluga u odnosu na tradicionalni način. Oblici tog udruživanja su različiti, različite su oblasti u kojima se ova partnerstva organizuju, a i vremenski period u kojem će projekti ovakvih udruživanja biti završeni.

U nastavku rada biće predstavljene najznačajnije definicije pojma JPP, kao i oblici i karakteristike ovog vida poslovnog spajanja i udruživanja zajedničkih sredstava, a sve radi ispunjavanja javnog interesa.

### 1.1. Pojam javno-privatnog partnerstva

Javno-privatno partnerstvo (eng. Public-Private Partnership – PPP) predstavlja oblik saradnje između javnog i privatnog sektora koji obuhvata zajedničko udruživanje resursa, kapitala i stručnih znanja, radi zadovoljavanja javnih potreba (Zakon o javno-privatnom partnerstvu u Republici Srpskoj, Član 2). Ovakav oblik kooperacije se ostvaruje kako bi se obezbijedila sredstva za finansiranje izgradnje, sanacije, rekonstrukcije i održavanja infrastrukture, kao i pružanje usluga i izgradnja objekata značajnih za javni interes.

Declercq (1999) je definisao javno-privatno partnerstvo kao oblik saradnje između javnog i privatnog partnera, koji se naziva projekat javno-privatnog partnerstva. Projekat javno-privatnog partnerstva može da obuhvata jednu ili više konkretnih faza i sprovodi se u jasno definisanom vremenskom periodu. Odgovornosti privatnih i javnih partnera definisane su u Ugovoru o javno-privatnom partnerstvu, uključujući kazne za oba partnera u slučaju nepoštovanja uslova ugovora. Pored kazni u slučaju neizvršavanja obaveza definisanih Ugovorom o javno-privatnom partnerstvu (u daljem tekstu: Ugovor), ovaj ugovor obuhvata: 1) prava i obaveze javnog i privatnog partnera kao ugovornih strana, uključujući i obavezu pružanja sigurne usluge korisnicima po standardima propisanim od javnog partnera, 2) svrhu i predmet ugovora, 3) jasnu identifikaciju rizika i podjelu rizika između javnog i privatnog partnera, 4) način i uslove obezbjeđenja finansijske konstrukcije projekta, kao i uslove pod kojim finansijske institucije mogu učestvovati u projektu, 5) minimalne standarde koji će se primijeniti tokom projektovanja, standard prostora, kvalitet usluga, te druge zahtjeve za sprovođenje projekta, 6) način plaćanja, te uslove za određivanje i usklađivanje naknada, 7) regulisanje poreskih obaveza, 8) potpunu transparentnost i obavezu javnog partnera da objavi podatke koji se odnose na vođenje javno-privatnog partnerskog projekta, 9) pravo javnog partnera na nadzor tokom sprovođenja projekta i realizacije ugovora, 10) vrijeme trajanja, kao i uslove za obnavljanje ugovora, 11) definisanje vlasništva po prestanku ugovora, 12) sankcije i naknade za neispunjavanje obaveza ugovornih strana, 13) raskid ugovora uz pravo partnera da

raskinu ugovor i postupak u slučaju raskida ugovora prije datuma prestanka utvrđenog ugovorom, 14) način rješavanja sporova, 15) mjere za omogućavanje finansiranja projekta, 16) opis događaja koji se smatraju višom silom, 17) ostale elemente bitne za predmet javno-privatnog partnerstva i 18) obavezu ugovaranja revizije ugovora nakon određenog vremenskog perioda (Zakon o javno-privatnom partnerstvu u Republici Srpskoj, Član 13).

OECD navodi da su javno-privatna partnerstva aranžmani u kojima privatni sektor obezbjeđuje infrastrukturna sredstva i usluge koje su tradicionalno obezbjeđivale i pružale vlade (takva infrastrukturna sredstva su: bolnice, škole, zatvori, putevi, mostovi, tuneli, željeznice i postrojenja za vodu i sanitariju). Evropska komisija javno-privatno partnerstvo definiše kao „pojam koji se odnosi na sve oblike saradnje javne vlasti i privatnog sektora s ciljem osiguranja sredstava, obnove, upravljanja ili održavanja infrastrukture ili pružanja javnih usluga” (Šimović i dr., 2007). U ovakvom obliku partnerstva, javni sektor predstavlja predložioca saradnje, odnosno partnera koji ugovorom definiše vrste i obim poslova ili usluga koje namjerava prenijeti na privatni sektor. Privatni sektor predstavlja partnera koji potražuje ovakav oblik saradnje kako bi ostvario poslovni interes i koji se obavezuje da će kvalitetno i efikasno izvršavati sve tačke ugovorom definisane.

### 1.2. Oblici javno-privatnog partnerstva

U okviru javno-privatnog partnerstva, saradnja između javnog i privatnog sektora je bazirana na sljedeća dva oblika (Vuković, 2013):

- **Ugovorni oblik javno-privatnog partnerstva.** Ovakav oblik javno-privatnog partnerstva se zasniva isključivo na povezanosti između ugovornih strana. Najznačajniji ugovorni oblici u ovom slučaju su koncesije i privatna finansijska inicijativa. Javno-privatno partnerstvo organizovano u koncesionom obliku, sprovodi se prema odredbama Zakona o koncesijama (Zakon o javno-privatnom partnerstvu u Republici Srpskoj, Član 10). U slučaju privatne finansijske inicijative, privatni partner finansira, izvodi, održava i rukovodi javnom građevinom koja je od interesa za javni sektor, a naknadu za sve navedene usluge obavezan je da plati javni sektor.
- **Institucionalni oblik javno-privatnog partnerstva.** Osnovni zadatak ovog partnerstva podrazumijeva formiranje zajedničkog privrednog društva koje vrši samo poslovne aktivnosti vezane za sprovođenje projekata javno-privatnog partnerstva.

### 1.3. Karakteristike javno-privatnog partnerstva

Jedna od najvažnijih karakteristika JPP jeste da može sačuvati izvore oba partnera na različite načine. Jedan od načina jeste da se vlade mogu koncentrisati na vlastite kompetencije, ne oslanjajući se na projekte koji im nisu bliski, odnosno koji su iz domena koji im nije poznat u dovoljnoj mjeri (Cumming, 2007). Učešće u ovakvim projektima privatnog sektora, sredstava obezbijeđenih od strane Vlade, podataka i intelektualne moći, može biti iskorišćeno na veoma produktivan način, što vodi direktno do visokokvalitetnih dobara i usluga javnog sektora (Edkins i Smyth, 2006). Jedna od glavnih prednosti ovakve saradnje je da privatni i javni sektor dijele rizik na svim poljima definisanog projekta (Shen i dr., 2006). Takođe, kako privatni sektor unosi disciplinu u poslovnim aktivnostima javnog sektora, rizik od prekomjernih troškova i odgađanja izvršavanja projekata biće redukovano na nizak nivo (Li i Akintoye, 2003; Ho, 2006).

Najznačajnije karakteristike JPP-a su (Persoli, 2010):

1. JPP predstavlja projekat dugoročnog karaktera koji obuhvata saradnju između privatnog i javnog partnera u kojem je interes



- privatnog partnera baziran na naknadi koju ostvaruje direktno od korisnika usluga ili od javnog partnera.
- Privatni partner učestvuje dijelom u finansiranju projekta, dok javni partner nadoknađuje ostatak vrijednosti iz svoga proračuna.
  - Privatni partner učestvuje u različitim fazama projekta (projektovanje, građenje i rekonstrukcija i dogradnja, sprovođenje projekta, finansiranje), dok javni partner definiše cilj u javnom interesu, politike cijena, brine se o kvalitetu ponuđene usluge, te preuzima odgovornost za poštovanje tih ciljeva.
  - Rizik se dijelom prenosi sa javnog na privatnog partnera.
  - Stvara se dodata vrijednost kroz spajanje dostignuća, znanja, materijalnih i nematerijalnih resursa oba sektora.
  - JPP povećavaju produktivnost, konkurenciju i racionalno korišćenje privrednih kapaciteta privatnih i javnih subjekata.
  - JPP povećavaju transparentnost u izboru i ugovaranju.

