

UDK: 33



ISSN 2217-5458

FAKULTET ZA EKONOMIJU I INŽENJERSKI MENADŽMENT U NOVOM SADU

# Ekonomija

## *teorija i praksa*

---

Economics

*Theory and Practice*

---

GODINA VI • BROJ III • NOVI SAD, 2013.

*Economics – Theory and Practice*  
**Ekonomija**  
*teorija i praksa*

**IZDAJE:**

UNIVERZITET PRIVREDNA AKADEMIJA U NOVOM SADU  
FAKULTET ZA EKONOMIJU I INŽENJERSKI MENADŽMENT U NOVOM SADU  
Cvečarska 2, 21000 Novi Sad  
tel./faks: 021/400–484, 469–513  
redakcija@fimek.edu.rs

Glavni urednik  
**Veselinović Branislav**

Odgovorni urednik  
**Mišković Dušan**

Sekretar redakcije  
**Drobnjaković Maja**

Lektor i korektor za srpski jezik  
**Šinik Mirela**  
**Despotov Mara**

Lektor i korektor za engleski jezik  
**Marić Kristina**

Tehnička realizacija  
**Penpro, Novi Sad**

Štampa  
**Alfa-graf NS, Novi Sad**

Tiraž  
300

CIP – Каталогизација у публикацији  
Библиотека Матице српске, Нови Сад

33

EKONOMIJA : teorija i praksa = Economics : theory and practice / glavni urednik Veselinović Branislav. – God. 4, br. 1 (2011)– . – Novi Sad : Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu, 2011–. – 23 cm

Nastavak publikacije: Zbornik radova = ISSN 1820–9165. – Tromesečno.  
ISSN 2217–5458 = Ekonomija

COBISS.SR-ID 262822663

#### **Izdavački savet:**

1. Prof. dr **Marijana Carić**, Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu, Novi Sad
2. Prof. dr **Marko Carić**, Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu, Pravni fakultet za privredu i pravosuđe u Novom Sadu, Novi Sad
3. Prof. dr **Dragomir Đorđević**, Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu, Novi Sad
4. Prof. dr **Branislav Veselinović**, Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu, Novi Sad
5. Prof. dr **Dušan Mišković**, Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu, Novi Sad

#### **Redakcijski odbor:**

1. Prof. dr **Massimo Bianchi**, University of Bologna, Faculty of Economics in Forlì, Bolonja, Italija
2. Prof. dr **Ladislav Kabat**, Paneuropean University, Bratislava, Slovačka
3. Prof. dr **Ludvig Toplak**, European Centre, Maribor, Slovenija
4. Prof. dr **Peter Kruzslics**, University of Szeged, Faculty of Law, Center for International Studies, Segedin, Mađarska
5. Prof. dr **Chang Woon Nam**, Ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich, Department of International Institutional Comparisons
6. Prof. dr **Rade Ratković**, Fakultet za internacionalni hotelski i turistički menadžment, Sveti Stefan, Crna Gora
7. Prof. dr **Nenad Vunjak**, Univerzitet u Novom Sadu, Ekonomski fakultet, Subotica
8. Prof. dr **Marko Carić**, Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu, Pravni fakultet za privredu i pravosuđe u Novom Sadu, Novi Sad
9. Prof. dr **Dragomir Đorđević**, Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu, Novi Sad
10. Prof. dr **Branislav Veselinović**, Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu, Novi Sad
11. Prof. dr **Dušan Mišković**, Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu, Novi Sad
12. Prof. dr **Gojko Rikalović**, Univerzitet u Beogradu, Ekonomski fakultet u Beogradu
13. Prof. dr **Branko Medojević**, Univerzitet u Beogradu, Ekonomski fakultet, Beograd
14. Prof. dr **Miroslav Đorđević**, Univerzitet u Kragujevcu, Ekonomski fakultet, Kragujevac
15. Prof. dr **Dušan Zdravković**, Univerzitet u Nišu, Ekonomski fakultet, Niš
16. Prof. dr **Radovan Grandić**, Univerzitet u Novom Sadu, Filozofski fakultet, Novi Sad
17. Doc. dr **Maja Ćirić**, Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu, Novi Sad
18. Prof. dr **Vuk Raičević**, Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu, Novi Sad
19. Prof. dr **Rajko Tepavac**, Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu, Novi Sad
20. Mr **Olga Carić**, Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu, Novi Sad

# Sadržaj | Contents

## ORIGINALNI NAUČNI RADOVİ

**Brdar Jelena**

PRIMENA PORTFOLIO TEHNIKA U POSLOVANJU KOMPANIJA NA FINANSIJSKOJ BERZI

**Brdar Jelena**

THE APPLICATION OF PORTFOLIO TECHNIQUES TO COMPANY OPERATIONS IN STOCK MARKETS

1–17

**Vukajlović Đurđica**

ULOGA STRATEGIJSKOG MENADŽMENTA U UPRAVLJANJU INOVACIJAMA

**Vukajlović Djurdjica**

THE ROLE OF STRATEGIC MANAGEMENT IN INNOVATION MANAGEMENT

18–30

## PREGLEDNI RADOVİ

**Ćirić Maja, Prodanović Radivoj**

STRATEGIJA POZICIONIRANJA ORGANSKIH PREHRAMBENIH PROIZVODA

**Ćirić Maja, Prodanović Radivoj**

POSITIONING STRATEGY OF ORGANIC FOOD PRODUCTS

33–48

## KRATKA ILI PRETHODNA SAOPŠTENJA

**Raičević Vuk, Kovačević Maja**

PRAVNI ASPEKTI ZLOUPOTREBE BERZANSKOG TRŽIŠTA

**Raičević Vuk, Kovacević Maja**

LEGAL ASPECTS OF STOCK MARKET ABUSE

51–62

## STRUČNI RADOVİ

**Dragosavac Miloš**

BAZEL III KAO NOVI INSTITUCIONALNI OKVIR

**Dragosavac Milos**

BASEL III AS A NEW INSTITUTIONAL FRAMEWORK

65–83

**Ugrinov Dragan, Stojanov Aleksander**

FINANSIJSKA REVIZIJA U FUNKCIJI POBOLJŠANJA INFORMATIVNIH MOGUĆNOSTI FINANSIJSKOG IZVEŠTAVANJA

**Ugrinov Dragan, Stojanov Aleksander**

FINANCIAL AUDIT AS A TOOL FOR THE IMPROVEMENT OF FINANCIAL REPORTING INFORMATIVENESS

84–101

## PRIKAZI

**Zvonko Sajfert**

PRIKAZ KNJIGE: POSLOVNI PLAN KAO INSTRUMENT UPRAVLJANJA PREDUZEĆEM

105–109

---

## **ORIGINALNI NAUČNI RADOVI**



## PRIMENA PORTFOLIO TEHNIKA U POSLOVANJU KOMPANIJA NA FINANSIJSKOJ BERZI

Brdar Jelena<sup>1</sup>

**Sažetak:** *Finansijsko tržište je kompleksan, nelinearan i nestacioniran dinamički sistem i kao takav zahteva napredne tehnike za njegovu analizu. Da bi se smanjio finansijski rizik, investitori moraju da izgrade portfolio kao skup investicija u različite hartije od vrednosti. U ovom radu opisuje se Markowitz-eva portfolio teorija i upoređuje sa novim pristupima koji se oslanjaju na prediktivno modelovanje cena akcija na finansijskoj berzi. Glavne slabosti Markowitz-ove portfolio teorije predstavljene su zajedno sa predlozima za njihovo prevazilaženje. Istraživali smo mogućnosti primene tehnike rudarenja podataka (data mining) u kreiranju optimalnih portfolia. Posebno smo eksperimentisali sa neuronskim mrežama koje se učestalo koriste u procesima investicionog odlučivanja. Eksperimentalni podaci preuzeti su sa Google Finance-a i obuhvataju dnevne promene cena akcija 20 analiziranih kompanija za vremenski period od 10 godina. Dobijeni rezultati pokazuju da nova portfolio metoda zasnovana na neuronskim mrežama obećava i proizvodi visoke prinose investicija.*

**Ključne reči:** *portfolio teorija / Markowitz-eva teorija / finansijska berza / diverzifikacija / neuronske mreže / data mining*

### UVOD

U današnjoj modernoj ekonomskoj literaturi gotovo je nemoguće govoriti o bilo kakvom vidu poslovanja, a da se ne uzmu u obzir rizici. Poslovanje kompanija u uslovima jake konkurencije izloženo je riziku opstanka i riziku profitabilnosti, te se zbog toga delokrug aktivnosti kompanija širi i na druga područja poslovanja. Jedno od poslovnih područja koje sve više dobija na značaju jeste uključivanje kompanija u berzansko poslovanje, tj. njihove investicione aktivnosti i ulaganje u hartije od vrednosti.

---

<sup>1</sup> Naftna industrija Srbije, Novi Sad, Narodnog fronta br. 12, e-mail: jelena\_brdar@yahoo.com

Svrha ovog rada tj. *problem* rada jeste da pokaže mogućnosti daljeg razvoja modela ulaganja, koje portfolio menadžeri mogu primenjivati pri donošenju odluka u koje hartije od vrednosti investirati i ostvariti veću zaradu u odnosu na prethodne klasične modele ulaganja, što i jeste osnovni cilj poslovanja svake kompanije. Teži se ka maksimiziranju profita primenom pravilne strategije upravljanja portfolioom hartija od vrednosti. Potrebno je za kupovinu odabrati prave hartije od vrednosti koje će umanjiti rizik od gubitka zbog loših odluka. Klasične metode koje su portfolio menadžeri koristili pri donošenju odluka o kupovini hartija od vrednosti zasnivaju se na teorijskim postulatima Markowitz-eve teorije o investicionom ulaganju. U radu će biti opisan razvoj nove savremene portfolio tehnike zasnovane na primeni neuronskih mreža, koja predstavlja dalji korak u razvoju Markowitz-eve teorije i treba da olakša portfolio menadžerima u odlučivanju u koje hartije od vrednosti uložiti. Razvojem nove tehnike za ulaganje ostvaruje se *cilj* ostvarenja viših prinosa. Strategija upravljanja portfolioom hartija od vrednosti označava primenu određenih kriterijuma za kombinaciju investicionih mogućnosti s ciljem ostvarivanja maksimalne dobiti uz minimalni rizik. Poslednjih godina razvio se niz ovih strategija koje imaju isti cilj, ali se razlikuju u pogledu ocene faktora uspeha i strategija u kreiranju vrednosnih tokova. Portfolio strategija je podesna za predstavljanje sopstvene kompanije, konkurencije i okruženja. Obrađuju se već postojeće informacije kao što će se i u praktičnom delu ovog rada videti, poput postojećih berzanskih indikatora, vrši se redukcija mnoštva rezultata i njihova vizualizacija.

*Predmet* rada je izložen u tri poglavlja. Prvo poglavlje ukazuje na specifičnosti moderne Markowitz-eve portfolio teorije. U drugom poglavlju opisuju se savremene portfolio tehnike zasnovane na primeni neuronskih mreža, prednosti i značaj u odnosu na moderne tehnike ulaganja. Naučno istraživanje u trećem delu ovog rada opisuje kako primena savremenih portfolio teorija može pomoći kompanijama kao investitorima u donošenju što boljih odluka u ulaganju na finansijskoj berzi.

## **MODERNA PORTFOLIO TEHNIKA**

### ***Pojam moderne portfolio tehnike***

Osnovne teorijske postavke moderne portfolio teorije postavio je 1952. godine Harry Markowitz u svojoj doktorskoj disertaciji i u naučnom članku *Portfolio Selection* (Markowitz, 1952). Kasnije, 1990. godine, za doprinos u ekonomiji dodeljena mu je Nobelova nagrada. Po njegovoj tezi investitor poznaje buduće kretanje prinosa koje mu donosi hartija od vrednosti. Odluka investitora zasniva se na izboru one hartije od vrednosti koja mu donosi najveći prinos, izbor samo jedne hartije



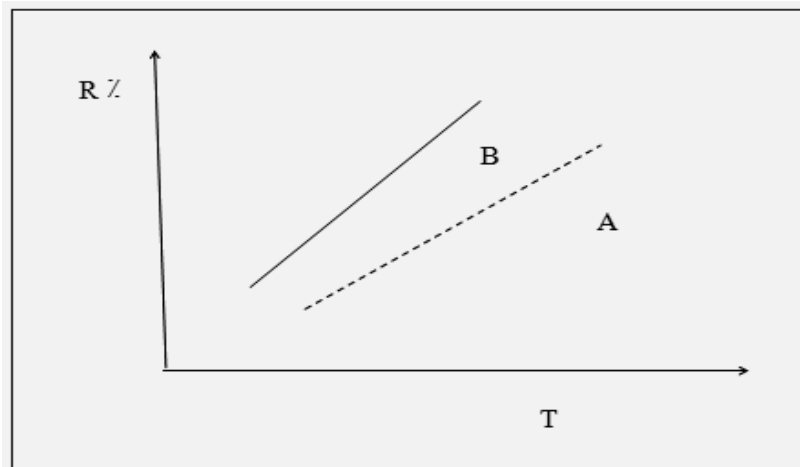
od vrednosti. Kako je ovakva situacija nerealna, rizik bi pri takvim činjenicama bio zanemarljiv i ulagao bi se samo u jednu hartiju od vrednosti. Investitori ne znaju budući prinos sa tolikom preciznošću, zbog čega se u Markowitz-ovoj analizi uključuje i rizik. Razlika između ranijih portfolio teorija i Markowitz-eve jeste što on uvodi i uticaj diverzifikacije u donošenje odluka o investiranju. Model je proširen sa uticajem korelacije – međuzavisnosti kretanja pojedinačnih hartija od vrednosti u portfolioju. Uključivanjem korelacije u analizu bez menjanja prinosa i rizika, investitori mogu ostvariti veći prinos uz isti rizik ili ostvariti manji rizik uz isti prinos, u čemu se ogleda i doprinos ove teorije. Moderna portfolio teorija daje jednostavno rešenje za alokaciju sredstava u hartije od vrednosti. Osnovne funkcije moderne portfolio teorije su u određivanju politike investiranja, u sastavljanju optimalnog portfolia, u minimizaciji rizika i merenju uspešnosti investiranja u odnosu na preuzeti rizik.

### ***Razvoj moderne portfolio tehnike – osnovne teorijske postavke***

Osnovni principi moderne portfolio teorije deluju jednostavno. Ideja za njen razvoj potekla je od Williams-ovog rada *Teorija investicijske vrednosti* (Williams, 1938), u kojem je predlagano da vrednost akcije bude jednaka sadašnjoj vrednosti toka budućih dividendi. Polazeći od Williams-ove ideje Markowitz ju je modifikovao, vrednost akcije je sada predstavljena njenom očekivanom vrednošću budućih diskontovanih tokova dividende.

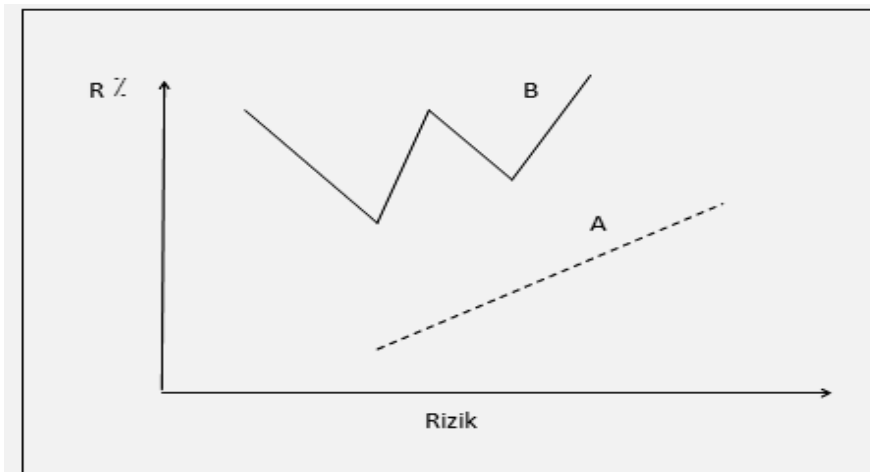
Ako je investitor zainteresovan za očekivanu vrednost akcije mora biti zainteresovan za očekivanu vrednost i portfolija. Ulagач koji sa sigurnošću zna buduće prinose, ulagaće samo u jednu akciju sa najvećom očekivanom stopom prinosa (R%). Situacija u kojoj su poznati sigurni prinosi je nerealna – tada bi se investitor odlučio za višu stopu prinosa. Zbog toga bi se prema Slici br. 1, svaki investitor odlučio za ulaganje u akciju B, nijedan investitor ne bi investirao u akciju A, zbog čega je navedena situacija nerealna. Ukoliko bi više hartija od vrednosti imalo visok prinos tada bi investitori bili indiferentni u odabiru. Takvo ponašanje koje se zasniva na očekivanom prinosu i sigurnoj budućnosti Markowitz odbacuje kao ponašanje racionalnog investitora. Drugi značajni faktor koji treba uvažiti pri donošenju odluke jeste rizik (Slika 2). Na narednim slikama (Slika 1 i 2) prikazana su prethodna objašnjenja.

**Slika 1:** Izbor ulagača između dve akcije sa sigurnim različitim stopama prinosa.



**Izvor:** Markowitz, 1991, str. 469–477.

**Slika 2:** Izbor ulagača između dve akcije sa različitim stopama prinosa i rizikom.



**Izvor:** Markowitz, 1991, str. 470

Na Slici 2 gde se uzima u obzir i rizik predstavljena je realnija slika stvarnosti, gde postoji mogućnost stvarnog izbora. Postoji mogućnost izbora između dve situacije, izbor ulaganja u akciju A koja nudi siguran prinos ili u akciju B koja nosi viši

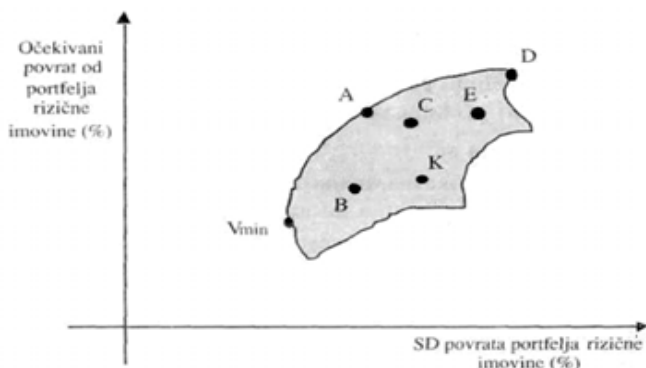
prinos ali i rizik koji se može umanjiti pravilnim izborom hartija od vrednosti u portfoliju, na način koji će umanjiti rizik (diverzifikacija rizika).

### ***Značaj moderne portfolio teorije***

Ukoliko se koristi Markowitz-eva teorija diverzifikacije, rizik portfolija se može spustiti ispod nivoa koji je definisan sistemskim rizikom. Značaj i cilj moderne portfolio teorije ogleda se u rešenju za sastavljanje optimalnog portfolija koji investitorima nudi mogućnost minimiziranja rizika uz maksimiziranje prinosa na uložena sredstva. Moderna portfolio teorija diverzifikuje portfolio racionalnog investitora radi njegove optimalizacije i određivanja cene rizičnih sredstava (Alihodžić, 2010).

Svi investitori imaju averziju prema riziku, kod nekih je ta averzija mala pa su skloni preuzimanju višeg rizika pri investiranju, dok drugi investitori mogu biti visoko averzivni, preferiraju sigurnost u odnosu na viši prinos uz veći rizik. U odnosu na rizik, razlikuju se tri oblika funkcije korisnosti: konkavna (osobe koje izbegavaju rizik), konveksna (osobe koje su sklone riziku) i linearna funkcija korisnosti (osobe koje su neutralne u odnosu na rizik i rukovode se maksimalnim očekivanim prinosom). Prema modernoj portfolio teoriji investitori koji izbegavaju rizik imaju konkavnu funkciju korisnosti (npr. pri izboru dve hartije od vrednosti sa istom stopom prinosa investitor će izabrati onu hartiju koja ima manji rizik). Korisnost za investitora je individualna, svaki investitor ima različitu korisnost od istog ulaganja. Različite kombinacije prinosa i rizika mogu biti jednako privlačne. Racionalni investitor će izabrati portfolio koji za njega ima najvišu funkciju korisnosti. Racionalno ponašanje investitora ukazuje da će pri izboru portfolio investitor uvek izabrati onu investicionu alternativu koja mu daje više. Ukoliko dve alternative nude isto izbor se vrši prema riziku, bira se manje rizična (Vunjak, Ćurčić i Kovačević, 2008). Kod kreiranja portfolija koji ima više od dve mogućnosti ulaganja u rizičnu imovinu, raspoložive investicione mogućnosti mogu se grafički prikazati.

**Slika 3:** Markowitz-ev model portfolio menadžmenta.



**Izvor:** Van Horne, 1995, str. 65.

Polazeći od različitih investicionih mogućnosti, efikasan skup investicionih mogućnosti je gornji deo na Slici 3 (Van Horne, 1995). Portfolio na efikasnom pravcu nalazi se od  $V_{min}$  do  $D$ , ima višu stopu povrata uz istu ili nižu standardnu devijaciju u odnosu na ostale portfolije. Investitori biraju portfolio na efikasnoj granici shodno njihovoj sklonosti riziku. U odnosu na investitorovu funkciju korisnosti bira se kombinacija očekivane stope povrata i standardne devijacije.

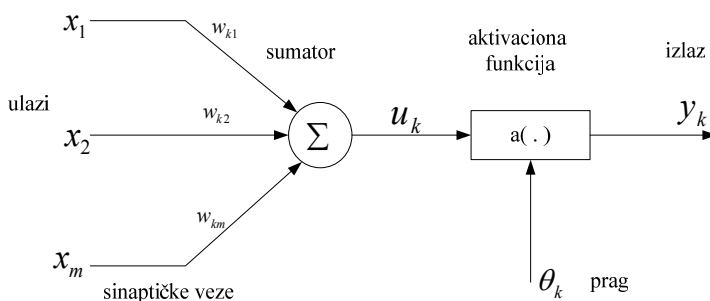
## SAVREMENE PORTFOLIO TEHNIKE

### *Primena data mining-a neuronskim mrežama kao savremene portfolio tehnike*

Veliki broj podataka ukazao je na potrebu za razvojem novih tehnika za analizu podataka. Proces otkrivanja znanja sadržanog u bazama podataka naziva se rudarenjem podataka (*data mining*). U radu je opisana mogućnost *data mining*-a neuronskim mrežama i njihov doprinos u analiziranju kretanja cena akcija na finansijskim berzama i pomoć u poslovanju kompanijama, tj. njenim portfolio menadžerima pri donošenju odluka o racionalnom i efikasnom investiranju. Osnovni cilj primene neuronskih mreža zapravo jeste podrška donosioca odluke u analizi i uočavanju određenih pravilnosti i relacija u podacima, što treba donosiocu odluke da omogući donošenje ispravnih odluka o investicionim poslovima, te se stoga u radu analiziraju mogućnosti inkorporacije izlaza/rezultata neuronske mreže u proces odlučivanja i donošenje odluka o kupovini akcija na finansijskoj berzi. Ne-

uronske mreže predstavljaju nov koncept u analizi podataka. To je oblik implementacije sistema veštačke inteligencije, sastoji se od određenog broja međusobno povezanih čvorova ili procesora nazvanih veštačkim neuronima. Koriste principe ljudskog mozga i njegove strukture kako bi procesirali podatke (*Neuronske mreže kao metod multivarijacione analize – studijski istraživački rad*). Na Slici 4 prikazan je izgled veštačkog neurona (Mihajlović, 2009).