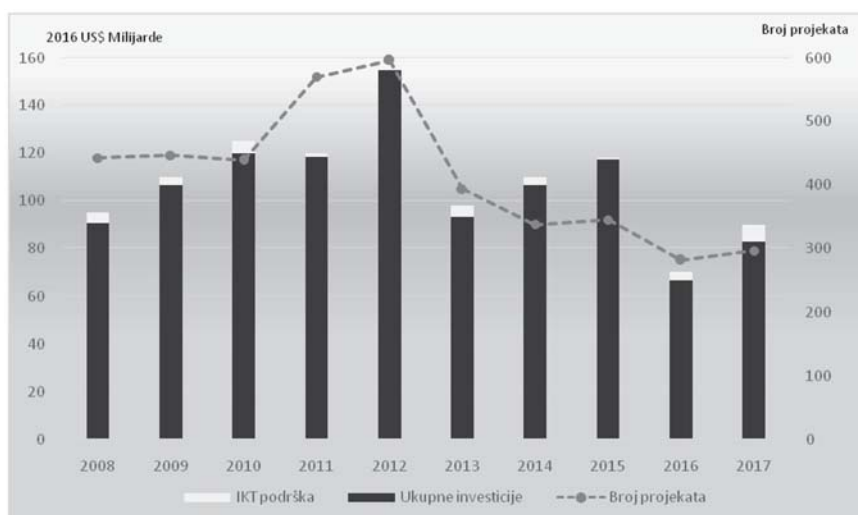
Glavna karakteristika svih oblika javno-privatnog partnerstva ogleda se u tome da oni predstavljaju ekonomičniju i djelotvorniju, tj. uspješniju proizvodnju javnih proizvoda ili usluga u odnosu na konvencionalan način pružanja istih, zbog čega oblici javno-privatnog partnerstva mogu poslužiti kao značajni instrumenti reforme javnog sektora.

#### 1.4. Principi na kojima se zasniva javno-privatno partnerstvo

Prema Zakonu o javno-privatnom partnerstvu u Republici Srpskoj, ovo partnerstvo se zasniva na sljedećim principima:

- dugoročnost ugovornih odnosa između javnog i privatnog partnera,
- prednost u oslanjanju na privatna sredstva, što ne isključuje javna sredstva,
- određivanje ciljeva gradnje od javnog partnera sa pozicija javnog interesa,
- postizanje standarda izgradnje, održavanja i kvaliteta usluga, s tim da se raspodjela rizika definiše u svakom pojedinačnom slučaju,
- plaćanje naknade privatnom partneru od javnog partnera za izgradnju i vođenje izgrađene infrastrukture, koji preuzima obavezu da će se izgrađenom infrastrukturom koristiti za ugovorenu namjenu ili privatni partner ostvaruje naknadu direktno od krajnjih korisnika i

**Grafikon 1.** Učešće investicija u infrastrukturnim projektima sa privatnim učešćem u zemljama u razvoju



Izvor: PPI Database, World Bank.

6. prenos u vlasništvo javnog sektora izgrađene infrastrukture nakon ugovorenog perioda korišćenja.

U okviru javno-privatnog partnerstva, javni partner je dužan pridržavati se sljedećih principa (Zakon o javno-privatnom partnerstvu u Republici Srpskoj, Član 4):

1. zaštite javnog interesa, koje podrazumijeva potrebu za minimalnim finansijskim izdvajanjem javnog partnera u procesu unapređenja određenih usluga,
2. slobodne konkurencije, koje podrazumijeva podsticanje najveće moguće participacije ponuđača,
3. ravnopravnog tretmana, koje podrazumijeva izbjegavanje diskriminacije po bilo kom osnovu,
4. uzajamnog priznavanja, koje podrazumijeva prihvatanje međunarodnih tehničkih specifikacija i sertifikata,
5. srazmjernosti, koje podrazumijeva proporcionalan odnos traženih kapaciteta i obima ugovora,
6. transparentnosti, koje podrazumijeva javnost u procesu dodjele ugovora i uspostavljanje pravnih zaštitnih mjera i
7. zaštite prirodne sredine i promocije održivog razvoja, koja podrazumijevaju potrebu očuvanja prirodnih resursa.

Principi koji se moraju poštovati zaključivanjem javno-privatnog partnerstva predstavljaju moralna i poslovna načela koja javni i privatni partneri moraju ispunjavati kako bi se zaštitili javni interesi onih koji koriste proizvode ili usluge proistekle iz javno-privatnog partnerstva.

## 2. EMPIRIJSKA ANALIZA

Svjetska banka je u 2017. godini objavila godišnji izvještaj pod nazivom „Privatno učešće u infrastrukturi“ (eng. Private Participation in Infrastructure – PPI), koji prikazuje globalne investicione trendove učešća privatnog sektora u aktivnostima vezanim za infrastrukturu javnog sektora. Prema ovom izvještaju, privatne investicije u energiju, transport, IKT tehnologije i vodenu infrastrukturu u zemljama sa niskim i srednjim dohotkom iznosile su 93.3 milijarde dolara, pri čemu su realizovana 304 projekta u 52 zemlje.

Najveći broj investicija privatnog sektora bio je u Kini, Indoneziji, Meksiku, Brazilu i Pakistanu, 58% od ukupnog iznosa investiranog od strane privatnog sektora.

U 2017. godini, investicije u zemlje u razvoju prvi put uključuju informaciono-komunikacione tehnologije (IKT tehnologije). Kada poredimo investicije u 2016. godini sa investicijama u 2017. godini, možemo da vidimo kako je broj projekata u 2017. godini porastao i iznosi 304, za razliku od 2016. godine u kojoj je realizovano 280 projekata na svjetskom nivou. Jedan od važnih pokazatelja rasta in-

vesticija privatnog sektora u infrastrukturu javnog sektora, odnosno porasta javno-privatnih partnerstava je i rast ukupnih investicija u 2017. godini. Ovaj značajan porast je posljedica nekoliko megaprojekata koji su se sproveli u Kini i Indoneziji, kao i velikih projekata rekonstrukcija u Južnoj Aziji, vođenih od strane Pakistana (Private Participation in Infrastructure, Annual report, 2017).

**Tabela 1.** Distribucija frekvencija veličine projekta u posljednjih pet godina i 2017. godini (iznosi u milionima dolara)

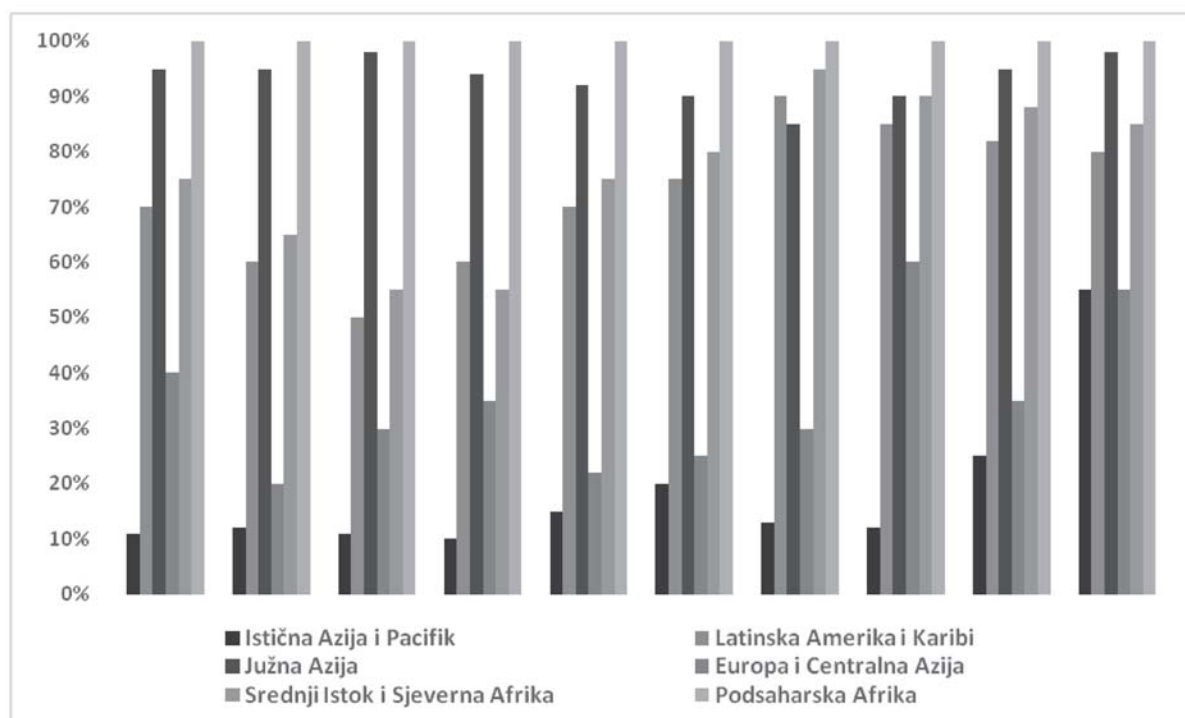
Godina	Broj projekata	Aritmetička sredina	Medijana	Maksimum
2012	614	289	94	15,471
2013	410	253	101	3,720
2014	338	348	87	10,653
2015	341	341	87	36,035
2016	280	261	95	5,190
2017	304	310	103	6,882

Izvor: PPI Database, World Bank.

Prosječna veličina projekta je porasla sa 244 miliona dolara u 2016. godini na 307 miliona dolara u 2017. godini. Takođe, možemo da vidimo kako se bilježi rast u veličini projekata u odnosu na prosjek u posljednjih pet godina. Medijana veličine projekta je porasla za 8% (sa 95 miliona dolara na 103 miliona), što pokazuje da su veliki projekti imali značajan uticaj u 2017. godini. Bilo je 20 velikih (mega)

projekata, sa prosječnim iznosom od 2.4 milijarde dolara, što je 51% od ukupnih investicija privatnog sektora kroz javno-privatno partnerstvo. Za razliku od 2017, u 2016. godini je bilo 13 velikih projekata kojima pripada 40% od ukupnih investicija privatnog sektora.

**Grafikon 2.** Učešće regija u investicijskim obavezama infrastrukturnih projekata u zemljama u razvoju

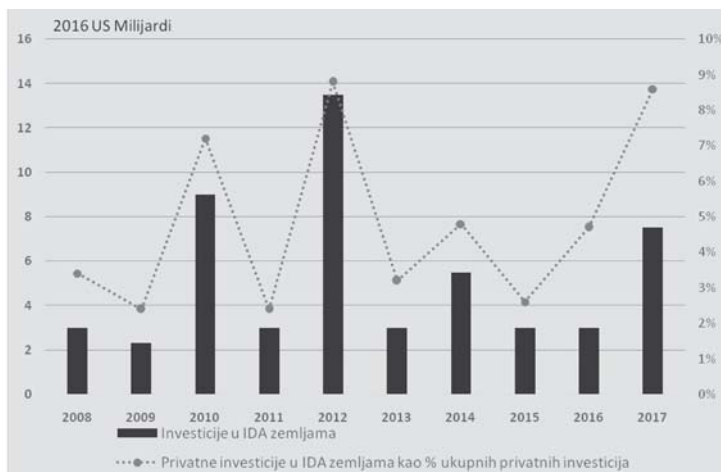


Izvor: PPI Database, World Bank. (Ima grešaka u Grafikonu! Treba Istočna Azija, Srednji istok, Evropa...)

U 2017. godini, Istočna Azija i Pacifik su privukli najveći iznos globalnih investicija. Najveći pokretači investicionih projekata bile su Kina i Indonezija, pri čemu Kina pripada 19% od ukupnih investicija (17.4 milijarde dolara i 73 realizovana projekta). Evropa i Centralna Azija su primile 5.3 milijarde dolara od privatnih investitora kroz javno-privatno partnerstvo. Rusija i Turska su dvije glavne lokacije za ovakav oblik projekata u ovoj regiji, gdje njima pripada 71% iznosa ukupnih investicija.

Potrebno je naglasiti da je Pakistan u 2017. godini ušao u krug pet najpoželjnijih zemalja za investicije privatnih partnera i udruživanje kroz javno-privatno partnerstvo. Ova zemlja je primila 5.9 milijardi dolara privatnih investicija u 2017. godini što je znatno veći iznos u odnosu na prethodnu godinu kada su privatne investicije iznosile 1.7 milijardi dolara.

**Grafikon 3.** Učešća investicija privatnog sektora u infrastrukturnim projektima u IDA zemljama



Izvor: PPI Database, World Bank.

Javno-privatni investicioni projekti u IDA zemljama (IDA – International Development Association) bili su u 2017. godini dvaput viši u odnosu na 2016. godinu i iznosili su 7.9 milijardi dolara što je 42% više u odnosu na prosječne investicije u posljednjih pet godina.

Prema podacima Svjetske banke, sedamnaest IDA zemalja je sprovelo projekte javno-privatnog partnerstva, sa prosječnim iznosom investicija u svakoj zemlji od 466 miliona dolara.

**Slika 1.** Izvori finansiranja infrastrukturnih projekata sa privatnim učešćem u zemljama u razvoju (2017. godina)

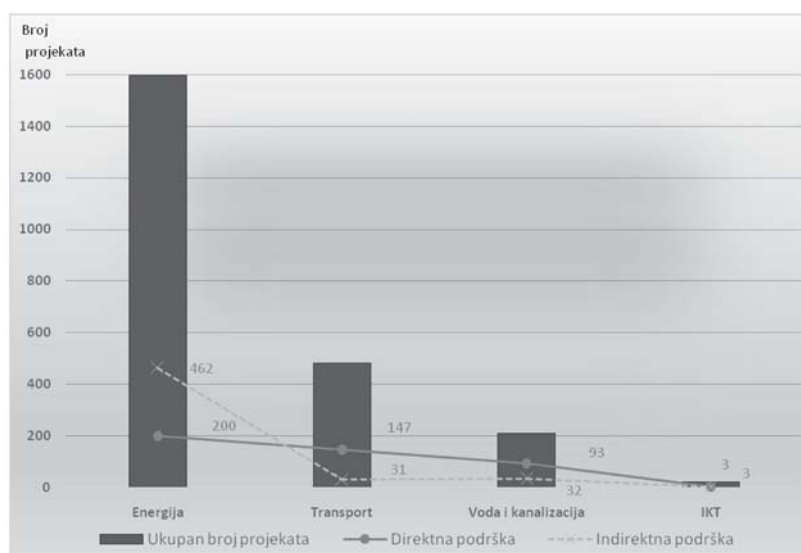
Ukupne investicije 100%						
Kapital 26%		Dug 70%			Subvencije 4%	
Javni kapital 3%	Privatni kapital 23%	Međunarodni dug 55%		Lokalni 15%		
		DFI <sup>1</sup> dug 30%		Ne DFI dug 25%		
		Multilateralni 6%	Bilateralni 24%	Javni 18%	Komercijalni 22%	Institucionalni (0.1%)

Izvor: PPI Database, World Bank.

Kada posmatramo izvore finansiranja, potrebno je naglasiti da oko 25% (14.9 milijardi dolara) dolazi iz javnih izvora, 45% (28.1 milijarda dolara) dolazi iz privatnih izvora i 30% (18.7 milijardi) je obezbijeđeno od strane razvojnih finansijskih institucija. Slika 1. prikazuje detaljne podatke o izvorima finansiranja infrastrukturnih projekata finansiranih javno-privatnim partnerstvom.

Podrška Vlade u infrastrukturnim projektima može da bude direktna i indirektna. Kada je riječ o direktnoj podršci, potrebno je naglasiti da u tom slučaju Vlada pokriva troškove projekta bilo u gotovini ili kapitalnim subvencijama, ili obezbijedi zemlju gdje će određeni objekat biti napravljen. Za razliku od direktnih, indirektna podrška Vlade se pruža kroz potencijalne obaveze ili politike Vlade koje podržavaju investicije. Ove politike uključuju garancije kao što su kurs, isplate, prihodi, dugovi i poreske beneficije.

**Grafikon 4.** Direktna i indirektna podrška u infrastrukturnim projektima raspoređena prema sektorima



Izvor: PPI Database, World Bank.

<sup>1</sup> Development Finance Institutions (Razvojne finansijske institucije)

U posljednjih pet godina IKT sektor je dobio najmanju podršku vlada. Od 2012. do 2017. godine za transport, vodu i kanalizaciju vlade su učestvovala sa direktnom podrškom pet i tri puta više, respektivno, nego za projekte koji su primili njihovu indirektnu podršku. Samo šest od 19 IKT projekata primilo je podršku Vlade (tri indirektnu podršku i tri direktnu). U sektoru transporta, direktna Vladina podrška je kroz kapitalne subvencije (130 od ukupno 143 projekta).

## ZAKLJUČAK

Javno-privatno partnerstvo predstavlja oblik saradnje javnog i privatnog sektora gdje su Ugovorom o javno-privatnom partnerstvu tačno definisane podjele vlasništva, obaveza i rezultata. Javno-privatno partnerstvo je instrument javnog finansiranja koji je prihvaćen na globalnom nivou. Ovaj oblik partnerstva se primjenjuje kada je potrebno unaprijediti i poboljšati kvalitet javnih usluga, a javni sektor nije u mogućnosti da to samostalno učini. U slučaju ovakvog partnerstva, privatna strana očekuje da će uz upotrebu državne pomoći, subvencija i pogodnosti, uspješno sprovesti projekte izgradnje nove ili rekonstrukcije postojeće infrastrukture. Javna strana očekuje da će sa značajno niskim ulaganjima u infrastrukturne projekte ostvariti postavljene ciljeve i zadovoljiti javne potrebe.