**Slika 4:** Izgled veštačkog neurona.



**Izvor:** Mihajlović, 2009, str. 3.

### ***Značaj savremenih portfolio tehnika***

Neuronske mreže su široku primenu našle u ekonomiji, naročito u oblasti finansija i investiranja. Za donošenje investicionih odluka važnu ulogu imaju procene. Pogrešne procene mogu ugroziti poslovanje kompanije. Loša procena kretanja cena akcija, obveznica, finansijskih derivata može dovesti do velikih gubitaka. Neuronske mreže su jedna od najpopularnijih metoda za prepoznavanje, klasifikaciju, vrednovanje, modeliranje, predviđanje i prognoziranje. U istraživanju su korišćene neuronske mreže iz više razloga – njene primenljivosti kao tehnike modeliranja, uspeha u radu sa nedostajućim podacima, zbog dobrih rezultata u modeliranju sistema gde fizički podaci nisu jasni ili nedostaju.

### ***Razlike između moderne i savremene portfolio tehnike***

Cilj ovog rada jeste da ukaže na nedostatke primene moderne portfolio teorije koja polazi od pretpostavke normalnog rasporeda. Kod Markowitz-eve teorije investitori ulažu svoja finansijska sredstva na osnovu njihove spremnosti da preuzmu rizik i na osnovu očekivanih prinosa. Prema njegovoj teoriji investitor ima određenu količinu novca koju hoće da uloži u kupovinu hartija od vrednosti u početnom trenutku  $t = 0$  i da zadrži do trenutka prodaje  $t = 1$ , kada ponovo može da investira.

Investitor želi da bude nagrađen za tu odloženu potrošnju, ali ta nagrada nije sigurna jer se ne može sa sigurnošću znati vrednost portfolia (zbog toga se i govori o očekivanom prinosu). Dakle, Markowitz u svom radu polazi od očekivanog prinosa i rizika. Želja svakog investitora je da maksimizira prinos i minimizira rizik, što se može postići diverzifikacijom, ulaganjem u više odabranih hartija od vrednosti. Markowitz pretpostavlja da je prinos slučajna promenljiva koju opisuju očekivani srednji prinos i standardna devijacija kao mera rizika. On smatra da investitor odluku o sastavu portfolia treba da zasnuje na osnovu očekivane vrednosti i standardne devijacije, čije se vrednosti mogu dobiti iz istorijskog niza podataka o kretanju cena hartija od vrednosti. Primenom neuronskih mreža *data mining*-a, proširuje se Markowitz-eva teorija, uvode se greške predikcije, odstupanja od očekivanog prinosa. Drugi doprinos je što kretanje očekivanog prinosa nema normalan raspored kao Markowitz-eva teorija u poslovanju na finansijskim berzama. Mnogo su veće oscilacije kretanja cena hartija od vrednosti tako da se odbacuje pretpostavka normalnog rasporeda. Ovim radom se pokušava dati doprinos u smanjenju grešaka pri signaliziranju u koje hartije od vrednosti od 20 analiziranih kompanija treba investirati i samim tim ostvariti veću zaradu uz niži rizik. Opisan je postupak optimizacije, svodenje na optimalan portfolio od akcija 12 kompanija. Izvršena je simulacija za 2012. godinu, praćene su predikcije na osnovu kojih je ulagan osnovni kapital, što je i predstavljeno u eksperimentalnom delu rada.

## **REZULTATI ISTRAŽIVANJA ZASNOVANI NA PRIMENI SAVREMENIH PORTFOLIO TEHNIKA**

Svrha ovog rada je da predstavi mogućnosti veštačke inteligencije, posebno neuronskih mreža kao prediktivne metode koja se koristi kao tehnika za investiciona ulaganja kompanije. Potrebno je kreirati model zasnovan na neuronskim mrežama koji će omogućiti predviđanje kretanja cena akcija na finansijskoj berzi, te analizirati tačnost modela u smislu greške, značajnosti ulaznih varijabli kako bi se ukazalo na značaj prediktora za određivanje cene akcija. Cilj će biti ostvaren primenom metode na uzorku od 20 kompanija pojedinačno, za vremensku seriju od deset godina. Na osnovu analiziranih podataka tih 20 kompanija portfolio menadžeri treba da donesu odluku u koje hartije od vrednosti će uložiti. Problem ovog istraživanja je praćenje uticaja varijabli na kretanje cena akcija. Istraživanje se temelji na podacima prikupljenim na veb-sajtu *Google Finance* (Stock market quotes, 2013) za 20 kompanija. Primenom neuronskih mreža jedan deo podataka služi za obuku, a drugi za testiranje. U konkretnom radu izvršena je obuka 9/10 podataka, a na

1/10 podataka je izvršeno testiranje. Primer za jednu od analiziranih kompanija *Procter & Gamble Company PG* biće opisan u nastavku rada.

Dati skup podataka sastoji se od niza cena akcija za vremensku seriju od deset godina, obuhvata 2.532 podatka. Posmatranjem atributa (ulaznih veličina):

- *open, high, low, close* – cene akcija
- *volume* – obim trgovine
- *dm+* pozitivno usmeren pokretni indikator sa jednačinom,  

$$DM+ = High_t - High_{t-1} \quad (1)$$

- *dm-* negativno usmeren pokretni indikator sa jednačinom,  

$$DM- = Low_t - Low_{t-1} \quad (2)$$

- *EMA20* (20 dnevni eksponencijalni pokretni prosek)  

$$EMA20_t = (2/21) \cdot Close_t + (19/21) \cdot EMA20_{t-1} \quad (3)$$

- *EMA250 – 250* (dnevni eksponencijalni pokretni prosek)  

$$EMA250_t = (2/251) \cdot Close_t + (249/251) \cdot EMA250_{t-1} \quad (4)$$

Izlazna veličina:

- *return* – prinos/povrat ulaganja

Tokom treniranja mreže računaju se i postavljaju inicijalne težine na međuzavisne ulazne varijable zavisno od njihovog konačnog uticaja na izlaznu varijablu. Kao što je prethodno opisano, ne vrši se testiranje na svim podacima – jedan deo se obučava (uči), a nakon toga tako dobijena mreža se testira na uzorku za testiranje i dobijeni rezultat se uzima kao konačno merilo uspešnosti. U fazi testiranja računa se greška na podacima na kojima nije vršeno podešavanje težina. U prvom koraku analize za obradu podataka korišćen je *PyScripter*.<sup>2</sup> Slobodan softver otvorenog koda *Python* integriše razvojno okruženje za Windows. Za obradu podataka nakon toga korišćena je *WEKA* (WaikatoEnvironment for Knowledge Analysis).<sup>3</sup> *WEKA* sadrži kolekciju alata i vizuelizaciju algoritma za analiziranje podataka. Originalna verzija je prvenstveno zamišljena kao sredstvo za analizu podataka u poljoprivredi, ali potpuno nova verzija *Java (WEKA 3)* čiji je razvoj počeo 1997. godine, koristi se u mnogim različitim oblastima primene, pogotovo u oblasti istraživanja. Korišćenjem programskog alata *WEKA* u ovom radu dolazi se do procentualnog prikaza tačnosti i greške u predikciji kretanja cena akcija i bročjanog prikaza signala da li je akcije trebalo kupiti ili ne, i odstupanja od pravih vrednosti za kupovinu.

Na osnovu izračunatih rezultata i rezultata nakon testiranja vrednosti su:

$$\text{Koeficijent korelacije} = 0,8816$$

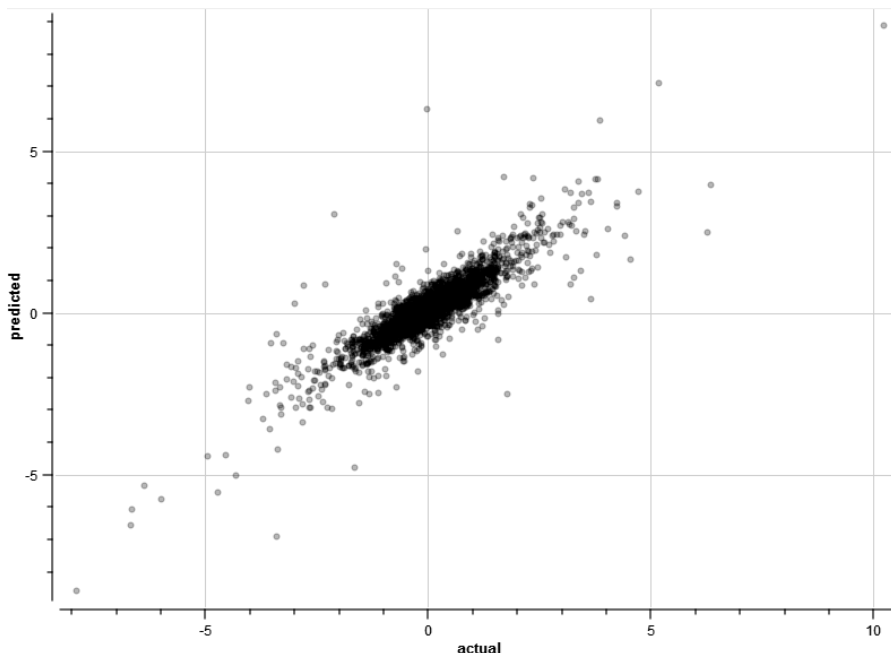
<sup>2</sup> *PyScripter* programski alat, preuzeto sa: [code.google.com/p/pyscripter](http://code.google.com/p/pyscripter).

<sup>3</sup> *WEKA 3* programski alat, preuzeto sa: [www.cs.waikato.ac.nz/ml/weka/downloading.html](http://www.cs.waikato.ac.nz/ml/weka/downloading.html).

Koeficijent korelacije test = 0,9491  
Srednja apsolutna greška ( $MAE$ ) = 0,3795  
Srednja apsolutna greška test ( $MAE$ ) = 0,4151  
Kvadratna greška ( $RMSE$ ) = 0,5558  
Kvadratna greška test ( $RMSE$ ) = 0,4836

Najmanje odstupanje testa tj. predikcija od stvarnih vrednosti dobijena je za kompaniju *Procter&Gamble PG*, što se uočava preko koeficijenta korelacije, srednje apsolutne greške i kvadratne greške. Iz tog razloga, na narednom grafikonu predikcije predstavljene su na  $X$ -osi aktuelne (stvarne) vrednosti, a na  $Y$ -osi predviđene vrednosti. Na osnovu rasporeda predviđenih vrednosti od stvarnih, vidimo da odstupanja nisu velika, što znači da je test bio uspešan, tj. da su rezultati analize ispravni i da će investicione aktivnosti biti profitabilne jer su signali bili ispravni. Slika 5 prikazuje stvarne rezultate i predikcije za kompaniju *Procter&Gamble*. Za grafički prikaz dobijenih podataka korišćen je alat *Orange Data Mining*.<sup>4</sup>

**Slika 5:** *Procter&Gamble* grafikon predikcije.



**Izvor:** Prikaz autora rada, 2013. (korišćenjem alata *Orange Data Mining*).

<sup>4</sup> *Orange Data Mining* programski alat, preuzeto sa [orange.biolab.si](http://orange.biolab.si).



### **Formiranje optimalnog portfolia**

Nakon analize podataka za kompaniju *Procter&Gamble* objašnjeni postupak se izvodi i za preostalih 19 kompanija. Potrebno je izvršiti izbor akcija sa najboljim performansama i da se primenom portfolio analize dođe do optimalnog portfolija koji će imati bolje performanse modela u odnosu na primenu samo moderne portfolio teorije. U eksperimentalnom delu rada korišćen je programski paket *Matlab*<sup>5</sup> gde se može izvršiti raspodela sredstava pomoću finansijskog alata. Alati pružaju sveobuhvatan paket portfolio optimizacije i analize alata za obavljanje alokacije kapitala i procene rizika. Na osnovu analize u *Matlab*-u u koje od 20 izabranih kompanija (*Alcoa inc AA, General electric GE, Du pont DD, Exxon Mobil Corp. XOM, Procter& Gamble co. PG, United Technologies Corp.UTX, The Dow Chemical Company DOW, FMC Corporation FMC, Albemarle Corporation ALB, Alumnia Limited ADR, Centry Aluminium Co. CENX, Siemens AG SI, 3MCO MMM, OSI System Inc. OSIS, BIO – Rad Laboratories Inc. BIO, Medtronic Inc. MDT, Otter Tail Corporation OTTR, Koninklijke Philips Electronics NV PHG, Danaher Corporation DHR, Harvard Bioscience Inc. HBIO*) je potrebno uložiti da bi se ostvarila očekivanja investitora, rezultati koji će biti predstavljeni u ovom radu su formiranje portfolija sačinjenog od akcija 12 kompanija. Postoje i druge mogućnosti pri formiranju portfolija, uz različiti povrat i rizik što je predstavljeno u narednoj tabeli. Rezultati su pokazali predlog za 5 mogućih portfolija. U prvoj tabeli su predstavljeni portfolio povrat i rizik portfolija za svaki od 5 mogućih portfolija, a u drugoj tabeli u koje akcije bi trebalo ulagati i koliki je očekivani povrat.

**Tabela 1:** Rezultati *Matlab*-a – optimalan portfolio, povrat i rizik portfolija.

Portfolio return – portfolio povrat	Portfolio risk – rizik portfolija
0,269733	0,514365
0,376028	0,527387
0,482323	0,566283
0,588618	0,660229
0,694913	1

**Izvor:** Prikaz autora rada, 2013. (za obradu eksperimentalnih rezultata korišćen je alat *Matlab*).

Na osnovu dobijenih rezultata može se uočiti da je u prvom portfoliju najmanji očekivani povrat (0,269733) ali je i najmanji rizik (0,514365) dok predlog portfolija sa najvišim prinosom (0,694913) ima i najveći rizik (1). Veći prinos od inve-

<sup>5</sup> *Matlab* programski alat, preuzeto sa: [www.mathworks.com/products/trial/matlab.html](http://www.mathworks.com/products/trial/matlab.html).

sticionih aktivnosti nosi sa sobom i veći rizik od povrata ulaganja. Za koju kombinaciju akcija u portfoliju će se investitori odlučiti zavisi od njihove averzije prema riziku.

**Tabela 2:** Rezultati *Matlab*-a – optimalan portfolio, izbor kompanija za investiranje i očekivani povrat.

KOMPANIJA	EXP. RETURN-OČEKIVANI POVRAT	PREDLOG PORTFOLIO 1	PREDLOG PORTFOLIO 2	PREDLOG PORTFOLIO 3	PREDLOG PORTFOLIO 4	PREDLOG PORTFOLIO 5
AA	0,149265	0	0	0	0	0
DD	0,096781	0	0	0	0	0
GE	0,259238	0	0,013397	0,0121633	0	0
PG	0,152503	0,079552	0,066104	0,0365223	0	0
UTX	0,153463	0	0	0	0	0
XOM	0,13288	0,022732	0,011492	0	0	0
DOW	0,268796	0,055354	0,073533	0,08081	0	0
FMC	0,206717	0,126815	0,124869	0,109777	0	0
ALB	0,053497	0	0	0	0	0
ADR	0,694913	0,178616	0,226787	0,288785	0,44285	1
CENX	0,544417	0,083498	0,130426	0,182633	0,251683	0
SI	0,087629	0	0	0	0	0
MMM	0,090338	0,025628	0,000559	0	0	0
OSIS	0,470935	0,089741	0,182136	0,270169	0,305466	0
BIO	0,096359	0,090756	0,065598	0,019139	0	0
MDT	0,081841	0,056967	0,02272	0	0	0
OTTR	0,029258	0	0	0	0	0
PHG	0,173412	0,010136	0	0	0	0
DHR	0,202514	0	0	0	0	0
HBIO	-0,087879	0,180205	0,082379	0	0	0

**Izvor:** Prikaz autora rada, 2013. (za obradu eksperimentalnih rezultata korišćen je alat *Matlab*).

Kod predloga prvog portfolija, prinos je najmanji ali je ujedno i rizik najmanji, predlaže se ulaganje u akcije 12 kompanija. Kod drugog portfolija, prinos je nešto veći (0,376028) ali i rizik (0,527387) u odnosu na prvi portfolio, i predlaže se takođe ulaganje u akcije 12 kompanija. Razlika u odnosu na prvi portfolio je veći rizik od povrata uloženi sredstava. Treći predlog portfolija nosi još veći prinos (0,482323) uz još veći rizik (0,566283), predlog ulaganja u akcije 8 kompanija. Četvrti portfolio sa još većim mogućim prinosom (0,588618) ali uz još veći rizik (0,660229) predlaže investiranje u akcije 3 kompanije. I kod petog portfolija, kao što je već opisano,

najveći prinos ali i rizik u odnosu na prethodne portfolije i predlog ulaganja u akcije samo jedne kompanije – razlog tome je što investiranjem u akcije samo jedne kompanije postoji veća mogućnost gubitka ukoliko očekivana kretanja akcija budu pogrešna jer nema mogućnosti da se gubitak kod jedne kompanije diverzifikuje dobitkom kod drugih kompanija. U radu će biti opisan predlog portfolija 1, sa najmanjim prinosom ali i najmanjim rizikom. Rezultati analize su pokazali da treba uložiti od 20 analiziranih kompanija u akcije 12 kompanija. Iznos od 1.000,00 \$ je procentualno prema rezultatima analize uložen u tih 12 kompanija (Tabela 3).

**Tabela 3:** Prikaz rasporeda 1.000,00 \$ banke na hartije od vrednosti 12 kompanija.

HBIO	ADR	FMC	BIO	OSIS	CENX	PG	MDT	DOW	MMM	XOM	PHG
180,00\$	179,00\$	127,00\$	91,00\$	90,00\$	83,00\$	79,00\$	57,00\$	55,00\$	26,00\$	23,00\$	10,00\$

**Izvor:** Prikaz autora rada, 2013. (hipotetičko ulaganje u vrednosti od 1.000 \$).

U portfoliju je 12 kompanija. Optimizacijom portfolija, od 20 kompanija izabrano je 12 u koje se ulaže. Dati su početni iznosi kapitala koji se ulažu u kupovinu akcija. Akcije su kupovane tog dana po *close* ceni i prodavane sutradan po *close* ceni. Analiza investicionih aktivnosti vrši se za period 03.01–13.07.2012. godine. U narednoj tabeli će se izračunati zarada za kompaniju *Harvard Bioscience*. Kod svakog narednog ulaganja polazi se od uvećanog kapitala po osnovu prethodne transakcije i taj iznos kapitala množi se sa stvarnom vrednošću. Kada je signal rasta akcija predikcija veća od 1,5 to je signal da je akcije potrebno kupiti pod pretpostavkom da su akcije dostupne za kupovinu. Dakle, u eksperimentu je rađena simulacija za 2012. godinu. Na osnovu predikcija ulagan je osnovni kapital pod pretpostavkom da su akcije dostupne po *close* ceni i nisu uračunati troškovi transakcije koji umanjuju ostvarenu zaradu.

**Tabela 4:** Kompanija *Harvard Bioscience, INC.*, *HBIO*, početno ulaganje 180,00 \$.

Broj transa.	Datum transakcije	Uloženo ( \$ )	Ostvareno ( \$ ) = actual * sum uloženo
1.	19.01.2012.	180,00	0,022 · 180,00 = 3,96
2.	02.02.2012.	183,96	0,01703 · 183,96 = 3,13
3.	08.02.2012.	187,09	0,03325 · 187,09 = 6,22
4.	17.02.2012.	193,31	0,02163 · 193,31 = 4,18
5.	23.02.2012.	197,49	0,0241 · 197,49 = 4,76

Broj transa.	Datum transakcije	Uloženo ( \$ )	Ostvareno ( \$ ) = actual * sum uloženo
6.	23.03.2012.	202,55	$0,07612 \cdot 202,55 = 15,42$
7.	26.03.2012.	217,96	$0,06586 \cdot 217,96 = 14,35$
8.	16.04.2012.	232,31	$0,02792 \cdot 232,31 = 6,47$
9.	08.05.2012.	238,8	$0,02743 \cdot 238,8 = 6,55$
10.	21.05.2012.	245,35	$0,02949 \cdot 245,35 = 7,23$
11.	06.06.2012.	252,58	$0,07843 \cdot 252,58 = 19,81$
12.	08.06.2012.	272,39	$0,03457 \cdot 272,39 = 9,42$
13.	26.06.2012.	281,81	$0,03143 \cdot 281,81 = 8,86$
14.	27.06.2012.	290,67	$0,01939 \cdot 290,67 = 5,64$
15.	13.07.2012.	296,31	$0,02981 \cdot 296,31 = 8,83$
Σ	Ostvareno na osnovu ulaganja u akcije HBIO, bez troškova trans.	305,14	

**Izvor:** Prikaz autora rada, 2013. (računato na osnovu dobijenih predikcija u radu koji signaliziraju kupovinu i na osnovu hipotetičkog ulaganja u kompaniju *HBIO*).

Ulaganjem kapitala od 180,00 \$ u akcije kompanije *HBIO* ostvareno je nakon svih transakcija u 2012. godini – 305,14 \$. Bilo je ukupno 15 signala za kupovinu akcija u posmatranom periodu. Pretpostavka je da su akcije bile dostupne za kupovinu i u ostvarenu zaradu nisu uračunati troškovi transakcije.

Procentualna zarada na osnovu ulaganja u kompaniju *HBIO*:

$$305,14 - 180,00 = 124,86 : 180,00 = 0,6952 \cdot 100\% = 69,52\%$$

Ulaganjem u kompaniju *HBIO* početni kapital je uvećan za 69,52%. Navedeni proračuni su izvršeni i pojedinačno za preostalih 11 kompanija da bi na kraju rezultat formiranog portfolija svih 12 kompanija u koje banka investira iznosio:

$$1537,32 - 1000,00 = 537,32 : 1000,00 = 0,5373 \cdot 100\% = 53,73\%$$

Početni kapital od 1000,00 \$ ulaganjem u akcije 12 kompanija uvećan je i iznosi 1537,32 \$. Procentualno uvećanje kapitala je 53,73% pod pretpostavkom da su akcije bile raspoložive za kupovinu po *close* ceni i da u ostvarenu zaradu nisu uračunati troškovi transakcija. Primenom neuronskih mreža *data mining*-a postignut je cilj ovog rada – da je poboljšana Markowitz-eva teorija i da su dobijeni bolji signali za investiranje u akcije i formiranje optimalnog portfolija shodno investitorovoj averziji prema riziku. Ukoliko bi portfolio menadžeri doneli strategiju o ulaganju sa

visokim rizikom mogli bi sav svoj početni kapital uložiti u akcije kompanije *ADR*, uz mogućnost ostvarenja najviše stope prinosa, ali i uz preuzimanje najvišeg rizika.