Empirijska studija bazirana na podacima Svjetske banke pokazuje značajan porast broja projekata javno-privatnih partnerstava u prošloj godini, kao i iznosa investicija privatnih partnera kroz saradnju sa javnim sektorom. Velike ekonomske sile kao što su Kina, Rusija, Turska i Indija predstavljaju vodeće zemlje u kojima su JPP najzastupljenija i gdje je najveće ulaganje privatnih partnera. Istočna Azija i Pacifik su geografska područja koja su na globalnom nivou primila najveći iznos investicija.

Na osnovu sprovedenih istraživanja, vidi se da su javne investicije kroz javno-privatno partnerstvo znatno umanjene i da na globalnom nivou iznose svega 25%. Takođe, prikazano je da postoje direktna i indirektna podrška Vlade u infrastrukturnim javno-privatnim projektima. Najmanje podrške su dobili IKT projekti, dok je značajna subvencija od strane Vlade u sektoru energetike.

Javno-privatno partnerstvo još uvijek je do kraja neotkriven predmet za buduća istraživanja. U ovom radu se navode značajne prednosti ovog oblika partnerstva, ali ono ima i svoje nedostatke. Smjernice za buduća istraživanja bi bile da se fokusiramo na probleme koji se mogu pojaviti u ovom obliku partnerstva, na ograničenja i sukobe u interesima javne i privatne partnerske strane.

## IZVORI

1. Vuković V. (2013). Računovodstveni obuhvat javno-privatnog partnerstva, *Anali poslovne ekonomije*, godina V, 2(9), str. 301–312.
2. The World Bank. (2017). *Private Participation in Infrastructure (PPI)*, annual report.
3. Zakon o javno-privatnom partnerstvu u Republici Srpskoj, „Službeni glasnik Republike Srpske”, broj 59/09.
4. Cumming, D. (2007). “Government policy towards entrepreneurial finance: Innovation investment funds.” *Journal of Business Venturing*, 22(2), 193–235.
5. Edkins, A. J. and Smyth, H. J. (2006.) “Contractual management in PPP projects: evaluation of legal versus relational contracting for service delivery.” *Journal of Professional Issues in Engineering Education and Practice*, 132(1), 82–93.
6. Shen, L. Y., Platten, A., and Deng, X. P. (2006). “Role of public private partnerships to manage risks in public sector projects in Hong Kong.” *International journal of Project Management*, 24(7), 587–594.
7. Persoli A. M., 2010, Javno-privatno partnerstvo u funkciji zadovoljavanja javnih potreba, *Hrvatska javna uprava*, god. 10, br. 4, str. 1019–1044.
8. Šimović J., Rogić-Lugarić T., Šimović H., Vuletić-Antić B., 2007, Javno privatno partnerstvo kao nefiskalni instrument financiranja javnih interesa, *Hrvatska javna uprava*, god. 7, br. 1, str. 171–201.
9. Declercq E. (1999). *The Concept of Public-Private Partnerships: A New Approach To Transport Infrastructure Financing?* Dostupno na: <https://www2.iadc-dredging.com/wp-content/uploads/2017/02/article-the-concept-of-public-private-partnerships-75-05.pdf> (09. 06. 2018. 14:26)
10. Li, B. and Akintoye, A. (2003). “An overview of public-private partnership.” *PUBLIC-PRIVATE PARTNERSHIPS: Managing risks and opportunities*, A. Akintoye, M. Beck and C. Hardcastle, Blackwell Science Ltd., UK, 3–30.
11. Ho, S. P. (2006). “Model for financial renegotiation in public-private partnership projects and its policy implications: game theoretic view.” *Journal of Construction Engineering and Management*, 132(7), 678–688.



UDK 338.48:339  
10.7251/FIN1802053L  
Momir Lazarević\*

PREGLEDNI RAD

# Turizam i trgovina kao komplementarni faktori rasta i razvoja ekonomije

## Tourism and trade as complementary factors of growth and economic development

### Rezime

*Turizam predstavlja skup odnosa i pojava koje proizilaze iz putovanja i boravka posjetilaca nekog mjesta, pod uslovom da se tim boravkom ne zasniva stalno prebivalište i ako taj boravak nije u vezi s obavljanjem privredne djelatnosti. Termin „turizam” prvi put je zabilježen u rječniku francuskog filozofa, ljekara, političara i leksikografa Emila Litrea 1873. godine. Turista je svako lice koje putuje na 24 sata ili duže u neku zemlju ili dio svoje zemlje, gdje nema svoje prebivalište, tj. stalni boravak, a radi zadovoljenja raznovrsnih turističkih potreba. Trgovina predstavlja jednu od najstarijih privrednih djelatnosti. Nastala je još u prvobitnoj ljudskoj zajednici, odmah poslije nastanka stočarstva. Potrošnja domaćih turista ne razlikuje se značajno od lične potrošnje stanovništva. Međutim, kao dodatna, potrošnja stranih turista (pošto rezultira prelivanjem nacionalnog dohotka iz inostranstva u konkretnu turističku zemlju) ima i multiplikativne efekte na privredu. Naime, multiplikativni efekti turizma zasnivaju se na činjenici da sredstva turističke potrošnje nakon svoje osnovne cirkulacije nastavljaju da cirkulišu u privredi i time utiču na ukupna privredna događanja u zemlji, sve do momenta kada kroz uvoz, putovanja domaćeg stanovništva u inostranstvo i povlačenjem novca iz prometa u obliku štednje ponovo ne „isteknu” iz „krvotoka” nacionalne privrede.*

**Ključne riječi:** turizam, trgovina, privreda.

### Abstract

*Tourism is a set of relationships and phenomena arising from the travel and stay of visitors in a place, if this stay is not based on permanent residence and if it is not related to the performance of an economic activity. The term “tourism” was first recorded in the dictionary of the French philosopher, doctor, politician and lexicographer Emil Litrea in 1873. A tourist is any person traveling for 24 hours or longer in a country or part of his / her country, where he / she does not have a place of residence, i.e. a permanent residence, in order to satisfy various tourist needs. Trade is one of the oldest economic activities. It was created in the original human community shortly after the creation of livestock breeding. Consumption of domestic tourists does not differ significantly from the personal consumption of the population. However, as additional, the consumption of foreign tourists (since it results in the spill-over of national income from abroad to a specific tourist country) has multiplicative effects on the economy. Namely, the multiplicative effects of tourism are based on the fact that the funds of tourist spending, after their basic circulation, continue to circulate in the economy and thus affect the overall economic situation in the country, until the moment when through import, travel of domestic population abroad and withdrawal of money from circulation in the form of savings, they “run out of the bloodstream” of the national economy.*

**Keywords:** tourism, trade, economy.

### UVOD

Kada definišemo pojam „turizam”, važno je naglasiti da nema njegove jedinstvene, opšteprihvaćene definicije. Različiti naučni pristupi ovom pojmu dovoljan su argument za različite aspekte njegovog posmatranja, a samim tim i definisanja. Jedna od prihvatljivih definicija glasi: „Turizam je skup odnosa i pojava koje proizilaze iz putovanja i

boravka posjetilaca nekog mjesta, ako se tim boravkom ne zasniva stalno prebivalište i ako taj boravak nije u vezi s obavljanjem privredne djelatnosti.” Trgovina je, jednostavno rečeno, proces razmjene robe i/ili usluga. Drugim riječima, pod trgovinom se podrazumijeva komercijalna ponuda robe u zamjenu za platežno sredstvo odnosno novac, ili za neku drugu robu (robna razmjena). Cilj rada je ukazati na povezanost i međuzavisnost trgovine i turizma u savremenim ekonomijama.

\* Univerzitet u Istočnom Sarajevu, Ekonomski fakultet Pale.

## 1. TURIZAM KAO POKRETAČ EKONOMSKOG RASTA

Turizam je skup odnosa i pojava koje proizilaze iz putovanja i boravka posjetilaca nekog mjesta, ako se tim boravkom ne zasniva stalno prebivalište i ako taj boravak nije u vezi s obavljanjem privredne djelatnosti. Termin „turizam” prvi put je zabilježen u rječniku francuskog filozofa, ljekara, političara i leksikografa Emila Litrea 1873. godine. Turista je svako lice koje putuje na 24 sata ili duže u neku zemlju ili dio svoje zemlje, gdje nema svoje prebivalište, tj. stalni boravak, a radi zadovoljenja raznovrsnih turističkih potreba.

U savremenom turizmu učestvuju veliki broj ljudi, a efekti i uticaji ovih putovanja se mogu posmatrati sa raznih aspekata privrednog i društvenog života ljudi. Prema tome, turistička kretanja imaju značajne posljedice u ekonomskoj, kulturnoj, zdravstvenoj, političkoj i drugim sferama ljudskog života. Turistička kretanja imaju izuzetno značajnu ulogu u pogledu razvoja opšteg kulturnog i obrazovnog nivoa stanovništva. Turisti ne samo da upoznaju kulturno-istorijsko naslijeđe pojedinih zemalja, već upoznaju i običaje, navike, folklor i život drugih naroda. Na ovaj način se, u neposrednom kontaktu, podiže kulturni i obrazovni nivo učesnika turističkih putovanja, spoznajna sfera se proširuje, dolazi do miješanja pojedinih kultura, komunikacije i boljeg razumijevanja među ljudima (Popesku, 2008). Turisti upoznaju i različite društveno-ekonomske i političke sisteme pojedinih zemalja, što, pored ostalog, doprinosi i razbijanju raznih predrasuda i preduvjerenja o pojedinim zemljama, nastalih uglavnom pod djelovanjem nedobronamjerne propagande i sl. Taj kontakt nije samo na relaciji turisti – domicilno (domaće) stanovništvo zemlje, već se ovi odnosi uspostavljaju i između samih turista (koji dolaze iz različitih zemalja). Radi toga turizam postaje istinski i značajan činilac obezbjeđenja mira u svijetu i boljeg razumijevanja među ljudima, ali i činilac jačanja političkog prestiža određene zemlje na međunarodnom planu. Turizam je postao simbol stremljenja čovječanstva. Generalna skupština Ujedinjenih nacija je 1967. godinu proglasila za godinu turizma, a turizam „pasošem mira”.

Turizam je svojevrsna spona između državnog, javnog-društvenog i privatnog sektora. Njime se otklanjaju konflikti i barijere jer je dobra i planirana saradnja preduslov razvoja turizma na nekom prostoru. Turizam prožima sve pore privrede i društva, od lokalnog do globalnog nivoa posmatranja. To je fenomen zasnovan na brojnim suprotnostima, istovremeno i kontradiktoran i komplementaran, isuviše kompleksan da bi se mogao ukalupiti i generalizovati. Po svojim prostornim, ekonomskim, sociološkim, psihološkim, političkim i drugim konotacijama, turizam, kao fenomen, nema pandana u nekoj drugoj pojavi savremenog svijeta. (Erutor, 2014)

Turizam kao privrednu djelatnost čine: saobraćaj, ugostiteljstvo, trgovina na malo, zanatstvo i komunalne djelatnosti.

Uticaj turizma na djelatnosti turističke privrede:

- turistička potrošnja domaćih i stranih turista ima snažne reperkusije na sve djelatnosti koje čine složeni sistem turizma,
- postoji izražena korelacija između ostvarene turističke potrošnje i razvijenosti pojedinih djelatnosti turističke privrede,
- u ukupnim izdacima za turističke usluge učešće izdataka za „ostale” usluge se danas konstantno povećava,
- potrošnja stranih turista za osnovne turističke usluge u turističkoj destinaciji ne mora se u cjelini slivati u lokalnu ekonomiju.

Djelatnosti koje direktno zadovoljavaju potrebe turista su:

- Ugostiteljstvo,
- Saobraćaj,
- Trgovina,
- Turističke agencije,
- Znanstvene aktivnosti i
- Komunalne aktivnosti.

S obzirom na visok stepen korelacije između razvijenosti turizma i razvijenosti određenih privrednih djelatnosti osnovano je ustvrditi:

- turistička potrošnja domaćih i stranih turista ima snažne reperkusije na sve djelatnosti koje čine složeni sistem turizma,
- postoji izražena korelacija između ostvarene turističke potrošnje i razvijenosti pojedinih djelatnosti turističke privrede,
- u ukupnim izdacima za turističke usluge učešće izdataka za „ostale” usluge se danas konstantno povećava,
- potrošnja stranih turista za osnovne turističke usluge u turističkoj destinaciji ne mora se u cjelini slivati u lokalnu ekonomiju.

Turistička potrošnja je u središtu mjerenja ekonomskih aktivnosti i osnovna ekonomskih uticaja turizma i stoga razumijevanja ekonomskih uticaja turizma na platni bilans, uticaja turizma na ukupni privredni razvoj kroz multiplikativni efekat, uticaja turizma na regionalni ekonomski razvoj, kao i uticaja turizma na zaposlenost. Ekonomski efekti od turističkih usluga u osnovi imaju potrošnju turista u receptivnim turističkim destinacijama. Kao rezultat turističke potrošnje nastaju brojni efekti, kako na privredu zemlje iz koje turisti dolaze, odnosno gdje se nalazi njihovo mjesto stalnog boravka u kome zarađuju novac, tako i u zemljama u koje turisti odlaze i u kojima troše novac zarađen u mjestu stalnog boravka (Shardy et al., 2014). Pri analizi ekonomskih efekata turističke potrošnje imaju se u vidu, prije svega, efekti potrošnje turista na privredu konkretnih receptivnih turističkih zemalja i područja, i to potrošnja stranih turista, s obzirom na to da se potrošnja domaćih turista posmatra kao cirkulacija i prelivanje iz jednog područja u drugo u okviru jedne političko-teritorijalne zajednice bez značajnijih dodatnih vrijednosti na ukupni bruto domaći proizvod i nacionalni dohodak.

## 2. TRGOVINA I TURIZAM U SAVREMENIM USLOVIMA

Trgovina predstavlja jednu od najstarijih privrednih djelatnosti. Nastala je još u prvobitnoj ljudskoj zajednici, odmah poslije nastanka stočarstva. U početku se razvijala kao robna razmjena, tj. trampa, u naturalnom obliku, kada su plemena među sobom razmjenjivala različite životinje. To je bio period nerazvijene proizvodnje. Najstarija razmjena se odnosila na sirovine i u početku je služila za puko preživljavanje porodica. Sa pojavom privatnog vlasništva, viškom proizvoda kao i društvenom podjelom rada dolazi do razvoja trgovine i unutar samih plemena i zajednica. Ipak, trgovina u pravom smislu riječi nastaje sa pojavom novca kao opšteg ekvivalenta, odnosno platežnog sredstva gdje trgovac kupuje i prodaje robu za novac. Pojavljivanjem većeg broja učesnika na strani ponude i na strani potražnje trgovina je postala nezaobilazna spona između proizvođača i potrošača. Trgovina se smatra izuzetno složenom uslužnom djelatnošću i usko je povezana sa saobraćajem, ali i sa drugim privrednim granama; stoga je i nemjerljiva njena uloga kao faktora turističke ponude. Osnovne karakteristike trgovine kao djelatnosti su prisustvo novca i trgovaca, koji kao privrednici učestvuju u razmjeni dobara između proizvođača i potrošača. U stručnoj literaturi srećemo različite podjele trgovine. S obzirom na geografski aspekt trgovina može biti lokalna, regionalna i nacionalna, ili s obzirom na područje u kojem se obavlja, unutrašnja i spoljna, domaća i međunarodna. Između turizma i trgovine postoji dvosmjerna pozitivna korelacija. Turizam u savremenim ekonomijama ima rastuću ulogu u ostvarivanju makroekonomskih ciljeva: zapošljavanju, razvoju nedovoljno razvijenih područja, pozitivan uticaj na platni bilans zemlje (izvoz i strane direktne investicije). Uticaj turizma na ekonomski razvoj je doveo do pojave koncepta pod nazivom „razvoj vođen turizmom”, koji je naročito bio prisutan u Španiji, Tunisu, Grčkoj, Tajvanu. Takođe, razvoj ekonomije stimulisao je i razvoj turizma, kakav je slučaj sa Južnom Korejom, Kinom, Hrvatskom, dok se dvosmjerna korelaciona veza pokazala u slučaju Malte, Južne Koreje i Tajvana.