## ZAKLJUČAK

Osnovni cilj ovog rada je uspostavljanje optimalnog investicionog portfolija, idealne kombinacije hartija od vrednosti sa stanovišta rizika, prinosa i proporcije u portfoliju koja obezbeđuje najveći mogući stepen korisnosti. U osnovi, neophodno je kombinacijom investicionih alternativa pronaći efikasan skup, kao presek skupa investicija sa minimalnim rizikom i maksimalnim prinosom. Pravilnom strategijom upravljanja portfoliom hartija od vrednosti menadžeri su planirali, doneli odluku i izvršili alokaciju 1000,00 \$ u hartije od vrednosti 12 kompanija. Strategija se zasnivala na korišćenju novih tehnika koje su još uvek nedovoljno razvijene, a njihove mogućnosti primene daju visoke profite što i jeste cilj poslovanja kompanija sa hartijama od vrednosti. Neuronske mreže predstavljene u radu je upravo jedna od relativno novih tehnologija. U radu je opisana mogućnost *data mining*-a neuronskim mrežama i njihov doprinos u analiziranju kretanja cena akcija na finansijskim berzama i pomoć u poslovanju kompanija pri donošenju odluka o racionalnom i efikasnom investiranju. Eksperimentalnom primenom navedene tehnike u upravljanju i formiranju optimalnog portfolija ostvarena je zarada od 53,73%, dok se u praksi podrazumeva da se korišćenjem klasičnih metoda za investiciona ulaganja ostvaruje zarada 20%–30%. Dakle, rezultati istraživanja su pokazali doprinos date nove strategije koja donosi veću zaradu nego klasične metode.

Doprinos ovog rada je dalji razvoj nauke u oblasti investicionog poslovanja primenom savremenih portfolio tehnika, kao naučne oblasti koja je još uvek slabo razvijena i oblast koja će se sve više razvijati. Ono što bi bilo zanimljivo pri donošenju strategijskih odluka o upravljanju hartijama od vrednosti je uvođenje eksperimentalnih podataka u ulazne veličine i kretanje makroekonomskih podataka (stope inflacije, poreske politike, deviznog kursa, političke situacije) jer bi kretanje ovih indikatora uticalo na kretanje cena hartija od vrednosti. Na osnovu svega iznetog, može se zaključiti da je ostvarivanje prihoda po osnovu investicionih aktivnosti značajno za kompanije, da zahteva veliko znanje njenih portfolio menadžera i razvoj novih strategija i tehnika upravljanja portfoliom hartija od vrednosti. Predstavljeno istraživanje u radu rađeno je po uzoru na rad *Prediction-Based Portfolio Optimization Model using Neural Networks* (Freitas, Souza i Almeida, 2009) uz određene izmene u analiziranim kompanijama i ulaznim veličinama za analizu.

## THE APPLICATION OF PORTFOLIO TECHNIQUES TO COMPANY OPERATIONS IN STOCK MARKETS

Brdar Jelena

**Abstract:** *Financial market is a complex, non-linear and non-stationary dynamic system and as such requires advanced analysis techniques. To reduce financial risk, investors must develop a portfolio to allocate investment into a set of different assets. In this paper we describe the Markowitz portfolio theory and compare it to a new approach that relies on predictive modeling of stock market prices. The main weaknesses of the Markowitz portfolio theory are presented along with possible suggestions for overcoming them. We also explored the possibility of incorporating data mining techniques into the creation of an optimal portfolio of securities. We especially experimented with neural networks that have been extensively used in the investment decision-making processes. Experimental data were obtained from Google Finance and they include daily changes in stock prices of 20 companies in the interval of 10 years. The obtained results show that the new portfolio method based on neural networks is promising and brings a high return on investment.*

**Key words:** *Portfolio theory / the Markowitz theory / stock market / diversification / neural networks / data mining*

### LITERATURA

1. Alihodžić, A. (2010). Moderna portfolio teorija i diverzifikacija. *Bankarstvo*, 39 (11–12), 62–78.
2. Freitas, D. F., Souza, F. A., Almeida, R.A. (2009). Prediction-Based Portfolio Optimization Model using Neural Networks. *Neurocomputing*, 72 (1), 2155–2170.
3. Markowitz, H. M. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7 (1), 77–91.
4. Markowitz, H. M. (1991). Foundantion of Portfolio Theory. *The Journal of Finance*, 44 (2), 469–477.
5. Milosavljević, M. (2005). *Neuronske mreže: radni materijal*, Beograd, Elektrotehnički fakultet. Van Horne, C. J. (1995). *Finansijsko upravljanje i politika*, Zagreb, Mate.
6. *Stock market quotes*. (2013, Septembar 15). Google Finance, Preuzeto sa: <http://www.google.com/finance>

7. Vunjak, M. N., Ćurčić, N. U., Kovačević, D. Lj. (2008). *Korporativno i investiciono bankarstvo*, Subotica, Ekonomski fakultet.
8. Williams, B. J. (1938). *The Theory of Investment Value*, Cambridge, Harvard University Press.

## ULOGA STRATEGIJSKOG MENADŽMENTA U UPRAVLJANJU INOVACIJAMA

Vukajlović Đurđica<sup>1</sup>

**Sažetak:** *Savremeni uslovi poslovanja zahtevaju inoviranje, koje mora da se sprovodi planski i da se sastoji od neophodnih koraka koji će u što većem procentu garantovati uspeh inovacije. Strategijski menadžment kroz viziju, misiju i ciljeve poslovanja treba da obuhvati promene i inovativne aktivnosti kako bi se smanjivala neizvesnost inovativnih aktivnosti. Sprovedeno istraživanje na 87 organizacija pokazalo je da 33,3% organizacija ima jasno postavljenu viziju, misiju i ciljeve, 32,2% organizacija nema, a s vremena na vreme postoji samo u 21,8% organizacija. Iako su inovativne aktivnosti (kvalitet i učestalost inovacija koje organizacija uvodi, kvalitet upravljanja inovacijama koje se uvode u organizaciji i stepen sagledavanja internog i eksternog okruženja pre uvođenja inovacija) ocenjene iznad prosečno, istraživanje je pokazalo da postojanje vizije, misije i ciljeva poslovanja značajno utiče na inovativnu aktivnost i kvalitet inovacija koje se sprovode. Ovo ukazuje na značajnu povezanost strategijskog menadžmenta i inovativne aktivnosti, koja treba da bude deo planiranja i da se sprovodi kroz strategijske aktivnosti.*

**Ključne reči:** *strategijski menadžment / inovacije / organizacije*

### UVOD

Savremeni uslovi poslovanja obiluju šansama, ali i pretnjama koje mogu da dovedu u pitanje celokupno poslovanje organizacije. Konkurencija je jaka, a veliki broj proizvođača i ponuđača istih ili sličnih proizvoda i usluga upućuje na stalne promene, usavršavanje kroz uvođenje inovacije u svim segmentima poslovanja. Revolucionarne inovacije su retke. Organizacije moraju da traže svoju tržišnu priliku kroz male promene koje će da vode ka tržišnom uspehu. Iz tog razloga neophodna je smišljena aktivnost koja će inovacije postaviti kao strategijski cilj, a strategijski planski osmišljenim promena pomeriti *status quo*, kao stanje koje je neprihvatljivo u dinamičnom okruženju.

<sup>1</sup> Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu, Novi Sad, Cvečarska br. 2, e-mail: djurdjicazrnica@gmail.com



## INOVACIJE I INOVATIVNA AKTIVNOST

Da bi ostvarile poslovni uspeh, organizacije moraju da imaju određenu poslovnu strategiju. Jedna od strategija koja je danas karakteristična za uspešne organizacije je i inovaciona strategija, usmerena na stalno uvođenje novina, kroz smišljeniju aktivnost u svim fazama poslovanja organizacije. Novine ne znače samo nove proizvode i usluge, već i nove načine poslovanja, koji dovode do racionalizacije poslovanja. Organizacije mogu da odluče da nemaju inovacionu strategiju. Te organizacije jednostavno ne inoviraju, odnosno inovacije nisu deo njihove strategije. Ipak, ne znači da te organizacije ne uvode neke oblike inovacije, ali to čine od slučaja do slučaja, bez usklađivanja sa poslovnom strategijom, bez razvoja inovacionih procesa i svih komponenti koje su ključne za uspeh.

Odluke o inovacijama treba da budu donesene na sistemski način. Imperativ za organizacije je da predano i temeljno pristupe inovacijama kako bi kreirale inovacionu strategiju, inovacioni portfolio i kako bi uspostavile prioritete koji najbolje odgovaraju poslovnoj strategiji i situaciji.

Klima za kreativnost i inovacije treba da se promoviše kroz generacije kako bi se podsticala upotreba novih proizvoda, usluga i načina rada. Ovakava klima podržava razvoj, asimilaciju i korišćenje novih i različitih pristupa, prakse i koncepata. Ovo je povezano sa širokim dometom inovativnih autputa: nove ideje, poboljšanje procesa, novih proizvoda ili novih poduhvata (Bessant i Tidd, 2007).

Bessant i Tidd (2007) navode potrebne aktivnosti organizacije za razvoj inovativnog procesa. One se mogu posmatrati kao:

- traženje signala da bi se generisale mogućnosti za inovacije – signali za inovacije mogu da se jave iz novih tehnoloških mogućnosti, zahteva tržišta, mogu biti rezultat pritiska aktivnosti konkurencije ili mogu biti jednostavno neka dobra ideja koju je neko smislio;
- strategijska selekcija mogućnosti koje treba preduzeti u budućnosti – problem sa inovacijama je njihova povezanost sa rizikom. Tako se ova faza povezuje sa strategijskim izborima – da li ideja odgovara poslovnoj strategiji, da li se zasniva na nečem poznatom, da li postoje veštine i sredstva da bi se preduzele aktivnosti na njenoj realizaciji;
- implementacija – pretvaranje ideje u stvarnost. Kada se izabere odgovarajući signal i napravi strategijska odluka, sledeći korak je pretvaranje ideje u stvarnost. Kroz ovu fazu neopodno je balansirati kreativnost i ideje kroz brojne probleme na koje se nailazi u procesu implementacije.

Globalni inovacioni indeks (*Global Innovation Index*) je pokrenula poslovna škola INSEAD 2007. godine (Dutta, 2012). Ideja je da se osavremeni način merenja inovacija i prevaziđe tradicionalni pristup zasnovan na merama poput broja patenata, broja objavljenih članaka u naučnim časopisima ili ulaganje u istraživanje i razvoj. Globalni inovacioni indeks prihvata široko primenjenu i razvijenu definiciju inovacije predstavljenu u Oslo Manual (OECD, 2005), a razvijenu od strane OECD-a. Prema toj definiciji „inovacija je implementacija novog ili značajno poboljšanog proizvoda (robe ili usluga), novog procesa, novog marketing metoda, ili novog organizacionog metoda u poslovnoj praksi, radnom prostoru organizacije ili eksternim odnosima”. Ova definicija reflektuje evoluirajuću prirodu inovacija. Ranije su se inovacije posmatrale i fokusirale na istraživanje i razvoj proizvoda proizvedenih pojedinačno ili u prerađivačkoj industriji. Ovakve vrste inovacija bile su rezultat visoko edukovane radne snage u R&D intenzivnim organizacijama. Danas, inovativna sposobnost se posmatra više kao korišćenje novih tehnoloških kombinacija, inkrementalnih inovacija i „inovacija bez istraživanja”.

Globalni inovacioni indeks treba da prevaziđe tradicionalni način merenja inovacija, uz uključivanje novih varijabli merenja. On se računa kao prosek dva podindeksa: ulazni inovacioni podindeks i izlazni inovacioni podindeks, a izražava se na skali od 0 do 100. Ulazni inovacioni podindeks obuhvata pet grupisanih elemenata koji bi trebalo da omogućе inovacije:

1. institucije;
2. ljudski kapital i istraživanje;
3. infrastrukturu;
4. marketing sofisticiranost;
5. poslovnu sofisticiranost.

Izlazni inovacioni podindeks obuhvata:

1. znanje i tehnološki output;
2. kreativne outpute.

Vidi se da je za inovacije neophodna široka lepeza aktivnosti i resursa, što upućuje da se inovacije više ne mogu posmatrati kao aktivnost koja se sprovodi slučajno i neplanski.

Inovacioni lideri nisu ni geografski ni po broju stanovnika velike zemlje, niti su bogate prirodnim resursima. Većina su relativno male države, pri čemu svaka ima manje od 0,5% svetske populacije. Inovacija je globalna pojava jer je raspoređena širom sveta. Uz sve ovo, poredak i rasprostranjenost inovacionih lidera se polako menja. Tako npr. iako još uvek nije došla među prvih 30 po inovativnosti, Kina

će uskoro po ovom pokazatelju početi da sustiže svoje rivale. Prvih 10 zemalja na lestvici globalnog inovacionog indeksa jesu zemlje koje imaju visok prihod, uglavnom evropske zemlje, Singapur, Hongkong i USA. Prva zemlja koja ima viši do srednji prihod u nizu jeste Letonija i nalazi se na 30. mestu, što znači da čak prvih 30 zemalja spada u zemlje sa visokim prihodom (Tabela 1). Prva od zemalja koja ima niži do srednji prihod jeste Moldavija i nalazi se na 50. mestu, dok je Kenija prva od zemalja koje imaju nizak prihod i nalazi se na 96. mestu. Od zemalja jugoistočne Evrope najbolje je rangirana Hrvatska na 42. mestu, slede Bugarska, Poljska, Crna Gora, a Srbija se nalazi na 46. mestu. Moldavija je na 50. mestu, Rumunija je na 52, a Grčka na 66. mestu. Najgore rangirana je Bosna i Hercegovina – na 72. mestu.

**Tabela 1:** Pregled globalnog indeksa inovativnosti u 2012. godini posmatrano u odnosu na prihod i region.<sup>2</sup>

ZEMLJA	GLOBALNI INDEKS INOVATIVNOSTI		PRIHOD	REGION
	2012	RANG		
Švajcarska	68,2	1	HI	EUR
Švedska	64,8	2	HI	EUR
Singapur	63,5	3	HI	SEAO
Finska	61,8	4	HI	EUR
Velika Britanija	61,2	5	HI	EUR
Holandija	60,5	6	HI	EUR
Nemačka	59,9	7	HI	EUR
Hongkong (Kina)	58,7	8	HI	SEAO
Irska	58,7	9	HI	EUR
USA	57,7	10	HI	NAC
Malta	56,1	16	HI	EUR
Estonia	55,3	19	HI	EUR
Letonija	47,0	30	UM	EUR
Kina	45,4	34	UM	SEAO
Hrvatska	40,7	42	HI	EUR
Bugarska	40,7	43	UM	EUR
Crna Gora	40,1	45	UM	EUR
Srbija	40,0	46	UM	EUR

<sup>2</sup> Grupe po prihodu klasifikovane su prema klasifikaciji Svetske banke: HI – visok prihod (*High Income*), UM – visok do srednji prihod (*Upper-middle income*), LM – niži do srednji prihod (*Lower Middle Income*), LI – nizak prihod (*Low Income*). Regioni su klasifikovani prema klasifikaciji Ujedinjenih nacija: EUR – Evropa, NAC – Severna Amerika, LCN – Latinska Amerika i Karibi, CSA – Centralna i Južna Azija, SEAO – Jugoistočna Azija i Okeanija, SSF – Saharska Afrika

ZEMLJA	GLOBALNI INDEKS INOVATIVNOSTI			
	2012	RANG	PRIHOD	REGION
Moldavija	39,2	50	LM	EUR
Rumunija	37,8	52	UM	EUR
Indija	35,7	64	LM	CSA
Grčka	35,3	66	HI	EUR
Bosna i Hercegovina	34,2	72	UM	EUR
Paragvaj	31,6	84	LM	LCN
Šri Lanka	29,1	94	LM	CSA
Kenija	28,9	96	LI	SSF
Mali	25,4	119	LI	SSF
Nepal	26,0	113	LI	CSA
Zimbabve	25,7	115	LI	SSF

**Izvor:** Dutta, 2012, str. 8.

Od 2012. godine računa se inovacioni indeks efikasnosti (*Innovation Efficiency Index*). Dok se globalni indeks inovativnosti računa kao prosek input i output podindeksa, inovacioni indeks efikasnosti se računa kao odnos ovih podindeksa. Inovativni indeks efikasnosti dizajniran je da neutrališe razlike u razvijenosti zemlje i podatke koje ovo reflektuje. Tako je analiza grupe ulazaka za nivo efikasnosti praktično presudan, s obzirom da privrede mogu dostići relativno visok nivo efikasnosti zbog praktično malog nivoa ulaza.

Prvih deset zemalja u rangu inovacionog indeksa efikasnosti jesu zemlje koje su dobre u prevazilaženju relativnih slabosti njihovih ulaznih podindeksa sa robusnim output rezultatima. U Tabeli 2. se vidi da u rangu prvih 10, samo su četiri zemlje od onih koje imaju visok prihod, dok nijedna zemlja iz kategorije zemalja sa malim prihodom nije ušla u prvih 10. Samo su Švajcarska i Holandija zemlje koje su u prvih 10 po globalnom inovacionom indeksu i po inovacionom indeksu efikasnosti. Nivo efikasnosti inovacija svakako mora biti analiziran po svim pokazateljima koji imaju uticaj na inovativnost.

**Tabela 2:** Inovacioni indeks efikasnosti.<sup>3</sup>

ZEMLJA	RE	IR	AR	R	P	R	P	GDP
Kina	1	55	19	36	UMI	SAO	1,348.1	8,394.1
Indija	2	96	40	56	LMI	CSA	1,206.9	3,703.5
Moldavija	3	79	30	49	LMI	EUR	3.6	3,383.0

<sup>3</sup> RE – rang efikasnosti; IR – input rang; AR – output rang; R – razlika; P – prihod; R – region, P – populacija (u milionima), GDP – bruto domaći proizvod.

ZEMLJA	RE	IR	AR	R	P	R	P	GDP
Malta	4	27	4	23	HI	EUR	0.4	25,782.7
Švajcarska	5	4	1	3	HI	EUR	7.8	43,508.6
Paragvaj	6	103	62	41	LMI	LCN	6.5	5,548.9
Srbija	7	65	36	29	UMI	EUR	7.4	10,661.3
Estonija	8	24	8	16	HI	EUR	1.3	20,182.1
Holandija	9	15	3	12	HI	EUR	16.7	42,330.7
Šri Lanka	10	115	76	39	LMI	CSA	20.5	5,609.4
Zimbabve	13	130	92	38	LI	SSF	12.6	471.7
Mali	19	131	97	34	LI	SSF	13.8	1,328.1
Nepal	23	127	95	32	LI	CSA	28.5	1,328.1
Hrvatska	63	44	45	-1	HI	EUR	4.4	18,338.5
Bugarska	49	47	42	5	UMI	EUR	7.5	13,562.9
Crna Gora	50	48	44	4	UMI	EUR	0.6	11,228.1
Rumunija	77	51	57	-6	UMI	EUR	21.4	12,357.9
Bosna i Hercegovina	102	66	80	-14	UMI	EUR	3.9	8,174.1
Grčka	124	50	82	-32	HI	EUR	11.2	27,624.3

**Izvor:** Dutta, 2012, str. 23.

Ukoliko se pogledaju zemlje u okruženju, u odnosu na inovacioni indeks efikasnosti, može se videti da je najbolje rangirana Srbija, na 7. mestu (dok je po globalnom indeksu efikasnosti na 46. mestu), slede Bugarska na 49. mestu, Crna Gora na 50, Rumunija je na 77, Bosna i Hercegovina na 102, i Grčka na 124. mestu. Iz ovoga se mogu videti velike razlike u pogledu rangiranja zemalja u odnosu na globalni inovacioni indeks, s obzirom da inovacioni indeks efikasnosti neutrališe razlike u razvijenosti ekonomija.

Inovativna aktivnost na nivou države zavisi od pojedinih inovativnih aktivnosti privrednih subjekata. Goreprikazani pokazatelji dokazuju da inovacije ne zavise samo od razvijenosti zemlje, iako ih razvijenost potpomaže. To ukazuje da je neophodna sveobuhvatna i konstantna aktivnost privrednih subjekata na pospešivanju inovacija, kako bi se neutralisali negativni uticaji manje razvijenih zemalja i prevažišli zaostaci u odnosu na razvijene.

## INOVACIJE KAO DEO STRATEGIJSKOG MENADŽMENTA

Organizacije su danas suočene sa promenama i promenljivim situacijama. Promene mogu da budu minorne ili značajne, ali uvek postoji promena sa kojom menadžeri moraju da se suoče. Strateški menadžment je važan jer se primenjuje u mnogim odlukama koje donose menadžeri. Jedna od tih odluka jeste i odluka o inoviranju, i uvođenje inovacija na kratkoročnom i dugoročnom nivou.

Prema Paley-u (2005), u praksi se mogu naći dve strategije menadžmenta:

- strategija kao umetnost koordinacije sredstva (novac, ljudski resursi i materijali) u cilju postizanja ciljeva (profit, zadovoljstvo kupaca i rast organizacije) na način na koji je definisano misijom i ciljevima organizacije;
- strategija koja se definiše kao akcija za postizanje dugoročnih ciljeva, na tri nivoa: prvi – viši nivo ili korporativna strategija koja ima za cilj da se rasporede resursi organizacije ka višim ciljevima vizije u budućnosti; drugi – srednji nivo poslovnih jedinica, odeljenja ili proizvodne linije koji je precizniji od korporativnog nivoa strategije; treći – niži nivo strategije ili taktike koji je u korelaciji sa biznis planom i budžetskim procesom.

Deo inovativnih aktivnosti se planira na korporativnom nivou, uglavnom inovativne aktivnosti koje se tiču radikalnih promena i inovacija, dok se deo inovativnih aktivnosti planira na nivou poslovnih jedinica ili strategija i taktika, kao odgovora na kretanja u okruženju i prilagođavanja uslovima poslovanja.

Prema Robins-u i Coulter-u (2005), proces strateškog menadžmenta sastoji se iz nekoliko koraka:

1. identifikovanje misije, ciljeva i strategije organizacije – svakoj organizaciji je potrebna misija i cilj poslovanja organizacije. Menadžerima je važno da utvrde aktuelne ciljeve i strategije, kao i one koje treba da se primenjuju u budućnosti, kako bi se ostvarila konkurentna prednost kroz prilagođavanje promenama i samostalnog kreiranja inovacija;
2. eksterna analiza – menadžeri u svakoj organizaciji treba da vrše eksternu analizu, kako bi znali npr. šta konkurencija radi, koja je ponuda radne snage i sl. Na taj način organizacija može blagovremeno da odgovori na promene ili samostalno da ih inicira kako bi se ostvarila konkurentna prednost;
3. interna analiza – treba da dovede do jasne procene resursa organizacije (kao što je finansijski kapital, tehnička ekspertiza, kvalifikovani kadrovi i sl.). Resursi organizacije predstavljaju ulazni inovacioni podindeks, koji za rezultat treba da da izlazni inovacioni podindeks, što je osnova globalnog inovacionog indeksa;
4. formulisanje strategije – interna i eksterna analiza daje osnov za formulisanje strategije. Strategija je formulisana kada menadžeri naprave skup strategija koje organizaciji pružaju relativnu prednost u odnosu na konkurente;
5. implementacija strategije – strategija je dobra samo onoliko koliko se dobro primenjuje, što znači ukoliko se ideja ne sprovede u delo, inovacija ne daje očekivane rezultate;
6. ocena rezultata – krajnji stepen strateškog menadžmenta jeste ocena rezultata, utvrđivanje koliko su primenjivane strategije bile efektivne.

Prema Bartol-u i Martinu-u (1994) promena je bilo koja alternativa *statusa quo*, dok su inovacije više specijalizovane vrste promena. Inovacija je nova ideja primenjena da bi se poboljšali procesi, proizvodi ili usluge. Uslov uvođenja inovacija je da organizacija primeni određene korake kao bi se postigao uspeh. Inovacije koje se sprovode na osnovu ideje, bez prethodnog sagledavanja misije i ciljeva organizacije, internog i eksternog okruženja, vrlo retko su uspešne. Iz tog razloga neophodni su strategijski plan i analiza.

Svaka organizacija mora da ima određen pravac kojim se kreće. Bilo bi nedopustivo da se svi kreću u pravcu ličnih interesa i subjektivnih ideja u određivanju razvoja organizacije (Morris, 2005). Ideje pokreću organizaciju ka promenama i inovacijama. Ipak, samo one smišljene koje su usmerene u pravcu razvoja i koje su „ugrađene” u viziju i misiju preduzeća jesu održive i mogu da rezultiraju poslovnim uspehom.

Nauka uči da je ispravan pristup u donošenju odluka izbor pravca delovanja koji obećava maksimalnu korist. Ipak, osnovna dilema u donošenju odluka jeste koja odluka daje najbolji ishod. Nikada se sa sigurnošću ne mogu predvideti posledice aktivnosti. Iskustvo pokazuje da ne postoje dobre ili loše odluke već se zahteva racionalan izbor. Većina ideja i odluka mogu da izgledaju dobro na papiru, dok se u praksi pokažu sasvim drugačije (Drummond, 2001). Ideja koja vodi ka inovaciji, ukoliko se posmatra izolovano od organizacije, njenog okruženja, trenutnog poslovanja i budućih aktivnosti, samo u malom broju slučajeva može da dovede do uspeha.

## **METODOLOGIJA ISTRAŽIVANJA**

U sprovedenom istraživanju pošlo se od pokazatelja indeksa inovativnosti i pokazatelja koji opredeljuju uspeh inovacije od nastanka ideje, pa do njenog tržišnog potvrđivanja kroz inovaciju. Prema globalnom indeksu inovativnosti, Srbija se nalazi na 46. mestu, dok se po indeksu efikasnosti nalazi na 7. mestu. Znači, Srbija zauzima mnogo povoljniju poziciju u pogledu inovacija, kada se neutrališu parametri koji pokazuju razvijenost zemlje. Teorijska analiza pokazala je da je za uspeh inovacija neophodan strategijski prilaz, što znači „ugrađivanje” inovativne aktivnosti u viziju, misiju i ciljeve organizacije.

U uzorak je uzeto 100 organizacija sa teritorije Vojvodine čiji su top menadžeri bili voljni da odgovore na pitanja o inovacijama (upitnici su slati menadžerima, s obzirom da oni najbolje mogu da ocene poslovanje organizacije). Upitnici su slati elektronskim putem, a validno ispunjenih, koji su se mogli uzeti u obzir prilikom obrade podataka, bilo je 87.

Postojanje vizije, misije i ciljeva, u istraživanju je uzeto kao nezavisna varijabla, u odnosu na koju se ocenjivala inovativna aktivnost. Kao zavisne varijable u istraživanje su uzete: kvalitet i učestalost inovacija koje organizacija uvodi, kvalitet upravljanja inovacijama koje se uvode u organizaciji i stepen sagledavanja internog i eksternog okruženja pre uvođenja inovacija.

Na osnovu teorijskih saznanja postavljene su jedna opšta i dve posebne hipoteze, koje su imale za cilj utvrđivanje povezanosti strategijskog menadžmenta kroz postojanje vizije, misije i ciljeva poslovanja sa inovativnim aktivnostima organizacija.

- $H_0$  – Postojanje misije, vizije i ciljeva poslovanja značajno utiče na inovativnu aktivnost i uspeh inovacija
- $H_1$  – Kvalitet i učestalost inovacija ne zavisi od postojanja vizije, misije i ciljeva organizacije
- $H_2$  – Bez obzira na postojanje vizije, misije i ciljeva organizacije, ne razlikuje se stepen sagledavanja internog i eksternog okruženja pre uvođenja inovacija

## DESKRIPTIVNA STATISTIKA

Istraživanje je pokazalo (Tabela 3) da se u najvećem procentu u organizacijama tačno znaju vizija, misija i ciljevi (u 33,3% organizacija). Ipak, u velikom procentu (32,2%) vizija, misija i ciljevi nisu prepoznati ili oni postoje samo s vremena na vreme (21,8%).

**Tabela 3:** Postojanje vizije, misije i ciljeva poslovanja i inovacija u organizacijama obuhvaćenim uzorkom.

U Vašoj organizaciji tačno se zna koja je vizija, misija i ciljevi poslovanja i inovacija	Apsolutne frekvencije	Relativne frekvencije
DA	29	33,3%
NE	28	32,3%
S VREMENA NA VREME	19	21,8%
NE ZNAM	11	12,6%

**Izvor:** Autor

Nadalje se od menadžera tražilo da ocene inovativnu aktivnost ocenama od 1 do 5 pri čemu je 1 najniža, a 5 najviša ocena. Ocena kvaliteta i učestalosti inovacija koje organizacija sprovodi (Tabela 4), ocenjene su prosečnom ocenom 3,48. Najveći procenat ispitanika je ocenilo kvalitet i učestalost inovacija ocenom 4 (čak 44,8%).



**Tabela 4:** Ocena kvaliteta i učestalosti inovacija koje uvode organizacije.

KVALITET I UČESTALOST INOVACIJA KOJE UVODI ORGANIZACIJA		
Ocene	Apsolutne frekvencije	Relativne frekvencije
1	2	2,3%
2	9	10,3%
3	29	33,3%
4	39	44,8%
5	8	9,2%

**Izvor:** Autor

Kvalitet upravljanja inovacijama koje se uvode u organizacijama obuhvaćenim uzorkom (Tabela 5) ocenjen je prosečnom ocenom 3,36. Ispitanici su kvalitet upravljanja inovacijama u najvećem procentu (42,5% ispitanika) ocenili ocenom 4.

**Tabela 5:** Ocene kvaliteta upravljanja inovacijama koje se uvode u organizacijama.

KVALITET UPRAVLJANJA INOVACIJAMA KOJE SE UVODE U ORGANIZACIJAMA		
Ocene	Apsolutne frekvencije	Relativne frekvencije
1	9	10,3%
2	6	6,9%
3	26	29,9%
4	37	42,5%
5	9	10,3%

**Izvor:** Autor

Stepen sagledavanja internog i eksternog okruženja pre uvođenja inovacija (Tabela 6), ocenjen je prosečnom ocenom 3,53. Najveći procenat ispitanika (41,4%) dalo je ocenu 4.

**Tabela 6:** Ocene stepena sagledavanja internog i eksternog okruženja pre uvođenja inovacija.

STEPEN SAGLEDAVANJA INTERGNOG I EKSTERNOG OKRUŽENJA PRE UVOĐENJA INOVACIJA		
Ocene	Apsolutne frekvencije	Relativne frekvencije
1	2	2.3
2	10	11.5
3	27	31.0
4	36	41.4
5	12	13.8

**Izvor:** Autor

Deskriptivna statistika je pokazala da su ispitanici ocenili ponuđene inovativne aktivnosti prosečnom ocenom preko 3, dok su tačno određena vizija, misija i ciljevi poslovanja prisutni u 33,3% obuhvaćenih organizacija.

## KOMPARATIVNA STATISTIKA

Komparativnom statistikom pomoću  $\chi^2$  testa (*Chi-Square Test*) utvrđena je razlika u ocenama kvaliteta, učestalosti inovacija i stepena sagledavanja internog i eksternog okruženja pre uvođenja inovacija u preduzećima koja imaju unapred utvrđenu viziju, misiju i ciljeve. Uz određen nivo stepeni slobode (*df*) utvrđena je značajnost razlike, pri čemu se za stepen značajnosti uzima vrednost 0,05 (za vrednost  $p \leq 0,05$  postoji statistički značajna razlika između varijabli).

**Tabela 7:** Komparativna statistika ocene inovativnih aktivnosti u preduzećima u odnosu na postojanje vizije, misije i ciljeva poslovanja u organizaciji.

OCENA INOVATIVNIH AKTIVNOSTI U ODNOSU NA POSTOJANJE VIZIJE, MISIJE I CILJEVA U ORGANIZACIJAMA	$\chi^2$	df	P
Kvalitet i učestalost inovacija koje uvodi organizacija	21.632	12	0,042
Kvalitet upravljanja inovacijama koje uvodi organizacija	27.846	12	0,006
Stepen sagledavanja internog i eksternog okruženja pre uvođenja inovacija	23.525	12	0,024

**Izvor:** Autor

Rezultati iz Tabele 7. pokazuju:

- postoji značajna razlika kod organizacija koje imaju određenu viziju, misiju i ciljeve ( $\chi^2 = 21,632$ ,  $df = 12$ ,  $p (0,042) < 0,05$ ) u kvalitetu i učestalosti inovacija koje se uvode;
- postoji značajna razlika kod organizacija koje imaju određenu viziju, misiju i ciljeve ( $\chi^2 = 27,846$ ,  $df = 12$ ,  $p (0,006) < 0,05$ ) u kvalitetu upravljanja inovacijama koje uvode;
- postoji značajna razlika kod organizacija koje imaju određenu viziju, misiju i ciljeve ( $\chi^2 = 23,525$ ,  $df = 12$ ,  $p (0,024) < 0,05$ ) u stepenu sagledavanja internog i eksternog okruženja pre uvođenja inovacija.

Na osnovu rezultata istraživanja može se zaključiti da se hipoteza  $H_1$  odbacuje. Naime, ocene kvaliteta i učestalosti inovacija zavise od postojanja vizije, misije i ciljeva organizacije. Odbacuje se i hipoteza  $H_2$  s obzirom da su rezultati pokazali da se razlikuje stepen sagledavanja internog i eksternog okruženja u zavisnosti od postojanja vizije, misije i ciljeva organizacije.

Zaključuje se da se nulta hipoteza  $H_0$  prihvata, odnosno da postojanje vizije, misije i ciljeva poslovanja, kao osnove strategijskog menadžmenta značajno utiče na inovativnu aktivnost i uspeh inovacija.

## ZAKLJUČAK

Da bi se uspelo na tržištu, neophodno je inovirati. Ipak, mnogi inženjeri potrošili su bogatstva na usavršavanju proizvoda, pre nego što su se osvrnuli na tržište, pa su u svom uzbuđenju bili zatečeni činjenicom da te proizvode ne želi niko da kupi (Patten, 2001). Prema Kotter-u (1995) mnogi pokušaji promena bili su bezuspešni, neki su bili apsolutni promašaj. Da bi promene kroz inovacije bile uspešne, neophodna je planirana aktivnost, koja je u skladu sa poslovanjem organizacije. Preskakanje koraka stvara samo iluziju brzine i nikad ne donosi zadovoljavajuće rezultate. Ništa manje važna lekcija jeste da kritične greške u bilo kojoj fazi mogu da imaju katastrofalne efekte, a time usporavaju dobitke. Čak i oni najiskusniji često prave barem jednu veliku grešku, verovatno zbog toga što su inovacije nešto novo i neizvesno. Istraživanje je pokazalo da samo 33,3% obuhvaćenog uzorka ima jasno postavljenu viziju, misiju i ciljeve. Iako su ocenjene inovativne aktivnosti iznad proseka (ocenama preko 3), postoji značajna razlika u pogledu inovativnih aktivnosti organizacija koje imaju jasno definisanu viziju, misiju i ciljeve u odnosu na one koje to nemaju. Iz tog razloga se prihvatila na početku postavljena hipoteza da misija, vizija i ciljevi poslovanja značajno utiču na inovativnu aktivnost i na uspeh inovacija. Jasno osmišljenim inovativnim aktivnostima i njihovim ugrađivanjem u strategijske planove, inovacija može da dovede do poslovnog uspeha. Stihijske promene koje se uvode od slučaja do slučaja, samo izuzetno mogu pozitivno da rezultiraju, uz postojanje ogromnog rizika. Svaka promena koja je različita od *statusa quo* je dobrodošla, ali ona planski vođena ima veće šanse za uspeh.

## THE ROLE OF STRATEGIC MANAGEMENT IN INNOVATION MANAGEMENT

Vukajlovic Djurdjica

**Abstract:** *Modern business conditions require innovations in business, which have to follow a detailed plan of activities and should consist of the necessary steps which guarantee the highest percentage of success of innovations. Strategic management should include changes and innovation activities through vision, mission and business*

*objectives, in order to reduce uncertainty related to innovative activities. The research conducted in 87 organizations showed that 33.3% of organizations have clearly set vision, mission and goals, whereas 32.2% of companies do not have them and 21.8% of organizations only occasionally have a clear vision, mission and goals. Although innovative activities (quality and frequency of innovations that are introduced in an organization, quality of innovation management and the degree to which internal and external environment conditions have been analyzed before implementing innovations) rated above average, the mentioned study showed that vision, mission and business objectives significantly affect innovative activities and the quality of innovations being implemented. This indicates a significant correlation between strategic management and innovation activities, which should be part of planning and should be implemented through strategic activities.*

**Key words:** *strategic management / innovations / organization*

## LITERATURA

1. Bartol, M. K., Martin, D. C. (1994). *Management*, New York, McGraw-Hill.
2. Bessant, J., Tidd, J. (2007). *Innovation and Entrepreneurship*, London, John Willey & Sons.
3. Drummond, H. (2001). *The Art of Decision Making*, London, John Willey & Sons.
4. Dutta, D. (ed.) (2012). *The Global Innovation Index 2012 – Stronger Innovation Linkages for Global Growth*, Fontainebleau, INSEAD – The Business School for the World; WIPO – World Intellectual Property Organization.
5. Kotter, J. P. (1995). Leading change: Why transformation efforts fail, *Harvard Business Review*, 73 (2), 59-67.
6. Morris, M. (2005). *The First Time Manager*, London, Kogan Page.
7. *Oslo Manual: Guidelines for Collecting and Interpreting Innovation Data (3<sup>rd</sup> ed.)*. (2005). Pariz, OECD and Eurostat.
8. Paley, N. (2005). *The Manager's Guide to Competitive Marketing Strategies*, London Thorogood.
9. Patten, D. (2001). *Successful Marketing for the Small Business*, London, Kogan Page.
10. Robbins, S. P., Coulter, M. (2005). *Menadžment*, Beograd, Data Status.

---

## **PREGLEDNI RADOVI**



## STRATEGIJA POZICIONIRANJA ORGANSKIH PREHRAMBENIH PROIZVODA

Ćirić Maja<sup>1</sup>

Prodanović Radivoj<sup>2</sup>

**Sažetak:** *Rastući značaj organskih prehrambenih proizvoda u ishrani nameće potrebu istraživanja mogućnosti boljeg tržišnog pozicioniranja istih, kako bi se ostvario što veći ekonomski efekat organske proizvodnje hrane. Pravilno pozicioniranje organskih prehrambenih proizvoda na sve izbirljivijem tržištu moglo bi doprineti povećanju površina pod organskom proizvodnjom, oživljavanju i razvoju ruralnih područja, povećanju dohotka za poljoprivredne proizvođače, poboljšanju zdravljia stanovništva, zaštiti životne sredine i dr. Stoga je svrha ovog rada da potencira značaj pozicioniranja organskih prehrambenih proizvoda, kako na domaćem, tako i na međunarodnom tržištu. Ključni zadatak rada je da se apostrofiraju moguće strategije pozicioniranja organskih prehrambenih proizvoda, kao i instrumenti pozicioniranja koje proizvođači organskih prehrambenih proizvoda mogu primenjivati. Krajnji cilj rada je da ukaže na potrebu kreiranja optimalne strategije pozicioniranja organskih prehrambenih proizvoda, koja će u svom fokusu imati potrošače, konkurenciju i resursne mogućnosti proizvođača.*

**Ključne reči:** *pozicioniranje / organski proizvod / marketing strategija / potrošači / konkurencija*

### UVOD

Snažan podsticaj unapređenju organske proizvodnje može da pruži tržište. Naime, tržišna valorizacija svakog proizvoda je uslov efikasnosti i efektivnosti u poslovanju. Pravilno pozicioniranje organskog proizvoda rezultovaće boljim poslovnim rezultatom za proizvođača, a korist će imati i država i lokalna zajednica kroz do-

---

<sup>1</sup> Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu, Novi Sad, Cvećarska br. 2, e-mail: maja@fimek.edu.rs

<sup>2</sup> Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu, Novi Sad, Cvećarska br. 2, e-mail: rprodanovic@fimek.edu.rs

datni prihod i veću zaposlenost. Krajnji potrošač će dobiti kvalitetan i zdravstveno bezbedan proizvod što je, takođe izuzetno značajno, kada se ima u vidu činjenica da je konvencionalna hrana, koja često sadrži toksične supstance, sve više generator savremenih oboljenja čoveka.

Pozicioniranjem proizvoda utiče se na svest potencijalnog potrošača, sa ciljem da on razvije pozitivnu sliku o proizvodu i postane lojalan kupac. Pozicioniranje pokazuje gde je naš proizvod u svesti potrošača u odnosu na proizvod konkurencije (Karadeniz, 2009).

Cilj rada je da se sagleda tržišna valorizacija organskih prehrambenih proizvoda i da se istraže mogućnosti za bolje pozicioniranje istih, te da se na osnovu rezultata istraživanja daju konkretni predlozi za unapređenje organske poljoprivredne proizvodnje i za povećanje njenog tržišnog učešća, posebno na međunarodnom tržištu gde Srbija ima realne šanse.

Razmatrane su strategije pozicioniranja organskih proizvoda. Poseban akcenat stavljen je na instrumente pozicioniranja kao što su brendiranje, označavanje, etiketiranje, imidž, poreklo proizvoda, instrumenti marketing miksa, sa posebnim akcentom na promociju proizvoda.

U cilju uspešnog pozicioniranja organskih prehrambenih proizvoda na međunarodnom tržištu, izučeni su tržišni tokovi, kao i percepcije inopotrošača, te predložene odgovarajuće strategije pozicioniranja.

## **ORGANSKI PREHRAMBENI PROIZVODI**

Pojavom savremenih oboljenja čoveka, koje nauka povezuje sa ishranom, pojavila se i potreba da se hrani i ishrani posveti veća pažnja. U razvijenim zemljama osmišljen je koncept organske proizvodnje hrane, kao odgovor na sve veću zabrinutost za zdravlje potrošača. Isto tako, očuvanje životne sredine kao i mogućnost ostvarenja dodatnog prihoda jesu važni razlozi za uvođenje pomenutog koncepta.

Kako bi se izašlo u susret zahtevima potrošača za zdravstveno bezbednom hranom i zaštitila životna sredina, nauka se usredsredila na koncipiranje novog načina proizvodnje hrane koji promovise zdravlje – proizvodnjom hrane koja ne sadrži nikakve štetne sastojke. Ovakvi zahtevi stimulatивно deluju na proizvođače, koji prilagođavaju svoju proizvodnju, okrećući se proizvodnji organskih zdravstveno bezbednih prehrambenih proizvoda. Rast tržišta organske hrane je ograničen zbog nedovoljne proizvodnje i ponude, tako da postoji značajan tržišni potencijal koji mogu da iskoriste novi proizvođači (Mitić i Gligorijević, 2012).



Organska poljoprivredna proizvodnja je sistem proizvodnje visokokvalitetne hrane, koji podrazumeva velika ograničenja u pogledu upotrebe mineralnih đubriva i pesticida, sa ciljem dobijanja zdravstveno bezbednih proizvoda koji ne sadrže toksične supstance, a sama proizvodnja promovise ozdravljenje agroekosistema i biodiverziteta (Lazić i Babović, 2008).

## TRŽIŠTE ORGANSKIH PREHRAMBENIH PROIZVODA

Tržište organskih prehrambenih proizvoda poslednjih godina se sve više razvija, zahvaljujući povećanoj tražnji, koja je rezultat povećane brige za zdravlje i brige za kvalitet životne sredine. Udeo organskih prehrambenih proizvoda u ukupnoj ponudi hrane je relativno mali. Tržište organske hrane je interesantno jer postoji nedovoljna ponuda i niži stepen konkurencije. Važan ograničavajući faktor za ulazak na segment tržišta organske hrane odnosi se na proces sertifikacije, koji nije harmonizovan i varira od zemlje do zemlje.

Tržište organskih prehrambenih proizvoda je najbrže rastući sektor tržišta hrane sa iznimno visokim stopama rasta, koje dovode do snabdevanja tržišta u različitim regijama. Kako osiguranje dovoljnih količina organske hrane postaje glavna briga, trgovačka preduzeća iz razvijenih zemalja se angažuju na investiranju u zemlje u razvoju kako bi se zadovoljila tražnja za ovim proizvodima (The Global Market for Organic Food and Drink, 2013).

Organske proizvode kupuju ljudi s relativno visokom kupovnom moći, ali i ostali koji su shvatili da hrana ima veliki uticaj na očuvanje zdravlja, bez obzira na njihov slabiji materijalni položaj. Ekonomski razvijene zemlje imaju veći standard i one su potencijalno interesantno tržište za naše proizvođače organske hrane.

Osnovni razlozi za kupovinu organskih proizvoda su korisnost, odsustvo hemikalija, zaštita životne sredine i bolji ukus, dok su izgled hrane, jednostavnost pripreme i pogodnost za održavanje normalne telesne mase od manjeg značaja (Schifferstein i Ophuist, 1998).

Na tražnju organskih proizvoda utiče visina dohotka, cena, lična motivisanost potrošača, informisanost o proizvodima, bezbednost, kvalitet i ukus proizvoda, asortiman, snabdevenost, kanali distribucije i navike potrošača (Babović, Nikolić i Raičević, 2013).