## 2.1. Trgovinska djelatnost u Bosni i Hercegovini

Trgovina je jedna od pokretačkih snaga razvoja svake zemlje i ona može imati značajan uticaj na ekonomski razvoj. Radi se o djelatnosti u kojoj najvidljivije djeluju tržišne zakonitosti. U trgovini se brzo može ostvariti rast i razvoj, ali su isto tako česti slučajevi bankrotstva. Trgovina je djelatnost koja zapošljava veliki broj radnika. Primjer je Wal Mart, jedan od najvećih maloprodajnih lanaca na svijetu, koji zapošljava oko 1.800.000 ljudi i ima oko 6.500 trgovina širom planete (Rosenbloom, 2004). Trgovina je u BiH prije rata značajno participirala u bruto domaćem proizvodu (u 1990. godini 9,7%), što je nastavljeno i u poslijeratnom periodu. U 2004. godini udio trgovine iznosi 10,8%, dok je 2005. udio veletrgovine i maloprodaje bio 14,1%. Promet u trgovini je u 1999. iznosio 2.204 miliona KM, a u 2004. 6.523 miliona KM. Ključna spona turizma i trgovinske djelatnosti je maloprodaja. Maloprodaja u turizmu je veoma specifična i kao takva se razlikuje od maloprodaje u drugim djelatnostima. Posrednici u turizmu imaju ulogu koordinatora i realizatora interesa ponuđača i korisnika turističkih proizvoda i usluga. Njihova uloga je da posreduju između ponude i potražnje, odnosno međusobno povezuju razmjenu zainteresovanih učesnika na tržištu. Danas se na tržištu posredovanja u turizmu pojavljuju dvije najznačajnije vrste subjekata i to turističke agencije i organizatori putovanja. Neke od ključnih funkcija savremenih turističkih posrednika, koje u eri digitalizacije treba da podrže i odgovarajući informacioni sistemi su:

- **posrednička funkcija** – između učesnika turističke ponude i turističke potražnje,
- **organizaciona funkcija** – podrazumijeva kreiranje turističkih aranžmana kombinujući čitav niz usluga različitih grana i djelatnosti,
- **informativno-savjetodavna funkcija** – ostvaruje kontakt sa potencijalnim i trenutnim turistima informišući ih o mogućnostima i uslovima putovanja na pojedine destinacije,
- **promotivna funkcija** – promovisati turizam i putovanja, imidž posrednika na tržištu, klijenata u sastavu turističke ponude, zemalja, regija, lokaliteta, specifičnih destinacija.

Turistička privreda Bosne i Hercegovine ipak bilježi konstantan rast broja turista koji je u 2013. godini dostigao 850.000, što je povećanje za 13% u odnosu na 2012. godinu. Međutim, te su brojke daleko ispod prosjeka u konkurentskim zemljama, pa je tako i doprinos sektora turizma u BDP-u daleko ispod prosjeka nama konkurentnih zemalja. U BDP-u konkurentnih zemalja turizam učestvuje približno sa 14%, dok se taj postotak u BiH kreće oko 2,08%. U direktnom zapošljavanju u BiH turizam učestvuje sa oko 1,8% ukupne zaposlenosti, dok se taj postotak u konkurentnim zemljama kreće oko 7% (u Hrvatskoj 12,5%). Ukupna domaća potrošnja u konkurentnim zemljama iznosi 4,3%, dok je taj postotak u BiH 2%.

## 3. MULTIAPLIKATIVNI EFEKTI TURIZMA

Potrošnja domaćih turista se ne razlikuje značajno od lične potrošnje stanovništva. Međutim, kao dodatna, potrošnja stranih turista (pošto rezultira prelijevanjem nacionalnog dohotka iz inostranstva u konkretnu turističku zemlju) ima i multiplikativne efekte na privredu. Naime, multiplikativni efekti turizma zasnivaju se na činjenici da sredstva turističke potrošnje nakon svoje osnovne cirkulacije nastavljaju da cirkulišu u privredi i time utiču na ukupna privredna događanja u zemlji, sve do momenta kada kroz uvoz, putovanja domaćeg stanovništva u inostranstvo i povlačenjem novca iz prometa u obliku štednje ponovo ne „krvotoku“ nacionalne privrede. „Što je veći broj ruku kroz koje prolazi novac ostvaren od turista, to je veći uticaj turizma na ekonomiju“. Stručnjaci iz oblasti turizma najčešće se, da bi dokazali značajne ekonomske efekte potrošnje stranih turista, pozivaju na teoriju multiplikatora američkog autora H. G. Clementea. Naime, smatra se da je, iako su drugi prije nje postavili teorijske osnove multiplikatora u ekonomskoj nauci (Kahn, Paul Samuelson, Keynes), Clemente dao najobuhvatniji prikaz primjene teorije multiplikatora u oblasti turizma, i to u svojoj studiji „The Future of

Tourism in the Pacific and Far East“. Po toj teoriji jedan dolar potrošnje stranih turista u toku jedne godine se multiplicira u „krvotoku“ nacionalne privrede i postaje vrijednost od 3,2 USD (u privredama zemalja Pacifika i Dalekog istoka).

Dakle, koeficijent multiplikacije zapravo pokazuje broj obrta primljenog novca od stranih turista u toku jedne godine i, kako zaključuje Clemente u svojoj studiji, on je iznosio 3,2 za sve zemlje Pacifika i Dalekog istoka. U privredno razvijenim zemljama koeficijent multiplikacije je povoljniji (znači veći broj obrta) nego u manje razvijenim zemljama, jer su one manje uvozno zavisne, tako da se novčana sredstva dobijena od potrošnje stranih turista sporije odlivaju kroz uvoz roba i usluga, te duže cirkulišu u krivotoku nacionalne privrede i proizvode značajnije multiplikativne efekte na privredu ovih zemalja. Primjena teorije multiplikatora u turizmu predstavlja dobru osnovu za sagledavanje ekonomskih efekata turizma na privredu konkretne zemlje.

## ZAKLJUČAK

Turizam je globalni, kako prostorni, tako i sociološki, ekonomski, politički, kulturološki, ekološki, estetski, psihološki fenomen. Gotovo da nema zemlje u svijetu koja u nekom obliku ne razvija turizam. To je specifičan socioekonomski fenomen, svojevrsno prožimanje materijalnog i duhovnog, posebna komponenta ali i značajan faktor razvoja savremene civilizacije. Turizam predstavlja i kretanje ljudi, dobara, novca i informacija. On je osnova ekonomije mnogih zemalja, naročito je koristan zemljama u razvoju, dok je u nekim siromašnim zemljama jedina djelatnost. Posebno je značajan njegov multiplikativni efekat u privrednim tokovima. Turizam vrši direktan uticaj na društveni proizvod i nacionalni dohodak, na platni bilans neke zemlje, na zaposlenost (naročito po pitanju upošljavanja niskoobrazovanih profila, zatim mladih i žena), na podizanje životnog standarda, na investicionu aktivnost, na smanjivanje jaza između razvijenih i nerazvijenih regija, odnosno država.

Turizam omogućava kompletnoj ekonomiji, koja je zainteresovana za prodaju svojih proizvoda na turističkom tržištu, da se bez izlaska iz zemlje njihovi proizvodi prodaju na tržištu koje je neposredno dostupno inostranim kupcima. Ovo se naziva nevidljivi izvoz.

Osnova za povezanost turizma i trgovine proističe iz njihove zajedničke usmjerenosti ka zadovoljavanju potreba turista, kao i iz značaja trgovinske mreže u približavanju prodaje turističkih usluga potencijalnim turistima.

## IZVORI

1. Eruotor V., *The economic importance of tourism in developing countries*, Centria University of Applied Sciences, 2014.
2. Shardy A., Razak A., *Public Tourism Infrastructure: Challenges in the Development and Maintenance Activities*, EDP Sciences, 2014.
3. Bakić O., *Marketing u turizmu*, Beograd, 2010.
4. Popesku J., Zečević B., Nikolić M., *Agencijsko i hotelijersko poslovanje*, Beograd, 2008.
5. Bakić O., Nikolić M., *Osnove turizma i ugostiteljstva*, Beograd, 2008.
6. Rosenbloom, B.: *Marketing Channels: A Management View*, Mason, 2004.
7. Dieke P., *Fundamentals of Tourism Development: World Perspective*, Norwich Hotel School, U. K., 1989.
8. <http://komorabih.ba/wp-content/uploads/2014/04/BH-privreda-sanse-i-izazovi.pdf>

UDK 658.8:336.71(497.6 RS)