Razvoj domaćeg tržišta organske hrane nije na zavidnom nivou, zbog neorganizovane proizvodnje, slabe promocije, nedovoljne prisutnosti u medijima. Ključni zadatak u bliskoj budućnosti je povezivanje svih lokalnih aktera u kooperativni

lanac i stvaranje institucionalnih uslova za brži razvoj organske poljoprivrede (Rakić, 2009).

Iako postoje svi preduslovi za proizvodnju kvalitetne organske hrane, Srbija je u situaciji da je uvozi. Zadatak je da se takav trend što pre promeni i da se iznađu mogućnosti da se organska proizvodnja dinamičnije razvija, kako bi se ostvarile višestruke koristi za proizvođača, društvo i pojedinca, bilo da je u pitanju ekonomski interes ili očuvanje zdravlja čoveka i zaštita životne sredine.

Na mikro nivou potrebno je obezbediti održivi rast proizvodnje i kvalitet proizvoda, i afirmisati internu ekonomiju povećanjem produktivnosti, efikasnosti i ekonomičnosti u poslovanju. U cilju unapređenja konkurentnosti potrebno je iskoristiti komparativne prednosti, osigurati kvalitetne sirovine, raditi na selekciji i stvaranju novih proizvoda, povećati stepen iskorišćenja i modernizacije prerađivačkih kapaciteta i opreme, i razviti asortiman izvoznih proizvoda (Ignjatijević, Ćirić i Carić, 2013).

Tržište organske hrane zahteva visok nivo ulaganja, kako u razvoj samih proizvoda, ali isto tako i u promotivne aktivnosti i edukaciju potrošača.

## **POZICIONIRANJE PROIZVODA**

Pozicioniranje je smeštanje proizvoda na jasno, zasebno i poželjno mesto u odnosu na konkurentne proizvode u glavama potencijalnih potrošača. Svrha pozicioniranja proizvoda je da se dobije naklonost u svesti potencijalnih potrošača, da potrošači steknu poverenje u proizvod i ostanu lojalni proizvodu što duže vreme. Kod pozicioniranja na tržištu radi se o upravljanju načinima na koji potrošač vidi preduzeće i njegove proizvode (Kotler, Wong, Saunders i Armstrong, 2006). Pozicioniranje će se ostvariti postizanjem konkurentne prednosti kompanije: praksa, iskustvo i velika posvećenost poslu (Kotler i Keller, 2006).

Pozicioniranje se može bazirati na osnovu objektivnih karakteristika proizvoda ili se ide na psihološko diferenciranje putem privredne propagande (Milisavljević, Maričić i Gligorijević, 2005, str. 234). Proizvod se može pozicionirati s obzirom na posebne attribute, koristi koje pruža ili upotrebne vrednosti.

Budući da pozicioniranje proizvoda zavisi od samog proizvoda i stavova potrošača, marketing menadžment ima zadatak da promeni proizvod ili stavove potencijalnih potrošača. Neki potrošači preferiraju najbolje proizvode u svojoj klasi, drugi se vezuju za produktivna preduzeća i njihove proizvode, dok treći vole proizvode koji im nude najbolja rešenja za njihove potrebe. Treacy i Wiersema preporučuju

preduzećima da imaju vodeću poziciju u jednoj od navedenih situacija i da imaju dovoljan nivo za druge dve. Za biti najbolji u sve tri discipline može biti teže i skuplje (Karadeniz, 2009).

Svaki proizvod zauzima posebnu poziciju u mislima potrošača u odnosu na konkurentski proizvod, što je rezultat njihovog rangiranja na osnovu atributa koji su potrošačima važni (Milisavljević, Maričić i Gligorijević, 2005).

Strategija podrazumeva pravovremenu i odgovarajuću kombinaciju raspoloživih resursa u svrhu realizacije postavljenog cilja. U tom smislu strategija pozicioniranja ponude označava korišćenje raznih mogućnosti da bi se proizvod probio na tržište, osvojio potencijalne potrošače i pridobio ih da ostanu lojalni. Strategija pozicioniranja će pokušati da stvori svest potrošača o ponuđenim proizvodima i uslugama, a potom da stvori bazu kupaca (Kotler i Keller, 2006). Strategija pozicioniranja ponude definiše se na osnovu analize potrošača, konkurenata i konkurentskih prednosti preduzeća. Najvažnije je biti prvi jer uspeh ostvaruju prvi proizvodi koji osvoje potrošače (Babović, 2008). Izbor strategije pozicioniranja omogućava jedinstven koncept za ulogu u strategiji svakog instrumenta marketing miksa. Pri odabiru strategije pozicioniranja neophodno je uskladiti sposobnost preduzeća sa potrebama ciljnog tržišta, odnosno kreirati adekvatan marketing miks. U procesu izbora strategije tržišnog pozicioniranja potrebno je izvršiti analizu pojedinih tržišnih segmenata, proceniti mogućnosti diferencijacije proizvoda u odnosu na konkurenciju. Važno je fokusirati se na koristi koje će se akcentirati potencijalnim kupcima (Milisavljević, 2010). U izradi strategije pozicioniranja bitno je identifikovati konkurenciju i upoznati njihove jake strane, kako bi što bolje odredili poziciju za svoje proizvode. Ries i Trout ukazuju na to da bez uzimanja u obzir konkurencije, marketing rat ne možemo dobiti (Karadeniz, 2009).

Elementi na osnovu kojih se vrši pozicioniranje moraju biti važni za potencijalnog potrošača, bilo da su u pitanju osobine proizvoda, koristi koje pruža proizvod, poreklo proizvoda itd. U istraživanju Olivera (pomenuto kod Babovića, 2008) pozicioniranje proizvoda obuhvata troškove, osobine proizvoda, kvalitet, rang proizvoda, brigu o potrošaču, tipove potrošača, rešenje problema potrošača i korišćenje ili primenu. Najčešće se u obzir uzimaju osobine proizvoda, koristi za potrošača i odnos kvaliteta i cene. Diferenciranje ili neznatne izmene na proizvodu ili pakovanju mogu se koristiti kao osnov za pozicioniranje. Dobro osmišljen marketing miks (proizvod, cena, promocija i distribucija) je osnova dobrog pozicioniranja i ostvarenja poslovnog uspeha. Proces pozicioniranja treba da poveže potrebe i želje potrošača, prednosti i slabosti konkurencije sa resursima organizacije (Milisavljević, Maričić i Gligorijević, 2005). Pozicioniranje prema konkurentima podrazu-

meva ubeđivanje potrošača da je proizvod bolji u odnosu na konkurentski, koji je tržišni lider. Vodeće marke se pozicioniraju angažovanjem glumaca, pevača, sportista i drugih poznatih ličnosti. Proizvodi se pozicioniraju i prema zemlji porekla i proizvodnje (Babović, 2008).

Osnova pozicioniranja svakog proizvoda jesu percepcije potrošača. Zato je važno od potrošača čuti šta oni misle o proizvodu i njegovim osobinama. Ocene proizvoda od strane potrošača služe za izradu percepcione mape, na osnovu koje organizacije proveravaju svoju poziciju prema snazi proizvoda, slabosti proizvoda, konkurenciji. Percepcione mape daju uvid u redosled preferiranih proizvoda, poziciju konkurenata i njihovih proizvoda, slobodan prostor za nove proizvode, potreban pravac i stepen izmena radi poboljšanja sopstvene konkurentске pozicije (Milisavljević, Maričić i Gligorijević, 2005). Ukoliko se ozbiljno prate promene u ponašanju potrošača i na iste adekvatno reaguje, kažemo da se radi o strategijskom pozicioniranju. Neophodno je permanentno istraživati tražnju i zahteve potrošača da bi se ostvario poslovni uspeh.

Proizvodi mogu da se pozicioniraju na osnovu jedne ili više osobina proizvoda. Prilikom pozicioniranja marke treba uzeti u obzir samo jednu karakteristiku i predstaviti sebe kao broj jedan po toj karakteristici. Ako se vrši pozicioniranje na osnovu kvaliteta, izaberu se simboli i znakovi koji u svesti potrošača podsećaju na kvalitet. Visoka cena signalizira da je proizvod kvalitetan. Neki marketing stručnjaci ističu da se proizvodi mogu pozicionirati po dva ili više faktora diferencijacije. To može biti slučaj kada dve firme tvrde da su najbolje prema istoj karakteristici (Kotler i sar., 2006).

Da bi se pozicioniranje uspešno sprovelo, neophodno je prethodno izvršiti segmentaciju tržišta, tj. odabrati grupe potrošača na koje se ciljano ide u nameri da će oni bolje prihvatiti naš proizvod. Ključ za segmentaciju tržišta organskih proizvoda su demografski faktori. Starost, pol, obrazovanje i radni status su najvažnije varijable za segmentaciju tržišta ovih proizvoda i razvoj strategije pozicioniranja. Specifične grupe stanovništva, kao što su žene, starije osobe, deca i visokoobrazovani su glavni segmenti za organske proizvode. Segmentacija tržišta je značajna ne samo za proizvođače hrane, već i za donosiocе odluka na marko nivou jer pruža informacije o konkretnom izboru hrane od strane potrošača (Mitić i Gligorijević, 2012). Kada se preduzeće dobro pozicionira na tržištu, ono tu svoju poziciju treba konstantno da održava stabilnom proizvodnjom kvalitetnih proizvoda i putem srdačne komunikacije sa kupcima i potrošačima. U protivnom, može se desiti da preduzeće izgubi svoju poziciju na tržištu. Tada sledi ponovno pozicioniranje (re-pozicioniranje).

## MARKETING STRATEGIJE ORGANSKIH PREHRAMBENIH PROIZVODA

Za dobro pozicioniranje na tržištu organske hrane neophodno je razumeti ponašanje potrošača. Istraživanjem navika potrošača, njihovih želja i potreba dolazi se do neophodnih informacija koje će poslužiti u izradi strategije nastupa na nekom tržištu ili nekom njegovom segmentu. Pozicioniranje organskih prehrambenih proizvoda podrazumeva sve aktivnosti proizvođača u nameri da se privuče pažnja potencijalnom potrošaču, kako bi on postepeno prihvatio organski proizvod i počeo da ga kupuje. Pozicioniranje organskih prehrambenih proizvoda treba posmatrati sa aspekta prednosti organskih u odnosu na konvencionalne prehrambene proizvode. Istraživanja pokazuju da na tražnju organskih prehrambenih proizvoda utiče visina dohotka, cene, kvalitet, informisanost o proizvodima, zdravstvena bezbednost, kvalitet i ukus proizvoda, asortiman, snabdevenost, kanali distribucije i navike potrošača (Babović, Mitić i Gligorijević, 2012). Upravo na te aspekte treba obratiti pažnju pri izradi strategije pozicioniranja organskih proizvoda. U sve oštrijom tržišnoj utakmici pozicioniranje se nameće kao neminovnost ukoliko želimo da ostvarimo poslovni uspeh. Od pravilnog pozicioniranja zavisi visina profita proizvođača, te je stoga važno ovom poslu prići ozbiljno, konsultujući marketinške stručnjake i proizvođače istovremeno. Dobro pozicioniranje organskih prehrambenih proizvoda omogućava dalji razvoj organske proizvodnje. Richter i Hempfling (2003) koji su izučavali marketing strategije organskih proizvoda u 11 evropskih zemalja identifikovali su tri strategije:

- „maksimalna strategija” koja uključuje veliki izbor organskih proizvoda (preko 400 različitih proizvoda), stvaranje organskih proizvoda, oglašavanje i promotivne kampanje, kvalitet proizvoda;
- „osnovna strategija” uključuje niz od 50 do 250 organskih proizvoda;
- „minimalna strategija” uključuje niz ne više od 50 organskih proizvoda.

Ako želite da budete regionalni lider na tržištu organskih proizvoda treba odabrati maksimalnu strategiju. Ako želite profit, treba kreirati organski proizvod prema trenutnim trendovima u tražnji ili kao reakciju na strategije svojih glavnih konkurenata.

Prilikom koncipiranja strategije pozicioniranja organskih prehrambenih proizvoda važno je imati na umu da su tržišta organske hrane još uvek u nastajanju. Uvođenje proizvoda na nova tržišta zahteva posebne napore i resurse. Strategije pozicioniranja na tržištu organske hrane mogle bi biti (Aertsens, Mondelaers i Van Huylenbroeck, 2009):

I *Strategija specijalizacije i diferencijacije* fokusira se na pružanje vrhunskog kvaliteta i sticanje vodeće pozicije preko zrelih i novih organskih prehrambenih proizvoda. Ova strategija kombinuje različite elemente marketing miksa i ide na nižu maržu, ali cena i kvalitet proizvoda su visoki. Ova strategija izdvaja velike resurse za marketing i dobre poslovne odnose sa proizvođačima, koji generišu visok i stalan kvalitet. Targetiraju se potencijalni potrošači, kojima primarni motiv kupovine nije cena. Visoka ulaganja kod ove strategije biće vraćena kroz duži period vremena.

II *Sveobuhvatna strategija* ima za cilj punu pokrivenost tržišta i nudi organske proizvode i u visokim i u niskim cenovnim kategorijama. Ova strategija ne čini posebne napore kako bi proizvode promovisala i vidno odvajala na policama marketa. Deli se na osnovnu i adaptibilnu. Adaptibilna strategija ima za zadatak da se odbrani od strategije specijalizacije i diferencijacije, koja je uspešnija u privlačenju i zadržavanju kupaca.

III *Strategija kvalitet–cena (Greenline strategy)* fokusirana je na marketing miks, odnosno niže troškove logistike. Ova strategija promoviše ekološku proizvodnju. Prodajna mesta organske hrane jesu jasno označena, ali nisu lepo uređena i više liče na skladišta, te su kupci u situaciji da sami procenjuju odnos kvalitet/cena što im je, u principu, najvažniji motiv kupovine. U istraživanju marketinga organske govedine, koje je sprovedeno u Belgiji, (Aertsens, Mondelaers i Van Huylenbroeck, 2009) strategija specijalizacije i diferencijacije rezultovala je tržišnim učešćem od 72%, a ako se posmatraju svi organski proizvodi onda je taj udeo preko 50%. Navedeno govori u prilog konstataciji da je uspešnija strategija pozicioniranja organskih proizvoda koja favorizuje i ističe vrhunski kvalitet i zdravstvenu bezbednost proizvoda, gde su diferencijacija i uvođenje novih proizvoda deo te strategije. Lepo prodajno mesto i veliki izbor kvalitetnih i različitih proizvoda privlači potrošače koji su spremni da plate višu cenu za visok kvalitet.

## **INSTRUMENTI POZICIONIRANJA NA TRŽIŠTU ORGANSKE HRANE**

Strategija pozicioniranja organskih prehrambenih proizvoda pored osnovnih principa pozicioniranja treba da uključi i neke dodatne instrumente kao što su: brendiranje, zdravstveni aspekt organskih proizvoda, isticanje sastava proizvoda, poreklo proizvoda, edukacije potencijalnih potrošača itd. U marketinškoj strategiji privlačenja potencijalnih i zadržavanja postojećih kupaca, brendiranje igra značajnu ulogu. Brendiranje je stvaranje robnih marki koje se prepoznaju kao posebne, a za potrošača predstavljaju određenu vrednost. Preko brendiranih proizvoda preduzeće stvara dobar imidž i neguje odnos prema potrošačima. Za potrošače brendirane robe, pored osnovne funkcije, proizvod sadrži psihološku vrednost,

koja se povezuje s životnim stilom potrošača. Psihološka vrednost podrazumeva isticanje pripadanja grupi koja ima određeni materijalni i socijalni status (Tomić, 2010). Brend je proizvod ili usluga sa dodatnim dimenzijama koje ih na izvestan način izdvajaju od ostalih proizvoda ili usluga dizajniranih radi zadovoljenja iste potrebe. Cilj je da se brend locira u svesti potrošača da bi se maksimizirala potencijalna korist (Kotler i Keller, 2006, str. 274).

**Brendiranje organskih proizvoda** treba bazirati i povezivati sa zdravstvenim benefitima koje pružaju (*health branding*). U tom smislu, organske proizvode treba posebno obeležavati organskim znakom (Zakon o organskoj proizvodnji, 2010). Da bi privukli pažnju potencijalnim kupcima, organski proizvodi bi morali posedovati zdravstvene izjave. U stvaranju novih organskih brendova i razvoju tržišta organske hrane neophodno je korišćenje poznatih i proverenih brendova (Mitić i Gligorijević, 2012). Budući da je nauka nepobitno dokazala povoljno delovanje po zdravlje čoveka, odnosno zdravstvenu bezbednost konzumiranja organske hrane, sasvim je opravdano na ovaj način vršiti pozicioniranje. I kod repozicioniranja postojećih brendova tradicionalnih prehrambenih proizvoda, treba naglašavati njihov zdravstveni efekat. Pozicioniranje organskih proizvoda, isticanjem zdravstvene bezbednosti konzumiranja istih, može se posmatrati kao sredstvo društveno odgovornog ponašanja u smislu promovisanja i zaštite zdravlja građana. Da bi strategija brendiranja bila uspešna, potrošači moraju da budu ubeđeni da između brendova u kategoriji proizvoda postoje razlike, a to je upravo suština brendiranja (Kotler i Keller, 2006). Stvaranjem originalnih i zaštićenih proizvoda, Srbija može da se bori na tržištu za dobijanje subvencija u poljoprivredi (Tomić, 2010, str. 148).

**Imidž proizvođača** je u marketingu identifikovan kao veoma važan faktor poslovnog uspeha. Organizacije daju složene informacije okolini u cilju privlačenja novih i zadržavanja starih potrošača. Gronroos (2001) definiše korporativni imidž kao filter kroz koji prolaze percepcije potrošača o aktivnostima kompanije. Potrošači razvijaju kognitivni sistem kojim tumače percepcije o kompaniji. Korporativni imidž utiče na odluke potrošača o kompaniji. Dobar imidž stimuliše kupovinu, utiče i na izbor kompanije u slučaju kada su karakteristike proizvoda teško procenjive. Razvija se u svesti potrošača kroz komunikacije i iskustvo, i formira tzv. halo efekat koji utiče na potrošačevu satisfakciju (Ćirić, 2011). Kompetentnost, komunikativnost i ljubaznost osoblja s kojim komuniciramo može da igra važnu ulogu u izgradnji imidža u svesti potrošača. Odgovarajuća ministarstva, instituti, mediji i druge organizacije trebalo bi da preuzmu ključnu ulogu u procesu stvaranja povoljnog imidža organskog proizvoda (Rakić, 2010).

**Pozicioniranje isticanjem sastojaka proizvoda** je relativno nov pristup u marketinškoj strategiji. Ova strategija je pogodna za proboj na nova tržišta, a može da da značajne rezultate i na postojećim tržištima, posebno kod osvežavanja brendova (Mitić i Gligorijević, 2012).

**Pozicioniranje poreklom hrane** je vrlo koristan instrument za strateško pozicioniranje organskih prehrambenih proizvoda. Potrošači povezuju poreklo proizvoda sa kvalitetom i vezuju se za njega na duži period vremena. Potrošači više veruju proizvodima koji su proizvedeni u blizini njihovog mesta življenja, nego onim proizvodima koji dolaze iz nepoznatih krajeva (Ekonomski faktori i marketing aktivnosti u razvoju organske poljoprivredne proizvodnje u Srbiji, 2013).

**Obeležavanje proizvoda, zdravstvene i nutritivne izjave.** Zdravstvene izjave koje govore u prilog da organska hrana ima uticaj na zdravstveno stanje čoveka, predstavljaju veoma važan instrument pozicioniranja organskih proizvoda. Organski proizvodi moraju biti jasno obeleženi, a zdravstvene izjave moraju biti istinite i naučno utemeljene. Interesovanje potrošača u pogledu zdravlja i zdravog načina ishrane postaje sve važniji faktor u odlučivanju potrošača prilikom izbora prehrambenih proizvoda (Mitić i Gligorijević, 2012). Kontrola kvaliteta i sertifikacija organskih prehrambenih proizvoda jesu karakteristike organske proizvodnje, koje je neophodno potencirati u samoj promociji, tako da potrošači razviju svest o zdravstvenim aspektima korišćenja organskih prehrambenih proizvoda. Država propisuje obavezno obeležavanje organskih proizvoda (Zakon o organskoj proizvodnji, 2010), uz naglašavanje nutritivnih sastojaka proizvoda, koje predstavlja značajan izvor informacija za potrošače i način zaštite potrošača. Osnovne nutritivne informacije moraju biti vidljive, jasne, lake za čitanje i tumačenje (Mitić i Gligorijević, 2012). Za organski proizvod važan je logo, koji označava stalnost kvaliteta proizvoda iz organske proizvodnje. Znak ovlašćene organizacije **na etiketi** proizvoda garantuje organsko poreklo proizvoda. To omogućava pozicioniranje proizvoda kao organske hrane, stvaranje povoljnog imidža proizvođača i diferenciranje u odnosu na konkurentske proizvode (Rakić, 2009).

**Pozicioniranje organskih proizvoda putem cena** može probuditi pažnju potencijalnih potrošača, da se zainteresuju i dodatno upoznaju s prednostima koje pruža organska hrana. Neki potrošači su spremni da plate višu cenu za proizvode koji im garantuju povoljan uticaj na zdravlje. Cena je bitna komponenta pozicioniranja organskih proizvoda. Ona mora biti prihvatljiva za proizvođače i potrošače, pri čemu potrošač mora platiti veću cenu za kvalitetan organski proizvod. U istraživanju Chrysohoidis i Krystallis (2005) navodi se da je ograničena dostupnost



organskih proizvoda glavna prepreka koja ometa njihovu kupovinu, a da je visoka cena prepreka samo kod 12,5% ispitanika (Mitić i Gligorijević, 2012).

Veliki proizvođači organske hrane primenjuju **strategiju masovnog marketinga**, koja im omogućava dobro pozicioniranje zahvaljujući nižim cenama koje mogu imati, zbog nižih troškova proizvodnje i marketinga. Velike kompanije pozicioniraju se zahvaljujući uvođenju novih brendova, diferenciranju ponude, promovisanju društvene i ekološke odgovornosti, edukacijama itd.

**Promocija** je komunikacija između proizvođača i kupca, radi izgradnje stava o proizvodu. Ona stvara imidž o proizvođaču, doprinosi njegovoj popularnosti i upoznaje potrošača sa karakteristikama proizvoda. Za promovisanje organskih prehrambenih proizvoda korisne su TV emisije posvećene hrani i ishrani, stručni časopisi, propagandni materijali, sajmovi, veb-sajtovi itd. Degustacije proizvoda na festivalima, sajmovima i drugim manifestacijama jesu vid unapređenja prodaje i pozicioniranja organskih proizvoda. Slobodno se može reći da je jedan od simbola Palićkog međunarodnog filmskog festivala postao švedski sto *a la Terra's* koji se tradicionalno organizuje povodom otvaranja i zatvaranja Festivala (Centar za organsku proizvodnju). Davanje uzoraka u maloprodajnim objektima – hipermarketima u cilju probe i podsticanja veće kupovine organske hrane postalo je interesantan vid promocije ovih proizvoda. Za pozicioniranje organskih prehrambenih proizvoda značajno je i **pakovanje**. Lepo upakovan organski proizvod deluje emotivno i privlači pažnju potencijalnog kupca (Babović i Prodanović, 2012). Pakovanje može da utiče jednom na izbor proizvoda od strane potrošača, ali kvalitet proizvoda utiče na dalju prodaju (Rakić, 2010, str. 259).

**Direktno komuniciranje s potencijalnim potrošačima (direktan marketing)** u cilju njihovog informisanja i edukacije o koristima koje pruža organska hrana je vrlo važan instrument pozicioniranja. Komunicirati se može sa potencijalnim potrošačima kreiranjem veb-sajtova o organskoj hrani, na osnovu banera (oglasa) na internet stranicama, putem foruma i dr.

Vrlo je važna uloga **kanala distribucije** u pozicioniranju organskih proizvoda. Distribuciju organskih proizvoda treba obavljati preko specijalizovanih prodajnih kanala. Organski prehrambeni proizvodi dostupni su potrošačima u prodavnicama zdrave hrane, na posebnim mestima na policama veleprodaje i maloprodaje, direktnoj prodaji, internet prodavnicama i ugostiteljskim objektima (Babović i Prodanović, 2012). Direktni kanali distribucije organskih proizvoda su: prodaja na gazdinstvu, trajna porudžbina, prodaja na pijaci, sajamska prodaja, prodavnice organskih proizvoda i farmerskih gazdinstava. Indirektni kanali distribucije od-

nose se na trgovinu na veliko i trgovinu na malo, gde posebno mesto pripada specijalizovanim prodavnicama organske hrane (Babović, Nikolić i Raičević, 2013). Njihova prednost u odnosu na supermarkete je da potrošač može na licu mesta da dobije informaciju od prodavca o tome koja su korisna svojstva tog proizvoda ili kako ga upotrebiti u procesu pripreme obroka i slično (Ekonomski faktori i marketing aktivnosti u razvoju organske poljoprivredne proizvodnje u Srbiji, 2013).

Organska hrana se može uspešno pozicionirati putem povezivanja sa **turističkom ponudom**. Agroturizam može da bude promoter organskih i tradicionalnih prehrambenih proizvoda. Edukovanjem turista i konzumiranjem organske hrane u turističkim centrima, turisti bi mogli da postanu potrošači navedene hrane i kod kuće. Potrebne su integrisane marketing strategije radi pozicioniranja organske hrane, kako bi se ostvario poslovni uspeh i dalje razvijala organska proizvodnja, koja predstavlja interes ne samo proizvođača, nego i šire društvene zajednice. Značaj pravilnog pozicioniranja organskih prehrambenih proizvoda je u podsticanju organske proizvodnje, a samim tim u ostvarivanju dodatnog profita od kvalitetnijih proizvoda.

## **STRATEGIJA NASTUPA NA SVETSKOM TRŽIŠTU HRANE**

Pre izlaska na svetsko tržište hrane najvažnije je upoznati zahteve i želje potrošača kako po kvalitetu, tako i po kvantitetu. Ponašanje potrošača u pogledu izbora organskog proizvoda determinisano je različitim faktorima, od kojih su najvažniji: ukus, cena, dohodak, uverenja o zdravstvenoj ispravnosti, obrazovanje, običaji i navike u ishrani.

U cilju korišćenja uočenih potencijala na međunarodnom tržištu neophodno je razvijati odgovarajuće marketinške strategije, koje se zasnivaju na efektivnom targetiranju i pozicioniranju (Mitić i Gligorijević, 2012). Cilj i vodilja svakog preduzeća koje posluje na međunarodnom tržištu ne treba da bude najviša moguća cena za njegove proizvode, već ona cena koja će u kombinaciji sa ostalim instrumentima marketing miksa da doprinese ostvarenju kratkoročnih i dugoročnih ciljeva poslovanja (Ćirić i Vapa, 2011). Ako pak, posmatramo izvozne mogućnosti tek tu nam je bitno da što pre organizujemo proizvodnju za strane potrošače (Ekonomski faktori i marketing aktivnosti u razvoju organske poljoprivredne proizvodnje u Srbiji, 2013). Usled veće tražnje i nemogućnosti neograničene proizvodnje, u razvijenim zemljama se javlja nedostatak organskih prehrambenih proizvoda. Upravo u toj činjenici leži šansa manje razvijenih zemalja da unaprede svoju poljoprivrednu proizvodnju, a posebno proizvodnju i izvoz organskih prehrambenih proizvoda. Srpskim proizvođačima i izvoznocima hrane na raspolaganju stoje brojne marketing

strategije – brendiranja, inoviranja, diferenciranja, fokusiranja itd. (Babić, Mitić i Gligorijević, 2012, str. 30). Percepcije potrošača u pogledu izbora hrane jesu ključni faktor pri izradi strategije nastupa na svakom tržištu.

## ZAKLJUČAK

Tržište organske hrane je veliki potencijal jer ponuda organskih proizvoda još uvek ne podmiruje tražnju, posmatrano na globalnom nivou. Uz adekvatnu marketing strategiju moguće je unaprediti proizvodnju i promet organske hrane. U tom smislu, osnovni elementi marketing strategije jesu:

- istraživanje zahteva i želja potrošača,
- segmentacija tržišta,
- targetiranje ili izbor ciljnih tržišta,
- pozicioniranje organskih proizvoda.

Kad je u pitanju izvoz organske hrane, potrebno je da država i privredni subjekti usaglase strategiju pozicioniranja na svetskom tržištu. Radi dinamiziranja izvoza organske hrane potrebno je:

- diverzifikovati proizvodnju u skladu sa zahtevima potrošača,
- orijentisati se na preradu primarnih u set visokofinalnih organskih prehrambenih proizvoda,
- brendirati proizvod i stvarati prepoznatljive marke,
- razviti saradnju između proizvođača i izvoznika.

Za iniciranje i sprovođenje promena potrebni su ljudi sa vizijom, koji imaju znanje i moć da usmere organizacije, institucije i stanovništvo ka proizvodnji i potrošnji zdrave hrane. Za definisanje i sprovođenje strategija pozicioniranja organske hrane, pored humanog faktora, novac i vreme igraju ključnu ulogu. Pozicioniranje će svakako biti uspešnije na tržištima koja su u ekspanziji, kao što je tržište EU, izbegavajući zrela tržišta, kao i ona gde je konkurencija jaka. Potrebno je sprovesti edukaciju potrošača i intenzivirati promotivne aktivnosti o organskim proizvodima s naglaskom na njihovu osnovnu prednost, a to je kvalitet i zdravstvena bezbednost. U razvoju tržišta organske hrane važnu ulogu imaju država i mediji, čija bi uloga bila promovisanje i isticanje koristi koje pružaju organski proizvodi. Sagledavajući koristi koje pruža organska proizvodnja, možemo reći da je ovaj vid proizvodnje hrane budućnost poljoprivrede u ekonomskom i ekološkom pogledu. Zato je od suštinskog značaja doneti i implementirati odgovarajuće marketinške strategije kako bi se povećala ukupna proizvodnja i promet organskih prehrambenih proizvoda.

## POSITIONING STRATEGY OF ORGANIC FOOD PRODUCTS

Ćirić Maja

Prodanović Radivoj

**Abstract:** *The growing importance of organic food products in everyday diet triggers the need for research into the possibilities of better positioning in the market, in order to achieve a greater economic impact of organic food production. Proper positioning of organic food products in an increasingly selective market could contribute to the emergence of more areas under organic production, the revival and development of rural areas, increased income of farmers, improvement of public health, environmental protection etc. The purpose of this paper is to emphasize the importance of positioning of organic food products in the domestic and international market. The main aim of this paper is to emphasize the possible positioning strategies of organic food products, as well as positioning instruments that producers of organic food products may apply. The ultimate goal of this paper is to highlight the need to develop an optimal positioning strategy of organic food products, which will focus on consumers, competition, and resource possibilities for the manufacturer.*

**Key words:** *positioning / organic product / marketing strategy / consumers / competition*

### LITERATURA

1. Aertsens, J., Mondelaers, K., Van Huylenbroeck, G. (2009). Differences in retail strategies on the emerging organic market. *British Food Journal*, 111 (2), 138–154.
2. Babić, J., Mitić, S., Gligorijević, M. (2012). Unapređenje izvoza hrane iz Srbije. *Marketing*, 43 (1), 24–32.
3. Babović, J. (2008). *Marketing i agromarketing*, Novi Sad, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment.
4. Babović, J., Nikolić, A., Raičević, V. (2013). Neki aspekti marketinga organskih prehrambenih proizvoda. *Ekonomске teme*, 51 (1), 179–189.
5. Babović, J., Prodanović, R. (2012). Marketing model organic food. U: D. Kovačević (ur.), *Third International Scientific Symposium „Agrosym Jahorina 2012“: Proceedings* (str. 327–331). Sarajevo, Faculty of Agriculture East Sarajevo; Beograd, Faculty of Agriculture Belgrade.
6. Ćirić, M. (2011). Faktori koji determinišu lojalnost potrošača. *Ekonomija: teorija i praksa*, 4 (1), 15–26.

7. Ćirić, M., Vapa, B. (2011). Strategija cena na međunarodnom tržištu. *Economy and Market Communication Review*, (1), 104–112.
8. *Ekonomski faktori i marketing aktivnosti u razvoju organske poljoprivredne proizvodnje u Srbiji*. (2013, Maj 17). Centar za organsku proizvodnju, preuzeto sa: [http://organiccentar.rs/sites/default/files/radovi\\_sa\\_foruma/Skripta.pdf](http://organiccentar.rs/sites/default/files/radovi_sa_foruma/Skripta.pdf)
9. Gronroos, C. (2001). A Service Quality Model and its Marketing Implications. *European Journal of Marketing*, 18 (4), 36–44.
10. Ignjatijević, S., Ćirić, M., Carić, M. (2013). International trade structure of countries from the Danube region: comparative advantage analysis of export. *Ekonomicky casopis*, 3 (61), 251–270.
11. Karadeniz, M. (2009). Product positioning strategy in marketing management. *Journal of Naval Science and Engineering*, 5 (2), 98–110.
12. Kotler, P., Keller, K. L. (2006). *Marketing management* (12. izd.), Beograd, Datastatus.
13. Kotler, P., Wong, V., Saunders, J., Armstrong, G. (2006). *Osnove marketinga* (4 izd.), Zagreb, MATE.
14. Lazić, B., Babović, J. i sar. (2008). *Organska poljoprivreda*, Tom I, Novi Sad, Institut za ratarstvo i povrtarstvo.
15. Milisavljević, M. (2010). *Strategijski marketing*, Beograd, Ekonomski fakultet.
16. Milisavljević, M., Maričić, B., Gligorijević, M. (2005). *Osnovi marketinga*, Beograd, Ekonomski fakultet.
17. Mitić, S., Gligorijević, M. (2012). Globalni izazovi i perspektive marketinga proizvoda zdrave hrane. *Marketing*, 43 (3), 205–218.
18. Rakić, B., Rakić M. (2009). Upravljanje marketingom organske hrane. *Ekonomika poljoprivrede*, 56 (3), 453–468.
19. Rakić, M., Rakić, B. (2010). Pozicioniranje i diferenciranje tradicionalne srpske hrane. *Ekonomске teme*, 48 (2), 253–263.
20. Richter, T., Hempfling, G. (2003). *Supermarket study 2002 – Organic Products in European Supermarkets*, Frick, Research Institute of Organic Agriculture FiBL.
21. Schifferstein, H., Ophuist, P. (1998). Healthrelated determinants of organic food consumption in the Netherlands. *Food Quality and Preference*, 9 (3), 119–133.
22. *The global market for organic food and drink*. (2013, Maj 25). Organic monitor, preuzeto sa: <http://www.organicmonitor.com/700140.htm>

23. Tomić, S. (2010). Brendiranje tradicionalnih suhomesnatih proizvoda. *Etnološko- antropološke sveske*, 15 (4), 139–155.
24. *Zakon o organskoj proizvodnji*. (2010). Službeni glasnik RS br. 30/10, preuzeto sa: <http://mpt.gov.rs/postavljen/123/3920-09.pdf>

---

## **KRATKA ILI PRETHODNA SAOPŠTENJA**





## PRAVNI ASPEKTI ZLOUPOTREBE BERZANSKOG TRŽIŠTA

Raičević Vuk<sup>1</sup>

Kovačević Maja<sup>2</sup>

**Sažetak:** *Trgovina povlašćenim informacijama i tržišna manipulacija kao dva osnovna pojava oblika tržišnih zloupotreba onemogućavaju realizaciju potpune tržišne transparentnosti, koja je preduslov uspešnog trgovanja zbog čega većina savremenih pravnih sistema, u skladu sa vlastitim specifičnostima, uspostavlja pravni i institucionalni okvir, odnosno pravni mehanizam za njihovo sankcionisanje. Uprkos višedecenijskom odsustvu saglasnosti u naučnim krugovima o nužnosti zabrane trgovine povlašćenim informacijama i načinima njenog ostvarivanja na modernim tržištima, danas ipak većina savremenih pravnih sistema koristi krivičnopravno i administrativno sankcionisanje kao ključne vidove borbe protiv tržišnih zloupotreba putem kojih se nastoji očuvati poverenje investitora i povećati njihova aktivnost i tako ujedno povećati likvidnost tržišta. Cilj regulisanja zabrane zloupotrebe tržišta kroz zabranu zloupotrebe privilegovanih informacija i utvrđenja zabranjenih radnji jeste sprečavanje raznovrsnih oblika u kojima se oni mogu pojaviti.*

**Ključne reči:** berze / zloupotreba / tržište / pravna regulativa

### UVOD

Berza predstavlja institucionalizovano razmensko mesto na kojem članovi obavljaju robnu razmenu ili transakcije hartija od vrednosti (HOV) u cilju sticanja dobiti, i mesto gde se na osnovu njihove ponude i tražnje vrši vrednovanje HOV. Drugim rečima, berza predstavlja prostor na kojem se trguje dugoročnim finansijskim instrumentima. Reč koja označava lokaciju za specifičnu funkciju trgovine, vezuje se za porodicu Van der Burse iz Belgije, u čijoj je zgradi obavljena trgovina

---

<sup>1</sup> Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu, Novi Sad, Cvečarska br. 2, e-mail: vuk.m.raicevic@gmail.com

<sup>2</sup> Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu, Novi Sad, Cvečarska br. 2, e-mail: majaskovacevic5@gmail.com

vrednosnim papirima (Vunjak i Kovačević, 2009, str. 276). Berze mogu biti robne, produktne, efektne i mešovite. Produktne berze su one na kojima se vrši prodaja određenih vrsta roba kao što su poljoprivredne, industrijske i druge robe. Na efektivnim berzama se obavlja promet trgovačkih efekata, odnosno hartija od vrednosti kao što su akcije, obveznice koje emituje država, menice, valute pojedinih zemalja. Mešovite berze predstavljaju kombinaciju robnih i efektivnih berzi, gde se istovremeno trguje i robom i hartijama od vrednosti.

Berza se osniva kao akcionarsko društvo, s tim što finansijsku berzu mogu osnovati banka, poštanska štedionica, osiguravajuće društvo, država, kao i republika članica. Robnu berzu mogu da osnivaju pravna lica koja su registrovana za poslove proizvodnje i prometa robe, država i republika članica. Strana banka ili neko drugo strano pravno lice može biti osnivač finansijske, odnosno robne berze pod uslovima reciprociteta. Lica koja trguju na berzi su članovi berze ili berzanski posrednici. Oni moraju ispunjavati određene uslove u pogledu oblika organizacije, imovinskog statusa, obaveza prema berzi itd. Ove uslove propisuju državni organ, berzanska komisija ili sama berza. Berzanski posrednici su brokeri, ukoliko posluju u ime i za račun klijenta, ili dileri, ako mogu poslovati i u svoje ime i za svoj račun. Kontrolu nad poslovanjem berze vrši država, najčešće kroz komisiju za HOV. Pravilima ovakve institucije utvrđuju se uslovi u kojima berza može obustaviti rad, a to su uglavnom neregularni tržišni uslovi. Berza, s druge strane, uređuje prestanak trgovine određenim instrumentima ukoliko ne budu ispunjeni utvrđeni uslovi za listing.

Berza može biti organizovana, prema metodu trgovine, kao aukciono ili kontinuirano tržište. Aukciono tržište je berza na kojoj se nalozi klijenata za kupovinu ili prodaju grupišu i izvršavaju simultano uz formiranje jedinstvene cene. Aukcija može biti usmena ili pismena. Rezultat aukcije je utvrđen kurs instrumenta. Kurs je fiksiran, zato se aukcija često naziva i *fixing*. Na kraju radnog dana utvrđuje se prosečan dnevni kurs za pojedini finansijski instrument ukoliko je bilo više dnevnih aukcija. Drugi metod trgovine jeste kontinuirano tržište u kojem se izvršavanje naloga obavlja tokom čitavog radnog dana berze. Shodno tome, cene se stalno menjaju, održavajući priliv naloga i njihovu realizaciju. Ovaj metod ne zahteva fizičko prisustvo učesnika na parketu, već oni mogu da trguju i iz svojih kancelarija.

Najveće berze evoluirale su u pravcu primene ovog metoda i time obezbedile učesnicima komunikacionu povezanost i centralni kompjuter koji automatski upoređuje naloge i formira kurs koji odgovara ponudi i tražnji. Drugim rečima, danas je berza, fizički posmatrano, samo kompjuterska i komunikaciona mreža.

## ZAKONSKA REGULATIVA – MANIPULACIJE I ŠPEKULACIJE

Pojam „špekulacija” koristi se u različitim značenjima – od izvornog filozofskog značenja špekulativne filozofije kao dokazivanje nečeg što nema veze sa iskustvom ili realnošću, do stava da je to u trgovanju način neregularnog sticanja koristi. Svaka transakcija, odnosno pravna radnja koja je usmerena protiv interesa drugih ljudi ili drugih grupa, pa i nacionalnih i državnih zajednica je štetna i ne može se tretirati u pozitivnom značenju. Prema tome, značajno je da se pravni posao koji nekome donosi korist, a da pritom nikom ne nanosi štetu, može smatrati osmišljenom – pozitivnom špekulacijom, bez obzira na to koliki i kakvi su grupni interesi koji je pokreću. Svaka pravna radnja koja nanosi štetu drugom licu ili grupi, može se smatrati štetnom pošto narušava tuđe interese. Međutim, postoje i slučajevi kada špekulantski poslovi proizvode indirektnu štetu, ali su zato društvene koristi od njih daleko veće od takvih šteta. Primeri za to su uvođenje novih tehnologija i trgovanje po damping cenama. Na finansijskim tržištima javljaju se termini „manipulacije” i „špekulacije”. Često se koriste kao sinonimi. Tumače se kao npr. spletkarenja, smicalice ili podvaljivanja. U smislu poslovne aktivnosti, ovi termini se tumače kao nastojanja da se raspoloživim, bilo dopuštenim ili nedopuštenim sredstvima dođe do brze i lake zarade. Iako sam termin manipulacije ima negativan prizvuk koji upućuje na ilegalne operacije, to nije uvek tako. Nisu sve manipulacije *a priori* ilegalne i negativne. Zakonodavstva pojedinih zemalja putem zakona<sup>3</sup> ili standarda<sup>4</sup> definišu koje su to manipulacije ilegalne. U zakonskom definisanju finansijskih manipulacija i u njihovoj zabrani prednjače SAD, čiji SEC<sup>5</sup> (Komisija za vrednosne papire) određuje koje su manipulacije ilegalne. Zemlje EU putem amandmana na Direktive EU nastoje zakonski ograničiti pojedine manipulacije na finansijskim tržištima.<sup>6</sup>

### *Tržišne manipulacije*

Pojam tržišne manipulacije obuhvata:

1. transakcije ili naloge za trgovanje
  - a. koji daju ili postoji mogućnost da daju lažnu sliku o ponudi, potražnji ili ceni finansijskog instrumenta ili
  - b. koji održavaju cenu jednog ili više finansijskih instrumenata delovanjem jedne ili više osoba, na neprirodnom ili veštačkom nivou;

<sup>3</sup> Primera radi, Komisije za vrednosne papire.

<sup>4</sup> Primera radi, Međunarodni računovodstveni standardi ili US GAAP i sl.

<sup>5</sup> *Securities and Exchange Commission*.

<sup>6</sup> Amandmani na *The insider Directive* (89/592/EEC), videti na: [www.europa.eu.int/com](http://www.europa.eu.int/com).

2. fiktivne transakcije ili fiktivni nalozi za trgovanje, uključujući i ostale oblike prevara ili prividnih radnji;
3. širenje informacija o finansijskom instrumentu putem sredstava informisanja, uključujući i internet ili putem drugih sredstava koje o njemu daju, ili postoji mogućnost da daju lažne pokazatelje ili pokazatelje koji dovode u zabludu, ako je osoba takve vesti znala ili je morala znati da je informacija lažna ili da dovodi u zabludu.

Sprečavanje tržišne manipulacije i trgovine povlašćenim informacijama omogućava potpunu tržišnu transparentnost i predstavlja preduslov njegove efikasnosti, stoga većina savremenih pravnih sistema sadrži propise kojima se zabranjuje trgovina povlašćenim informacijama i tržišna manipulacija.

### ***Pojam i pretpostavke manipulacija na berzama***

Manipulacija je aktivnost gde jedna osoba ili skupina uglavnom ilegalno podiže ili spušta cene roba. Na finansijskim tržištima, odnosno berzama, to znači veštačko podizanje ili obaranje cena akcija. Manipulacijama se bave pojedinci ili skupine koji se zajednički nazivaju *manipulanti*. Oni, legalno a češće ilegalno, provode različite aktivnosti koje dovode do stalnog povećanja ili stalnog smanjenja cena akcija na berzama i na taj način imaju direktne ili indirektne finansijske koristi.

Što duže manipulanti mogu da kontrolišu mnoštvo investitora to duže mogu ostvarivati svoje ciljeve i finansijsku korist. Manipulanti kontrolišu tržišnu *pohlepu* i *strah*. Pohlepa javnosti, u ovom slučaju investitora, javlja se kada cene rastu te sticanjem što većeg broja akcija investitori žele da ostvare što veću finansijsku korist u budućnosti. Strah javnosti nastupa prilikom pada cena akcija na berzama pri čemu dolazi do nekontrolisane prodaje zbog straha od većih gubitaka u budućnosti. Pri tome, iskustva o manipulacijama s finansijskih tržišta govore da je lakše zaplašiti javnost prilikom prodaje nego prilikom kupovine akcija. Berze zabranjuju transakcije investitora ili berzanskih posrednika koje imaju za cilj uticaj na ponudu, tražnju ili cene finansijskih instrumenata, nasuprot zakonima. Zabranjeno je i korišćenje insajderskih informacija.