DOI: 10.7251/FIN1802056G

Zvezdana Gavrilović\*

ORIGINALNI NAUČNI RAD

# Efekti digitalizacije na marketinšku produktivnost bankarskog sektora Republike Srpske

## Effects of digitalization on the marketing productivity of the banking sector of the Republic of Srpska

### Rezime

*S obzirom na porast učešća uslužne delatnosti u generisanju vrednosti, uslužni sektor je postao predmet velikog interesovanja makroekonomista. Oni smatraju da se uslužni sektor suočava sa izazovom opadanja produktivnosti. Međutim, sa razvojem savremene informacione tehnologije i sprovođenjem procesa digitalizacije potrebno je analizirati njihov efekat na produktivnost i ispitati opravdanost ovih stavova makroekonomista. Rad se bavi istraživanjem korelacije između digitalizacije i korisničke i operativne produktivnosti banaka. Osnovni cilj sprovedenog istraživanja bio je utvrditi da li i u kojoj meri digitalizacija utiče na marketinšku produktivnost poslovnih banaka Republike Srpske. Za ispitivanje je korišćena metoda korelacione analize kako bi se ispitala povezanost određenih pojava, odnosno varijabli. Ta metoda je bivarijantna korelaciona analiza, te je pritom korišćen Spirman koeficijent korelacije ( $r$ ). Ispitivanje je izvršeno u softveru za statističku obradu podataka „Statistical Package for the Social Sciences (SPSS IBM 21)“. Istraživanjem se došlo do zaključka da digitalizacija doprinosi porastu marketinške produktivnosti poslovnih banaka Republike Srpske, što je i potvrđeno na osnovu statističke analize i dobijenog rezultata kojim je konstatovano da postoji statistički značajna veza procesa digitalizacije i korisničke i operativne produktivnosti banaka.*

**Ključne reči:** digitalizacija, marketing produktivnost, poslovna banka

### Abstract

*Given the increased participation of value-added services in the service sector, the service sector has become a subject of great interest of macroeconomists. They believe that the service sector faces the challenge of falling productivity. However, with the development of modern information technology and the implementation of the digitization process, it is necessary to analyze their effect on productivity and examine the justification of these attitudes of macroeconomists. The paper deals with the research of the correlation between digitization and user and operational productivity of banks. The main goal of the conducted research was to determine whether and to what extent digitalization influences the marketing productivity of commercial banks in Republika Srpska. A correlation analysis method was used to examine the correlation between certain phenomena or variables. This method is a bivariate correlation analysis, using the Spirman coefficient of correlation ( $r$ ). The study was carried out in statistical data processing software "Statistical Package for the Social Sciences (SPSS IBM 21)". The research concluded that digitization contributes to the increase in the marketing productivity of commercial banks in the Republic of Srpska, which was confirmed on the basis of the statistical analysis and the obtained results, which concluded that there is a statistically significant link between the process of digitization and the user's and operational productivity of banks.*

**Keywords:** digitalization, marketing productivity, business bank

\* Viši asistent na Fakultetu poslovne ekonomije Bijeljina, Univerziteta u Istočnom Sarajevu, e-mail: zvezdana.gavrilovic@gmail.com



## UVOD

Pronalazak metoda za povećanje produktivnosti u sektoru usluga je kompleksan posao. Jedan od načina za poboljšavanje produktivnosti podrazumeva menjanje načina na koji korisnici usluga saraduju sa pružaocima usluga. Moguće je koristiti različite marketing tehnike kojima bi se uticalo na korisnike usluga, što bi indirektno dovelo do povećanja produktivnosti. Uključivanje korisnika usluga u sam proces pružanja usluga predstavlja jedan od potencijalnih metoda za rast produktivnosti. U bankarskom sektoru digitalizacija predstavlja podršku koja na takav način dovodi do povećavanja produktivnosti banaka.

## 1. POJAM KORISNIČKE I OPERATIVNE PRODUKTIVNOSTI USLUGA

Jedno od standardnih obeležja usluga jeste nedeljivost proizvodnje i potrošnje. U tom smislu korisnik usluge treba da se tretira kao koproizvođač usluge, kao učesnik jedinstvenog uslužnog procesa. Iz toga proizlazi da produktivnost uslužne organizacije ne može biti merena samo iz ugla pružaoca usluge, nego i iz ugla korisnika usluge, kao njenog koproizvođača. Stoga se izdvajaju dva tipa uslužne produktivnosti (Kancir, 2012):

- *operativna produktivnost*, koja predstavlja odnos outputa i inputa uslužnog procesa, striktno iz ugla uslužne organizacije, i
- *korisnička produktivnost*, koja predstavlja odnos koristi koje korisnik percipira tokom i nakon pružanja usluge i svih tipova napora koje korisnik mora da nauči da bi došao do koristi od usluge.

Operativna produktivnost bi se mogla definisati kao: „... funkcija odnosa operativnih outputa i inputa tokom jednog perioda, gde su inputi materijali, korisnici, osoblje, itd., a outputi su korisnici, korišćeni resursi, prihod, itd.” (Johnston, Jones, 2004).

Smatra se da je korisnička produktivnost: „... funkcija odnosa korisničkih inputa, kao što su vreme, napori i troškovi, prema korisničkim outputima, kao što su iskustvo, rezultati i vrednost.” (Johnston, Jones, 2004).

Da bi organizacija ostvarila dugoročnu produktivnost potrebno je da uvaži, pored operativnog, i korisnički aspekt produktivnosti.

**Tabela 1. Reliability Statistics**

Cronbach's Alpha	N of Items
,698	8

Izvor: Istraživanje autora

Kronbah alfa koeficijent, kao pokazatelj unutrašnje homogenosti, za skalu „Proces digitalizacije“ iznosi 0,698, te se može konstatovati

**Tabela 2. Item-Total Statistics**

	Scale Mean if Item Deleted	Scale Variance if Item Deleted	Corrected Item-Total Correlation	Cronbach's Alpha if Item Deleted
Korisnik bankarskih usluga postao je središte Vašeg poslovanja tek razvojem e-bankinga	31,13	40,982	,679	,585
Vaša banka nudi samo usluge iz domena e-bankinga	31,13	40,982	,679	,585
Promociju bankarskih usluga vršite samo putem online medija	32,00	59,143	,525	,675

Analizirajući ishod uslužnog procesa, kako sa aspekta uslužne organizacije, tako i sa aspekta korisnika, ukazala se potreba da se upravljanje produktivnošću stavi u marketing kontekst uz isticanje značaja korisnika.

## 2. UTICAJ DIGITALIZACIJE NA MARKETING PRODUKTIVNOST POSLOVNIH BANAKA REPUBLIKE SRPSKE

U nastavku je analiziran uticaj digitalizacije na korisničku i operativnu produktivnost poslovnih banaka Republike Srpske kao komponenti marketinške produktivnosti banaka.

Anketirane su sve poslovne banke u Republici Srpskoj. Kao prvo, pristupilo se formiranju pojedinačnih varijabli, te varijabli koje su sadržavale određene tvrdnje na koje su ispitanici mogli iskazati svoje neslaganje, neutralan stav i slaganje. Za tvrdnje koje su ispitanicima bile na raspolaganju ponuđena je Likertova skala sa sedam ponuđenih odgovora. U okviru navedenih tvrdnji, o kojima su se izjašnjavali ispitanici, ponuđeni odgovori su glasili: (1) Uopšte se ne slažem, (2) -, (3) -, (4) Neutralno, (5) +, (6) ++ i (7) U potpunosti se slažem. Odgovori ispitanika rangirani su ocenama 1, 2, 3, 4, 5, 6 i 7. Odgovori pod 1, 2 i 3 predstavljaju negativan stav ispitanika u odnosu na iznesenu tvrdnju, ocena 4 predstavlja neutralan stav, dok ocene 5, 6 i 7 podrazumevaju pozitivan stav ispitanika. (Gavrilović, 2018)

Za potrebu ispitivanja konstruisana je skala „Proces digitalizacije“, kao nezavisna varijabla, koja meri opšti stav ispitanika prema procesu digitalizacije. Skala je konstruisana po modelu skale Likertovog tipa, a čine je osam tvrdnji o različitim aspektima odnosa prema procesu digitalizacije. Sa tim u vezi, prvi korak u obradi podataka je formiranje skale/varijable na osnovu tvrdnji i rezultata unutrašnje homogenosti tvrdnji putem vrednosti Kronbah alfa koeficijenta. Što je Kronbah alfa koeficijent bliži vrednosti 1, to je pouzdanija i sama merna skala (za skalu se smatra da je pouzdana ukoliko je vrednost koeficijenta veća od 0,6). (Gavrilović, 2018)

Tabela br. 1 ukazuje na vrednost Kronbah alfa koeficijenta primenjene merne skale za varijablu „Proces digitalizacije“.

da je unutrašnja homogenost skale prihvatljiva. Pored toga, za ovu skalu prikazane su i posebno vrednosti Kronbah alfa koeficijenta.