Insajderi su lica koja su tesno povezana sa određenim preduzećima, odnosno kompanijama i njima je najstrožije zabranjeno da trguju. Najblaža kazna za insajder trejding jeste povraćaj profita. Druga moguća kazna je plaćanje penala koji iznose trostruki ostvareni profit. Kazna takođe može biti i do 10 godina zatvora u zavisnosti od umešanosti. Sve ove mere prati oduzimanje celokupne imovine.

Fiktivna prodaja je transakcija u kojoj nema promene vlasništva, već se vlasnik sporazumeva sa kupcem da izvrše simuliranu kupoprodaju po ceni koja je iznad

trenutne na tržištu. Ova kupoprodaja na tržištu stvara privid aktivnosti koja se registruje u berzanskim izveštajima i može navesti druge investitore da ulažu, s obzirom da je stvorena iluzija da cena akcije raste. Investitor će tako kupiti akciju po višoj ceni od stvarne.

Suprotni nalozi su oblik manipulacije koji vrši investitor davanjem naloga za kupovinu i prodaju iste akcije kod više različitih brokera i tako se stvara privid trgovine. Cena koja se formira ovim putem ne odgovara ravnotežnoj.

Glasine, ako su namerne, takođe mogu izazvati rast ili pad cene akcija. Ako investitor kupi neke akcije jer očekuje rast cene i namerava da ih potom proda a do tog rasta ne dolazi, onda može da raširi glasine o dobrim poslovnim rezultatima preduzeća u nadi da će cena akcija skočiti. Isto tako, ako je investitor prodao određene akcije očekujući njihov pad a do pada ne dolazi, on može početi sa širenjem negativnih glasina o firmi, akcijama itd., u nadi da će do pada što pre doći.

Pulove stvaraju učesnici na tržištu obrazujući alijanse se podelom dužnosti i realizovanog profita. Npr. pul organizovan u cilju izazivanja rasta cena prvo okuplja sve krupnije vlasnike i otkupljuje akcije od sitnijih da bi stekao kontrolu nad ponudom određene akcije. Zatim stimulišu tržište tako što otkupljuju preostale akcije da bi podigli cenu. Ostali investitori kupuju akcije jer očekuju dalji rast cene. Međutim, kada akcije dostignu nivo koji pul smatra pogodnim on prodaje deo akcija i time obara cenu što inicira prodaju i od strane drugih vlasnika, zatim ih po tako sniženoj ceni ponovo kupuje i lansira glasine i povoljne analize o emitentu da bi došlo do ponovnog rasta cena. Tada dolazi do faze distribucije, ondosno prodaje akumuliranih akcija. Pul ostvaruje profit i napušta tržište te akcije iz čega sledi slom cena.

Korner predstavlja kreiranje monopolske situacije u raspolaganju određenim akcijama, tako da ih investitori mogu isključivo kupovati od monopolskog vlasnika i po višoj ceni.

Još jedan od kanala manipulacije danas jeste i internet jer je nemoguće proveriti informacije o firmama koje nude svoje akcije, posebno zato što se ne može sa sigurnošću odrediti njihova adresa, kao i zbog činjenice da je moguće istovremeno slanje mnogih poruka, najčešće lažnih. Po pravilima, sve od navedenih mehanizama manipulacije je zabranjeno.

### ***Padajuća i rastuća finansijska tržišta kao područja zloupotrebe berze***

Zloupotreba na berzama i njihov uticaj na ponašanje cena akcija manifestuju se na sledećim tipovima tržišta (Garman i Fogue, 1994, str. 464):

- (1) fluktuirajućim,
  - (2) padajućim i
  - (3) rastućim tržištima.
- Fluktuirajuća finansijska tržišta karakteriše neprekidna promena cena akcija tako da u određenim intervalima cene rastu, zatim padaju, odnosno karakteriše ih cikličko kretanje.
  - Kod padajućeg tržišta (*Bear*)<sup>7</sup> karakteristično je to da u jednom dužem vremenskom intervalu cene akcija neprekidno padaju čime se u stalnom padu cena akcija prikrivaju manipulacije na sniženje cena istih.
  - Rastuće tržište (*Bull*)<sup>8</sup> karakteriše kontinuirani rast cena akcija u dužem vremenskom intervalu pri čemu se prikrivaju i manipulacije na rast cena.

### ***Aktivnosti (pravila) manipulacija na berzama***

Za razumevanje instrumenata ili aktivnosti manipulantata u cilju povećanja ili smanjenja cena akcija na berzama potrebno je upoznati osnovna pravila manipulisanja na berzama. Danas se na berzama govori o sledećih deset pravila.

1. Sve nagle promene cena akcija, bilo prema gore ili dole, rezultat su manipulacija bilo pojedinca ili grupe profesionalnih manipulanata. Ako manipulant želi da nagovori investitora za ulaganje u akcije neke kompanije tada će prospekt te kompanije izgledati kao drugi *Microsoft*. Međutim, ukoliko manipulant želi od investitora da napusti „brod koji tone” (da rasprodaju akcije kompanije koja je njima poželjna) tada će početi kampanju emitovanja vrlo loših informacija o kompaniji s čijim akcijama želi manipulirati.
2. Ako manipulanti žele da rasprodaju prethodno stečene akcije tada će preduzeti sve moguće propagandne aktivnosti i emitovaće dobre vesti o kompanijama čije akcije žele da prodaju.
3. Kada je manipulant prodao akcije kompanije, ponovo emituje loše informacije o kompanijama čije akcije želi da stekne ili nastoji da se o tim kompanijama stvori informacioni vakuum koji pogoduje sticanju akcija po nižim cenama.
4. Ukoliko se akcije prodaju u velikom obimu po visokim cenama to je signal da se radi o rasprodaji akcija profesionalnih manipulanata. Kada se traže manji obimi, s nižim cenama, to je znak da manipulanti akumuliraju akcije koje nakon određenog vremena žele da prodaju po većim cenama.
5. Profesionalni tržišni manipulant uvek će nastojati da kupi te akcije po većoj ceni kao i da proda te akcije po što je moguće nižoj ceni.

<sup>7</sup> Bear Market – berzanske manipulacije na pad cena.

<sup>8</sup> Bull Market – berzanske manipulacije na rast cena.

6. Kada je realan *deal* u manipulaciji tada ćete biti poslednji koji je upoznat s tim i verovatno poslednja osoba koja će „izaći” iz deonica neke kompanije po nižim cenama.
7. Verovatno ćete biti poslednji koji će saznati da *deal* beleži znakove neuspeha te ćete još u strahu prodavati akcije po nižim cenama.
8. Manipulanti će vas prisiliti na ulazak u akcije neke kompanije tako da ćete im podizati cene.

### **Metode manipulacije i zloupotrebe na berzama**

Na berzama se javlja veći broj metoda profesionalnih manipulacija među kojima se posebno ističu sledeće: (1) *Pump&Dump*, (2) *Trash&Cash* i (3) *Insider Trading*. *Pump&Dump* (napumpaj i istovari) metoda najpoznatija je među berzanskim manipulantima, a usmerena je na ostvarivanje njihove finansijske koristi. Ova manipulacija vrši se tako da berzanski manipulanti najpre stiču veći broj akcija na plitkom finansijskom tržištu nakon čega žele da im podignu cene (*pump*) promotivnim kampanjama, pozitivnim glasinama. To manipulanti danas tehnički posebno uspešno čine internetom. Nakon podizanja cena sledi prodaja ili iskrcavanje (*dump*) akcija po većim cenama i tako manipulanti, odnosno, investitori za koje rade ostvaruju ekstraprofite. *Pump & Dump* metoda realizuje se u sledećim fazama:

- sticanje akcija („utovar”) po nižim cenama;
- promotivna kampanja ili širenje pozitivnih priča i glasina o kompanijama kojima treba povećati cenu akcija – to se širi novinama, reklamnim spotovima, a danas posebno internetom. Nastaje jurnjava tipa *zlatne groznice* za deonicama kojima neprekidno raste cena (*pump*);
- rasprodaja akcija ili „istovar” (*dump*) je sledeća nečasna i logična radnja manipulanta u kojoj će jeftino stečene deonice prodati po većoj ceni koju je manipulant veštački stvorio;
- tišina i informacijski vakuum je faza koja sledi nakon iskrcavanja svih deonica, a znači pripremu za ponovno rušenje cene i preuzimanje paketa deonica određenih kompanija. Tišina i nepostojanje informacija o kompanijama i njihovim deonicama izaziva strah kod deoničara i oni nastoje da se reše takvih deonica strahujući od većeg pada cene i većih gubitaka. Tako manipulanti *akumuliraju* nove deonice i pripremaju se za ponavljanje metode *Pump&Dump*.

*Trash&Cash* (obezvredi pa unovči) je metoda berzanske manipulacije koja se sastoji od dve faze:

- obezvređivanje ili škartiranje vrednosti akcija (*Trash*) putem negativnih priča i glasina koje se šire novinama, reklamama i internetom u cilju obaranja cene onih akcija koje žele berzanski manipulanti;
- nakon sticanja akcija prestaju negativne glasine te se medijskom propagandom i internetom finansijskim svetom šire pozitivne informacije o stečenim akcijama. Nakon toga manipulanti rasprodaju ili „iskrcavaju” akcije i profitiraju (*Cash*).

*Insider Trading* (manipulisanje iznutra) je metoda manipulisanja u kojoj primarno učestvuju službenici kompanije ili *insiders* (menadžment, direktori, zaposleni, njihove porodice i sl.). Na temelju proverenih informacija, insajderi kupuju ili prodaju akcije po povoljnim cenama. Takođe, insajderi trguju s pouzdanim informacijama koje su im dostupne zašto imaju finansijsku korist ili „napojnice” (*tippes*). Insajderi mogu širiti i nerealno pozitivne ili negativne informacije ako žele da podižu ili da obaraju cene akcija, pa se ponašaju po metodama *Pump&Dump* ili *Trash&Cash*. Berzanski manipulanti pomoću interneta sve efikasnije kontrolišu pohlepu i strah insajdera, te iz toga profitiraju. *Insider trading* kao nečasna manipulacija poznata je od početka 20. veka. Već je 1934. u SAD donet zakon (*Security Exchange Act*), kojim se američka Komisija za vrednosne papire (SEC) ovlašćuje za borbu protiv insajdera i njihovih manipulacija. Prema ovom zakonu (čl. 10b), na koji se danas SEC poziva, nagrađuju se svi oni koji daju informacije ili otkrivaju insajdere. Suprotstavljanje *Insider trading*-u utemeljeno je berzanskim pravom EU. Donose se amandmani na već usvojene Direktive EU.

Pre više od jedne decenije usvojena je Direktiva pod nazivom *The Insider Dealing Directive* (89/592/EEC) (<http://europa.eu.int>). Ova direktiva predstavlja deo *Financial Services Action Plan*-a koji je usmeren u cilju integracije finansijskog tržišta EU.

## ZABRANA ZLOUPOTREBE TRŽIŠTA

Investitori na finansijskom tržištu moraju biti zaštićeni od konfuznih i lažnih informacija, a naročito od zloupotrebe privilegovanih informacija poznatijeg kao *Insider dealing* (Vasiljević, 2007, str. 14). Unutar zemalja Evropske zajednice prvi put je *Insider dealing* pravno uobličen 1989. godine donošenjem Direktive 89/592/EEC poznatom pod nazivom *Insider Dealing Directive* (IDD). Ona je postala osnov za borbu protiv *Insider dealing*-a na evropskom tržištu hartija od vrednosti. U uslovima stalnog razvoja povezanog finansijskog tržišta, IDD ne može adekvatno da odgovori na nove pojavne oblike zloupotreba na tržištu. Dat je predlog za donošenje nove direktive koja je usvojena 2003. godine i regulisala je dva oblika



zloupotrebe *Insider dealing*-a i *Market abuse*-a – zloupotrebu tržišta. U Republici Srbiji je ova oblast po prvi put regulisana Zakonom o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata iz 2003. godine u delu pod nazivom Privilegovane informacije, a potom ponovo u novom Zakonu o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata iz 2006. godine.

Ključni elementi definisanja privilegovane informacije jesu:

- da nije poznata javnosti (*has not been made public*), odnosno da nije objavljena i dostupna javnosti;
- da je dovoljno određena (*precise nature*). Pitanje dovoljne određenosti informacije dovodi do čvrstog stava da glasine (*rumors*) ne mogu da se smatraju privilegovanom informacijom;
- uticaj informacije na cenu hartije od vrednosti;
- da se odnosi na jednog ili više izdavaoca ili na jednu ili više hartija od vrednosti.

Donošenjem MAD, definisanje pojma privilegovane informacije nije pretrpelo velike promene u određivanju elemenata kojima se one definišu. Promena u definisanju privilegovanih informacija u okviru MAD odnosi se ne samo na hartije od vrednosti nego i na finansijske instrumente uopšte. Zakonom o tržištu hartija od vrednosti iz 2003. godine (*Službeni glasnik RS* br. 57/2003, 55/2004) učinjen je prvi pokušaj harmonizacije sa evropskim pravom u oblasti *Insider Dealing* na tržištu Srbije. Osnovne identifikacije i zaštite od mogućih zloupotreba date IDD ugrađene su u navedeni zakon, ali samo polovično. Slabosti na ovom polju delimično su otklonjene novim Zakonom o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih derivata (*Službeni glasnik RS* br. 47/2006) koji je donet sredinom 2006. godine. Način tumačenja i pravna priroda privilegovane informacije koji je inkorporiran u Zakon o tržištu hartija od vrednosti Republike Srbije, utemeljen na pomenutim direktivama, objašnjen je kroz naredni naslov.

### ***Pravna priroda privilegovane informacije***

Zakonom o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata (*Službeni glasnik RS* br. 47/2006) – u daljem tekstu: Zakon o tržištu hartija od vrednosti – koji je u skladu sa Direktivom EU o zloupotrebama na tržištu (*Market Abuse Directive*) definisan je pojam privilegovanih informacija, a upravo iz razloga da bi se sprečila trgovina hartijama od vrednosti na osnovu informacija koje nisu objavljene na neki od načina predviđen Zakonom o tržištu hartija od vrednosti, odnosno nisu dostupne javnosti, a mogu imati uticaja na cenu hartija od vrednosti. Članom 2, tačka 7 Zakona o tržištu hartija od vrednosti propisano je da se pod

privilegovanom informacijom podrazumeva svaka informacija o tačno određenim činjenicama koje se odnose na jednog ili više izdavalaca, kupaca odnosno prodavaca hartija od vrednosti ili o činjenicama koje se odnose na jednu ili više hartija od vrednosti koje nisu dostupne javnosti, a mogu uticati direktno ili indirektno na izdavaoca, trgovinu hartijama od vrednosti, odnosno na cenu na organizovanom tržištu. Dakle, privilegovana informacija u smislu člana 2, tačka 7 Zakona o tržištu hartija od vrednosti je ona informacija koja nije javno objavljena, ima preciznu prirodu, a u vezi sa hartijama od vrednosti, koja bi da je javno objavljena verovatno imala značajan uticaj na cenu hartija od vrednosti.

Na tržištu hartija od vrednosti formulisana su dva načela poslovanja:

- načelo jednakog položaja investitora i
- načelo zaštite investitora od zloupotrebe privilegovanih informacija.

Stoga je odredbom člana 71, stav 1 Zakona o tržištu hartija od vrednosti precizirano da niko ne može da stiče, kupuje, prodaje ili na drugi način raspolaze hartijama od vrednosti korišćenjem privilegovanih informacija. Zakonom o tržištu hartija od vrednosti posebno su navedene određene kategorije lica koje po prirodi posla koji obavljaju mogu raspolagati privilegovanim informacijama.

Zabrana korišćenja privilegovanih informacija odnosi se kako na lica koja u obavljanju svojih poslova, svoje funkcije ili profesije saznaju za privilegovane informacije (zaposleni kod izdavaoca, članovi uprave i nadzornog odbora izdavaoca, revizor, portfolio menadžer, investicioni savetnik, broker, finansijski analitičar, računovođa, knjigovođa, advokat, aktuar, procenjivač, veštak ili sudija), tako i na lica koja imaju učešće u kapitalu izdavaoca od najmanje 10%, zavisno društvo izdavaoca i sva lica koja su stekla privilegovanu informaciju, a znaju ili su mogla znati za nju od navedenih lica (član 71, stav 2 Zakona o tržištu hartija od vrednosti). Lice iz člana 71, stav 2 Zakona o tržištu hartija od vrednosti je dužno da kao poslovnu tajnu čuva podatke o privilegovanim informacijama. Kao što je zabranjeno da se korišćenjem privilegovanih informacija stiče, kupuje, prodaje ili na drugi način raspolaze hartijama od vrednosti, tako je zabranjeno i saopštavanje ovih informacija drugim licima. Isto tako, na osnovu tih informacija ne sme se preporučivati drugim licima sticanje, kupovina i prodaja hartija od vrednosti (član 72, stav 1 Zakona o tržištu hartija od vrednosti). Značaj ovog pitanja vidi se u tome što je članom 72, stav 2 Zakona o tržištu hartija od vrednosti propisana dužnost javnih društava da sačine spisak lica koja imaju obavezu čuvanja privilegovanih informacija i da predvide sankcije za nepoštovanje te obaveze. Međutim, licima iz člana 71, stav 2 Zakona o tržištu hartija, koja se po zakonu smatraju insajderima, dozvoljeno je da trguju hartijama od vrednosti (pod uslovom da ne koriste privilegovane informacije), ali

imaju obavezu da svoje transakcije prijave izdavaocu, Komisiji za hartije od vrednosti i organizatoru tržišta na kome se obavlja trgovina hartijama od vrednosti. Stoga su u članu 71, stav 2 Zakona o tržištu hartija od vrednosti posebno navedene određene kategorije lica koja po prirodi posla koji obavljaju mogu raspolagati privilegovanim informacijama, u skladu i na način definisan u tehničkim direktivama za sprovođenje direktive EU o zloupotrebama na tržištu (*Directive 2004/72/EC*, *Directive 2003/125/EC* i *Directive 2003/124/EC*).

U cilju sprečavanja zloupotrebe privilegovanih informacija Komisija za hartije od vrednosti ima ovlašćenje da od svih lica kojima mogu biti dostupne privilegovane informacije zahteva određena obaveštenja ili podatke, kao i da pokreće postupak pred nadležnim državnim organom ako utvrdi da je došlo do zloupotrebe privilegovane informacije. Komisija ukazuje da je odavanje privilegovane informacije, odnosno poslovne tajne predviđeno kao krivično delo iz člana 240 Krivičnog zakonika Republike Srbije.

## ZAKLJUČAK

Trgovina povlašćenim informacijama i tržišna manipulacija kao dva osnovna oblika tržišnih zloupotreba onemogućavaju realizaciju potpune tržišne transparentnosti, koja je preduslov uspešnog trgovanja, zbog čega većina savremenih pravnih sistema uspostavlja pravni i institucionalni okvir za njihovo sankcionisanje. Na području Evropske unije, mehanizmi sprečavanja i sankcionisanja tržišnih zloupotreba izrađeni su na odredbama Direktive 2003/6/EC o zloupotrebama na tržištu.

Uprkos odsustvu saglasnosti u naučnim krugovima o nužnosti zabrane trgovine povlašćenim informacijama i načinima njenog ostvarivanja na modernim tržištima, danas većina savremenih pravnih sistema koristi krivičnopravno i administrativno sankcionisanje kao vidove borbe protiv tržišnih zloupotreba putem kojih se pokušava očuvati poverenje investitora i povećati njihova aktivnost, a na taj način i povećati likvidnost tržišta.

Osnovni zadatak organizatora tržišta i njihovih kontrolora je zaštita investitora i poštovanje načela ravnopravnosti učesnika na finansijskom tržištu.

## LEGAL ASPECTS OF STOCK MARKET ABUSE

Raicevic Vuk  
Kovacevic Maja

**Abstract:** *Trade with privileged information and market manipulation as two main forms of market abuse present an obstacle to the complete transparency of the market, which is a precondition of successful trade. Therefore, the majority of countries with modern legal systems, in accordance with their individual characteristics, establish legislative and institutional frameworks, as legal mechanisms which are supposed to sanction market abuse. Despite the fact that for many decades there has been no general agreement among scientists about the need for prohibiting trade with privileged information and methods of implementing such measures, most legally developed and modern systems nowadays use criminal and administrative measures to sanction market abuse and so preserve the trust of investors and stimulate their activities, while at the same time increasing market liquidity. The aim of such regulations in terms of preventing the abuse of privileged information and determining forbidden market activities is to prevent the many different forms in which they may occur.*

**Key words:** *stock market / abuse / market / legal framework*

### LITERATURA

1. Garman, T. E., Fogue, R. E. (1994). *Personal Finance*, Boston, Houghton Mifflin Company.
2. Vasiljevic, M. (2007). Pravo i zaštita investitora, *Pravo i privreda*, 44 (5–8), 3–19.
3. Vunjak, N., Kovačević, Lj. (2009). *Finansijska tržišta i berze*, Subotica, Ekonomski fakultet.
4. *Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata*. (2003). Službeni glasnik RS, br 57/2003, 55/2004.
5. *Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih derivata*. (2006). Službeni glasnik RS, br. 47/2006.

---

## **STRUČNI RADOVI**



## BAZEL III KAO NOVI INSTITUCIONALNI OKVIR

Dragosavac Miloš<sup>1</sup>

**Sažetak:** *Tri godine od početka najteže svetske krize, predstavnici najvećih centralnih banaka usvojili su u švajcarskom gradu Bazelu znatno strožija pravila bankarskog poslovanja. Banke će morati da imaju veće zalihe kapitala, a ostvareni profit neće moći da troše na isplate bonusa menadžerima. Predstavnici 27 zemalja usvojili su nova načela, pravila i procedure, kako države ne bi ponovo morale da intervenišu u spasavanju banaka. Pravila iz 2004. godine biće zamenjena novim pravilima, koja nose naziv Bazel III. Prema novim pravilima, banke će do januara 2019. godine morati da povećaju obavezne rezerve sa dva na sedam odsto. Novi sporazum treba da omogući suštinsko jačanje kapitala na globalnom nivou i da doprinese dugoročnoj finansijskoj stabilnosti. Odluka važi za sve banke, kako one sa naprednim, tako i za banke u rastućim ekonomijama. Povećanje kapitala banaka nadoknada je za eventualno rizične pozajmice ili trgovinu hartijama od vrednosti. Umesto sadašnja dva evra, banke će morati da imaju sedam evra kapitala na svakih sto evra kredita. Nova pravila ukazuju na činjenicu da će, ukoliko žele da pokriju deficit, finansijske institucije morati da prikupe dodatna sredstva. U razvijenijim zemljama EU banke će morati da prikupe više od 100 milijardi evra.*

**Ključne reči:** *zakonska regulativa / bazelski standardi / Bazelski komitet / supervizija banaka / svetska kriza / upravljanje rizicima / likvidnost*

### UVOD

Svetska finansijska kriza dovela je do toga da su likvidnost i profitabilnost, ne samo banaka već i ostalih finansijskih institucija ugrožene. Bazelski komitet je reagovao na novonastalu situaciju i utvrdio nova pravila supervizije i upravljanja rizikom likvidnosti. Osnovni cilj je da se uspostavi ravnoteža između finansijskog sistema sa jedne strane, i odgovarajućeg kreditnog nivoa sa druge strane. Takođe, težilo se ka tome da državna sredstva sve manje budu usmerena na pomoć privatnim finan-

---

<sup>1</sup> Visoka poslovna škola strukovnih studija, Vladimira Perića Valtera br. 4, Novi Sad, e-mail: Milos.Dragosavac@vps.ns.ac.rs

sijskim institucijama. Bilo je potrebno da se pronađe adekvatno rešenje koje će uspešno prevazići tekuće probleme. Najznačajnije je uvođenje kvalitetnijeg kapitala i viših minimalnih zahteva, kako bi se ostvario finansijski rast.