Primena savremenih IT nije značajno promenila proces pružanja bankarskih usluga	29,25	57,357	,007	,806
Razvojem interneta devalvira se značaj fizičkog okruženja banke, dok se akcenat stavlja na dostupnost podataka putem web-a	29,63	37,696	,749	,556
Korisničku bazu podataka Vaša banka vodila je i pre primene IT	26,63	60,268	,393	,685
Primenom IT jednostavnije se kreiraju i upotrebljavaju baze podataka o korisnicima	26,50	60,571	,389	,687
Uvođenje digitalizacije dovelo je do kreiranja novih bankarskih proizvoda	26,50	60,571	,389	,687

Izvor: Istraživanje autora

Analizom vrednosti Kronbah alfa koeficijenta za varijablu „Proces digitalizacije” donesen je zaključak da većina dimenzija poseduje prihvatljiv nivo pouzdanosti, da su koeficijenti interne homogenosti zadovoljavajući i da se na osnovu tih dimenzija može formirati nezavisna varijabla „Proces digitalizacije”. (Gavrilović, 2018)

Za ispitivanje povezanosti između varijabli korišćena je metoda korelacione analize. Ta metoda je bivarijantna korelaciona analiza, te je pritom korišćen Spirman koeficijent korelacije (r). Ispitivanje je izvršeno u softveru za statističku obradu podataka „Statistical Package for the Social Sciences (SPSS IBM 21)”. Vrednost Spirman koeficijenta korelacije kreće se u intervalu od -1,00 do +1,00. Smerom korelacije, na koji ukazuje (- / +) predznak, utvrdio se smer povezanosti varijabli, koji može ukazivati na negativnu ili pozitivnu korelaciju.

Tokom tumačenja vrednosti Spirman koeficijenta korelacije važe sledeća pravila:

- od 0 do 0,25 ili od 0 do -0,25 nema povezanosti;
- od 0,25 do 0,50 ili od -0,25 do -0,50 slaba povezanost među varijablama;
- od 0,50 do 0,75 ili od -0,50 do -0,75 umerena povezanost;
- od 0,75 do 1 ili od -0,75 do -1 izvrsna povezanost među varijablama (Dawson, Trapp, 2004).

Za potrebe ispitivanja konstruisana je skala „Korisnička i operativna produktivnost banaka”, kao zavisna varijabla, uz već uspostavljenu nezavisnu varijablu „Proces digitalizacije”, koja meri opšti stav ispitanika prema procesu digitalizacije. Skala „Korisnička i operativna produktivnost banaka” konstruisana je po modelu skale Likertovog tipa, a čine je četiri tvrdnje o različitim aspektima navedenog. Sa tim u vezi, prvi korak u obradi podataka bilo je formiranje skale/ varijable na osnovu tvrdnji i rezultata unutrašnje homogenosti tvrdnji putem vrednosti Kronbah alfa koeficijenta.

**Tabela 3. Reliability Statistics**

Cronbach's Alpha	N of Items
,928	5

Izvor: Istraživanje autora

Kronbah alfa koeficijent, kao pokazatelj unutrašnje homogenosti, za skalu „Korisnička i operativna produktivnost banaka” iznosi 0,928, te se može konstatovati da je unutrašnja homogenost skale pri-

hvatljiva. Pored toga, za ovu skalu prikazane su i posebno vrednosti Kronbah alfa koeficijenta.

**Tabela 4. Item-Total Statistics**

	Scale Mean if Item Deleted	Scale Variance if Item Deleted	Corrected Item-Total Correlation	Cronbach's Alpha if Item Deleted
Produktivnost se postiže intenziviranjem rada osoblja	16,75	44,786	,941	,886
Povećano investiranje u opremu dovodi do rasta produktivnosti	16,88	44,125	,936	,886
Upravljanjem raspoloživim kapacitetom utiče se na nivo produktivnosti	16,75	45,929	,804	,913
Zamena ljudskog rada tj. automatizacija povećava produktivnost	16,63	43,982	,851	,904
Standardizacijom usluga raste produktivnost	17,50	58,000	,542	,955

Izvor: Istraživanje autora

Korelacionom analizom identifikuje se funkcionalna veza uspostavljenih varijabli „Proces digitalizacije“ i „Korisnička i operativna produktivnost banaka“.

**Tabela 5. Correlations**

		Proces digitalizacije	Korisnička i operativna produktivnost banaka	
Spearman's rho	Proces digitalizacije	Correlation Coefficient	1,000	
		Sig. (2-tailed)	,873**	
		N	,005	
	Korisnička i operativna produktivnost banaka	Correlation Coefficient		1,000
		Sig. (2-tailed)		
		N		8
**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).				

Izvor: Istraživanje autora

Na osnovu statističke analize i dobijenog rezultata može se konstatovati da postoji statistički značajna veza ( $p < 0,05$ ) procesa digitalizacije i korisničke i operativne produktivnosti banaka. Na

navedeno ukazuje pozitivna i izvrsna povezanost među varijablama, odnosno vrednost koeficijenta korelacije ( $r = 0,873$ ).

**Tabela 6. Correlations**

		Digitalizacija	Produktivnost se postiže intenziviranjem rada osoblja	Povećano investiranje u opremu dovodi do rasta produktivnosti	Upravljanjem raspoloživim kapacitetom utiče se na nivo produktivnosti	Zamena ljudskog rada tj. automatizacija povećava produktivnost	Standardizacijom usluga raste produktivnost
Digitalizacija	Correlation Coefficient	1,000	,818*	,842**	,746*	,680	,392
	Sig. (2-tailed)		,013	,009	,034	,064	,337
	N		8	8	8	8	8
Produktivnost se postiže intenziviranjem rada osoblja	Correlation Coefficient		1,000	,994**	,750*	,811*	,562
	Sig. (2-tailed)			,000	,032	,015	,147
	N			8	8	8	8
Povećano investiranje u opremu dovodi do rasta produktivnosti	Correlation Coefficient			1,000	,730*	,765*	,494
	Sig. (2-tailed)				,040	,027	,213
	N				8	8	8
Upravljanjem raspoloživim kapacitetom utiče se na nivo produktivnosti	Correlation Coefficient				1,000	,571	,417
	Sig. (2-tailed)					,139	,303
	N					8	8
Zamena ljudskog rada tj. automatizacija povećava produktivnost	Correlation Coefficient					1,000	,779*
	Sig. (2-tailed)						,023
	N						8
Standardizacijom usluga raste produktivnost	Correlation Coefficient						1,000
	Sig. (2-tailed)						
	N						

\*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

\*\* Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Izvor: Istraživanje autora

Osenčena polja su polja značajnih vrednosti korelacije uz statistički značajnu vezu ( $p < 0,05$ ). Ostale dobijene vrednosti takođe su statistički značajne ili ne, a statistički značajne spadaju u kategorije srednjih i niskih korelacija.

## ZAKLJUČAK

Uslužne organizacije svoju produktivnost najčešće nastoje povećati unapređivanjem uslužnih operacija. Neke od mera koje se najčešće primenjuju su: intenziviranje rada osoblja, ulaganje u opremu, efikasnije upravljanje raspoloživim kapacitetom, zamena ljudskog rada procesom automatizacije, standardizacija usluga, razgraničavanje kontaktnih i podržavajućih funkcija i outsourcing. Da bi se eliminisao nepotreban rad, kao i svi vremenski gubici, poslovne banke nastoje povećati marketinšku efikasnost kroz adekvatno upravljanje korisničkom i operativnom produktivnošću. Sprovedenim istraživanjem utvrđeno je da postoji pozitivna i izvrsna povezanost među varijablama „Proces digitalizacije” i „Korisnička i operativna

produktivnost banaka”, što dovodi do zaključka da digitalizacija značajno doprinosi porastu produktivnosti poslovnih banaka.

## IZVORI

1. Dawson B., Trapp RG, Basic and Clinical Biostatistic, 4th Ed. New York: Lange Medical Books/McGraw-Hill; 2004, str. 96.
2. Gavrilović Z., Digitalna podrška razvijenoj aplikaciji marketing koncepta poslovnih banaka, Doktorska disertacija, Bijeljina, 2018. godina, str. 179–192.
3. Johnston P., Jones P., Service productivity, International Journal of Productivity and Performance Management, vol. 53, no. 3, 2004, str. 201–213.
4. Kancir R., Marketing usluga: principi i menadžment, Beogradska poslovna škola, Visoka škola strukovnih studija, Beograd, 2012. godina, str. 198.