Dobra strana je sama dinamika uvođenja standarda. Prepušteno je državama da samostalno uvode odgovarajuće mere, onako kako je za njihov bankarski sistem najbolje. Ta sloboda uvođenja standarda ima svoje prednosti i nedostatke. Glavna prednost je ta što su znatno niži troškovi postepenog uvođenja i postoji mogućnost za određene promene pre konačne primene. Glavni nedostatak je taj što se već u prvim fazama javljaju velike razlike između zemalja, dok su neke zemlje već započele implementaciju, a neke još nisu u potpunosti primenile ni Bazel II standard. Cilj je da se do 2019. godine završi implementacija Bazel III standarda.

U ovom radu prvo se analizira uticaj svetske finansijske krize na poslovanje finansijskih institucija, samim tim i na bazelske standarde, zatim se razmatraju glavne karakteristike novih pravila i načela u okviru Bazel III standarda, kao i prikaz osnovna tri stuba. Na kraju se prikazuje dinamika sprovođenja novih pravila.

## UTICAJ SVETSKE EKONOMSKE KRIZE NA BANKARSKÉ STANDARDE

Događaji i dešavanja tokom sedamdesetih i osamdesetih godina prošlog veka motivisali su BCBS da 1988. godine sastavi i objavi prvi međunarodni sporazum o kapitalu banaka (*Basel Capital Accord*) poznat kao Bazel I. Tih godina bili su aktuelni problemi koji se tiču rastuće volatilnosti na finansijskim tržištima, deregulacije, globalizacije, inovativnih instrumenata i dužničke krize, koji su imali za posledicu eroziju kapitalne osnove velikih banaka širom sveta. Svrha standarda Bazel I bila je uvođenje jedinstvenog načina za izračunavanje adekvatnosti kapitala kako bi se ojačala finansijska stabilnost. Bazel I definiše elemente kapitala banaka – osnovne i dopunske, pondere za izračunavanje kreditnog rizika po bilansnoj aktivni (ponderi rizika: 0%, 20%, 50% i 100%) i faktore kreditne konverzije za vanbilansne stavke (posle čega se primenjuju odgovarajući ponderi rizika), kao i odnos između kapitala i ukupne izloženosti banke (bilansne i vanbilansne) ponderisane kreditnim rizikom s ciljem izračunavanja pokazatelja adekvatnosti kapitala. Pokazatelj adekvatnosti kapitala banke treba da iznosi najmanje 8% (*Bazel I*).

Međutim, razvojem finansijskih tržišta početkom XX veka, pojavljuje se nova verzija standarda pod nazivom Bazel II, sa kojim je startovano 2004. godine. U novoj verziji uzimaju se u obzir ne samo kreditni, već i drugi rizici koji postoje u bankarskom poslovanju. Razlog tome je sve veći razvoj tržišta finansijskih derivata, pojava hedž fondova i povećan broj špekulanata sa kojima su banke povezane. U periodu



2007–2009. godine, kada je počela aktivna primena standarda, razbuktna se svetska ekonomska kriza. Bazel II nije imao odgovarajuće rešenje za datu krizu, čak se ukazivalo na to da je uvođenje Bazela II i isprovociralo finansijsku krizu. Bazelski komitet je u vreme trajanja krize počeo da vrši određene ispravke i izmene u Bazel II standardu.

Kriza je produbljena neurednim procesom kontinuiranog usklađivanja i povezanosti među institucijama. Takođe, procikličnost i sistemski rizik, kao dve dinamičke kategorije, ilustruju potrebu da se u obzir uzmu i sve specifične slabosti banke, kao i rizici koji se stvaraju u bankarskom i finansijskom sistemu. Međutim, jedno od osnovnih verovanja u pogledu inicijatora krize u bankarskom sistemu jeste da je supervizija banaka bila ekskluzivno fokusirana na sigurnost i stabilnost pojedinih banaka. Sve navedeno dovodi do zaključka da su se efekti krize sporije ili brže prenosili i na regione za koje se, u prvom trenutku, nije pretpostavljalo da će ih kriza dotaći. Ova činjenica ukazuje da u globalnom finansijskom svetu svaka kriza može da se prenese lako i brzo putem veoma različitih i često neočekivanih kanala.

Bazel III je odgovor na probleme nastale kao posledica finansijske krize, ali nova pravila i standardi nisu dovoljni sami po sebi. Sledeći ključni zadatak odnosi se na bolju i rigorozniju kontrolu finansijskog sistema na globalnom nivou. Komitet je predložio jače mehanizme koji bi garantovali da se propisi i standardi, razvijeni od strane Komiteta i usvojeni od strane G20, implementiraju u celosti. U tu svrhu formiran je Odbor za implementaciju standarda, koji će obaviti praćenje primene Bazela III. Fokus njihovog delovanja biće tumačenja standarda i potencijalne oblasti za regulatornom arbitražom (Wellink, 2011, str. 3).

U okviru novog okvira predstavljeni su elementi koji mogu biti od značaja za celokupni bankarski sektor. Banke i bankarski sistemi često se suočavaju sa različitim tipovima internih i eksternih šokova, bez obzira na stanje njihovog razvoja ili složenosti (Jovanić, 2008, str. 785). Na primer, Bazel III treba da utiče na značajno podizanje kvaliteta i kvantiteta kapitala, sa većim fokusom na zajednički kapital. Kapital treba da bude najvišeg kvaliteta, kako bi bolje apsorbovao gubitke od šokova koji mogu nastati. Takođe, Bazel III je naglo podigao status zlata. Nova pravila predviđaju da se zlato u bankarski kapital prvog stepena (*tier-1*) doznačuje po 100% ceni. Banke dobijaju mogućnost da svoje aktive u papirima zamenjuju zlatom. Eksperti su izračunali da će ovakvo pravilo povećati potražnju za dragocenim metalom između 1700–3000 tona. Uvođenje u poslovanje novih pravila Bazela može da dovede do radikalne promene pozicije banaka u pojedinim zemljama u svetskom finansijskom sistemu. Prvo, očekuje se jačanje pozicija kineskih banaka s obzirom na to da Kina već nekoliko godina zauzima prvo mesto na svetu i po

količinama eksploatacije i po uvozu zlata. Pozicije banaka koje su krenule sa uvođenjem Bazela III će jačati zato što cene zlata tokom poslednjih 12 godina pokazuju vrlo visok tempo rasta bez presedana – prosečno 17% godišnje. Legalizacija standarda Bazela III u nizu zemalja u 2013. godini je ozbiljan znak da se zlato vraća u svet novca. Za sada se ne radi o klasičnom zlatnom standardu pri kome banke slobodno razmenjuju papirne novčanice za metal. Ali metal može da se koristi šire, za pokrivanje obaveza banaka i može da bude finansijska aktiva.

Bazel III je razvijen od strane Bazelskog komiteta za superviziju banaka radi jačanja regulacije, nadzora i upravljanja rizicima u bankarskom sektoru. Ove mere imaju za cilj da:

- poboljšaju sposobnost bankarskog sektora da odgovori na šokove koji proizilaze iz finansijskog i ekonomskog stresa, bez obzira na njegov uzrok,
- unaprede upravljanje rizicima i menadžment banke, opšte posmatrano,
- povećaju transparentnost poslovanja banaka (Wellink, 2011, str. 3).

Ciljani rezultat reformi na mikro nivou jeste da se podigne otpornost finansijskih institucija u periodima stresa, dok je na makro planu – da se identifikuju i prate rizici koji, preko bankarskog sektora, mogu izazvati poremećaje čitavog privrednog sistema. Ova dva rezultata su komplementarna jer veća otpornost na nivou banke smanjuje rizik od širokog sistema šokova koji bi mogao ugroziti finansijski sektor i privredu jedne zemlje. Komitet je stava da novi standardi treba da budu predstavljeni na način koji ne ometa oporavak privrede. Ova odluka je oličena u dužini perioda predviđenom za implementaciju za sprovođenje standarda. Bazel III standardi će otpočeti svoju implementaciju u finansijskom sektoru početkom 2013. godine i sprovodiće se u fazama sve do 2019. godine.

Pravila moraju da se realizuju pravovremeno, na globalnom nivou i na dosledan način. Sve zemlje članice Bazelskog komiteta već sada su u obavezi da otpočnu proces prevođenja Bazela III standarda u nacionalne propise i zakone, kako bi ispunile rok za početak primene. Banke sa svoje strane, moraju takođe početi da planiraju i pripremaju svoje sisteme za usklađivanje sa ovim standardima. U tom smislu, i države i finansijski sektor imaju zajedničku odgovornost jer su to akteri koji imaju isti interes – stabilan finansijski sistem i održivi privredni rast i razvoj.

## **SPECIFIČNOSTI BAZEL III STANDARDARDA**

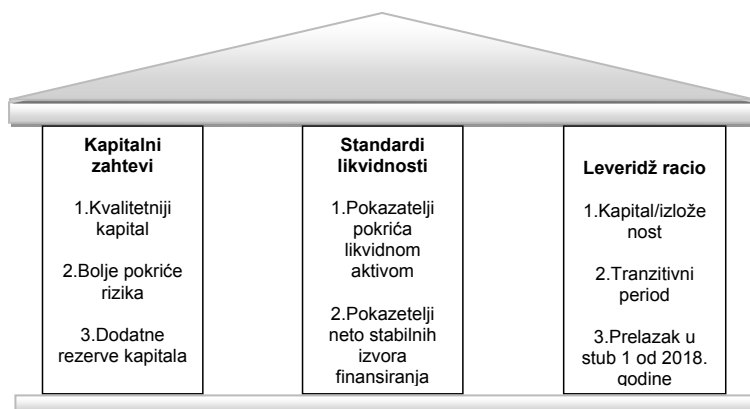
Nadzorno telo Bazelskog komiteta, sačinjeno od guvernera centralnih banaka i direktora organa supervizije složilo se o okvirnim odredbama dokumenta Bazela III septembra 2009. godine i iznelo predlog Komitetu već u decembru iste godine.

Ovaj konsultativni dokument predstavlja odgovor Bazelskog komiteta na finansijsku krizu i deo je globalne inicijative za njeno prevazilaženje. Potpisnici dokumenta su predstavnici G20. O konačnom izgledu reformskog paketa sadržanom u Bazelu III ali i o rokovima za njegovu implementaciju u finansijskom sektoru, Komitet je postigao dogovor na svojoj sednici septembra 2010. godine. Dana 13. decembra 2010. Bazelski komitet za superviziju banaka je objavio finalni okvir za jačanje pravila međunarodnog kapitala i njegovu likvidnost u bankarskom sektoru sa ciljem da poboljša sposobnost bankarskog sektora da „apsorbuje” šokove koji proizilaze iz finansijskih i ekonomskih stresova, kao što je „šok likvidnosti” koji se desio u ranim fazama finansijske krize 2007. godine. U to vreme, iako su mnoge banke imale neophodan kapital, ipak su iskusile probleme jer nisu imale adekvatan likvidni kapital.

U poslovnoj praksi prisutno je mišljenje da je Bazel III namenjen samo razvijenim ekonomijama u kojima posluju velike, složene banke. Sa druge strane je stav da je Bazel III rešenje problema, a ne njegov uzrok. Posmatrano sa aspekta svih negativnosti koje je donela kriza, pažljivom analizom otkriva se niz postojećih osnovnih nedostataka. Nedostaci bitno utiču na celokupan bankarski sistem. Tokom rada na Bazelu III, Komitet je imao zadatak da se pozabavi ovim nedostacima, koji se reflektuju na sve banke, bez obzira na njihovu veličinu, složenost i na geografsku lokaciju.

Bazel III standard se zasniva na tri međusobno povezana skupa pravila za uređivanje poslovanja u finansijskom sektoru. To su takozvani *stubovi Bazela III*, prikazani na Slici 1.

**Slika 1.** Stubovi Bazel III standarda.



**Izvor:** *Bazel III standardi – implementacija i izazovi*, 2013.

Od početka krize banke su već preduzele značajne napore da podignu nivo kapitala. Ipak, preliminarni rezultati sveobuhvatne studije kvantitativnog uticaja koja je realizovana na inicijativu Komiteta, pokazuju da će od početka 2010. godine velike banke morati da obezbede značajan iznos dodatnog kapitala, kako bi ispunile ove nove zahteve. Manje banke, koje su posebno važne za kreditiranje sektora MSP, u najvećem delu već ispunjavaju ove visoke standarde. Guverneri i šefovi država u čijoj je nadležnosti nadzor takođe su postigli dogovor o prelaznim odredbama za implementaciju novih standarda. To će pomoći da se osigura da bankarski sektor ispunjava više standarde kapitala putem zadržavanja razumnih zarada i podizanja nivoa kapitala. Prelazni aranžmani su sažeti u Aneksu 1 i Aneksu 2 Bazel III standarda. Pošto će nacionalna implementacija od strane zemalja članica početi od 1. januara 2013. godine, države članice moraju involvirati pravila u nacionalne zakone i propise pre ovog datuma.

Kada su u pitanju rezerve kapitala, osnovni princip koji bi trebalo da se poštuje glasi: „formirati rezerve kapitala u dobrim vremenima” kako bi se iskoristile u vreme krize. Najvažniji cilj uvođenja kapitala za ograničavanje raspodele dobiti je dalje jačanje kapitala, zadržavanjem dela kapitala iz ostvarene dobiti, dok je glavni razlog uvođenja kontraciklične rezerve kapitala smanjenje sistemskog rizika. Potrebno je postepeno uvođenje sistemskog kapitala u periodu od 2016. do 2019. godine.

Posebnu dimenziju Bazela III predstavlja takozvano korišćenje svojevrsnog sigurnosnog kapitala (engl. *bafer capital*). Ova kategorija kapitala obezbeđuje jak podsticaj za banke da izgrade kapital u vremenima dobrog poslovanja. Od 1. januara 2013. godine banke će se susresti sa sledećim minimalnim racio kapitalom:

- 3,5% CET1 (*Common Equity Tier 1*) za rizične aktive,
- 4,5% Tier 1 kapitala rizične aktive,
- 8,0% ukupan kapital rizične aktive.

Finalni Bazel III kapital okvir definiše navedene tri komponente u cilju određenja baze regulatornog kapitala. Ovi elementi su bili navedeni i u predlogu Bazela III:

- CET1,
- dodatni Nivo 1 kapitala (koja, zajedno sa CET1 čine „Nivo 1 kapitala”),
- Nivo 2 kapitala (koji, zajedno sa Nivoom 1 kapitala, obuhvata „Ukupan kapital”) (*Basel III – Principles of sound liquidity risk management and supervision*, 2010, str. 12).

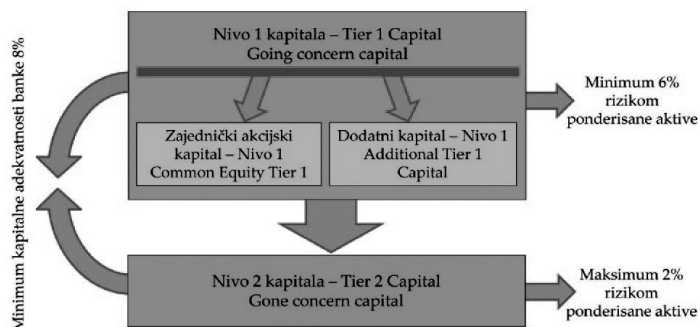
Bitna promena u konceptu Nivoa 1 kapitala je promena u strukturi, s obzirom na to da Bazel III umesto koncepta *Osnovni kapital – Nivo 1*, jasno razgraničava kategoriju *Zajedničkog akcijskog kapitala (Common Equity Tier 1 Capital)* od *Do-*

*datnog kapitala* u okviru Nivoa 1. Za većinu banaka, samo bezbednost koja će se u budućem periodu kvalifikovati kao CET1 jeste realizacija prava glasa nosiocima običnih akcija. Zahtevi za kvalifikaciju CET1 na osnovu Bazel III konačnog okvira u odnosu na Bazel III predlog razlikuju se samo u sledećem: prvo, Bazel III konačni okvir izričito zabranjuje uključivanje već kvalifikovanih instrumenata ukoliko banka „direktno ili indirektno finansira njihovu kupovinu” – ova promena biće prihvaćena jedino u slučaju sličnih zahteva u pogledu kriterijuma za dodatne nvoe 1 i 2 kapitala; drugo, Bazel III konačni okvir dozvoljava uključivanje manjinskih interesa u CET1, dok na osnovu Bazel III predloga nije bilo moguće uključivanje manjinskih interesa u CET1. Dodatni Nivo 1 kapitala u konačnom Bazel III okviru, jednako kao i u predlogu ovog akta, određen je pozivanjem na 14 kriterijuma (a koji se razlikuju od kriterijuma za definisanje CET1) – čine ga instrumenti koje su emitovale banke ili konsolidovani supsidijari banaka, a koji ispunjavaju uslove za klasifikaciju u ovu kategoriju kapitala i nisu uključeni u *Zajednički akcijski kapital* u okviru Nivoa 1.

U sastav dodatnog kapitala – Nivo 1 ulaze i akcijska premija od instrumenata koji su uključeni u dodatni kapital – Nivo 1, kao i regulatorna prilagođavanja primenjena u kalkulaciji Dodatnog kapitala Nivo 1 (Matić, 2011a, str. 176). Za američke banke, na primer, karakteristično je da jedino široko izdate hartije od vrednosti za koje je verovatno da bi se kvalifikovale kao dodatni Nivo 1 kapitala, nisu kumulativne trajne preferencijalne akcije.

Kao pravni akt od izuzetnog značaja za funkcionisanje bankarskog sektora na unutrašnjem tržištu EU, Finalni Bazel III okvir pruža osnove za određenje Nivoa 2 kapitala, pozivajući se na devet kriterijuma. Nivo 2 kapitala Bazela III čine instrumenti koje su emitovale banke ili konsolidovani supsidijari banaka, a koji ispunjavaju uslove za klasifikaciju u ovu kategoriju kapitala i nisu uključeni u Nivo 1 kapitala, akcijska premija od instrumenata koji su uključeni u Nivo 2 kapitala, neke rezerve za kreditne gubitke, kao i regulatorna prilagođavanja primenjena u kalkulaciji Nivoa 2 kapitala (Matić, 2011a, str. 176).

## Slika 2. Bazel III – koncept kapitala banke



**Izvor:** Matić, 2011a, str. 174.

U nameri da osigura poziciju banaka u periodima finansijskog i ekonomskog stresa ili nekontrolisanog rasta kreditne aktivnosti, Bazelski komitet je u koncept kapitala po Bazelu III, pored izmena koje se odnose na osnovne elemente kapitala, uveo nove kapitalne amortizere – *Amortizer konzervacije kapitala* (*Capital conservation buffer*) i *Kontraciklični amortizer* (*Countercyclical buffer*) (Matić, 2011b, str. 154).

*Amortizer konverzije kapitala* ima osnovnu funkciju da zaštiti banke u uslovima stresa. Banke su obavezne da ga formiraju i održavaju iznad regulatornog minimuma u periodima kada rade pod normalnim okolnostima, odnosno, njegova svrha je da apsorbuje gubitke u periodu ekonomske i finansijske krize (Matić, 2011b, str. 156). Amortizer konverzije kapitala se utvrđuje u visini od 2,5% iznad regulatornog minimuma kapitalnog zahteva. To znači da amortizer povećava zahtevani minimalni kapital (Zajednički akcijski kapital Nivo 1 nakon umanjenja) za navedeni procenat. U periodima kada posluju pod normalnim okolnostima, banke bi trebalo da održavaju nivo Amortizera kapitalne konverzije iznad regulatornog minimuma. U narednoj tabeli biće prikazan ratio minimuma kapitalne konverzije koje banka mora da ispuni pri različitim nivoima racija Zajedničkog akcijskog kapitala Nivo 1. To znači da se pri nivou Zajedničkog akcijskog kapitala od 5,75% do 6,375% od banke zahteva da konzervira 60% svojih zarada u narednoj finansijskoj godini, odnosno da redukuje diskrecionu raspodelu zarada na 40% ukoliko nije obezbedila novi kapital iz privrednog sektora.

**Tabela 1.** Standardi minimuma kapitalne konverzije za pojedinu banku.

Racio zajedničkog akcijskog kapitala Nivo 1	Racio minimuma kapitalne konzervacije (izražen kao procenat od zarade)
4.5% - 5.125%	100%
> 5.125% - 5.75%	80%
>5.75% - 6.375%	60%
> 6.375% - 7%	40%
>7%	0%

**Izvor:** *Basel III – A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, 2010, str. 110.

Sa druge strane, *kontraciklični amortizer kapitala* treba da pomogne zaštititi banka u slučaju opasnosti od brzog rasta zaduženja, kao faktora posebno relevantnog za ekonomije u razvoju. Generalno, banke nisu u obavezi da formiraju ovaj kapital, ali je nacionalnim supervizorima ostavljena sloboda da, u zavisnosti od procene izloženosti bankarskog sektora sistemskom riziku zbog prekomernog rasta kreditne aktivnosti, uvedu obavezu formiranja ove vrste kapitala. Standardi preporučuju visinu kontracikličnog amortizera u rasponu od 0% do 25% rizikom ponderisane aktive, dok konkretnu visinu kapitalnog zahteva za ovu vrstu kapitala određuje nacionalni supervizor. Banke moraju uključiti *Kontraciklični amortizer* u određivanje kapitalnog okvira za Zajednički akcijski kapital Nivo 1, što znači da ovaj amortizer uvećava njegov nivo iznad visine kapitala koji je neophodan da se zadovolji zahtev za propisanim minimumom (4,5% rizikom ponderisane aktive) i zahtev za konzervacionim amortizerom (2,5% rizikom ponderisane aktive), zajedno (Matić, 2011c, str. 156).

**Tabela 2.** Određivanje kapitalnog okvira – kapitalni zahtevi i amortizeri.

	Zajednički akcijski kapital – Nivo 1	Nivo 1 kapitala	Ukupan kapital
Minimum	4.5%	6%	8%
Amortizer konzervacije	2.5%		
Minimum + Amortizer konzervacije	7%	8.5%	10.5%
Raspon kontracikličnog amortizera	0-2.5%		

**Izvor:** *Basel III – global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, 2010, str. 64.

Kontraciklični amortizer uvođiće se fazno i paralelno sa amortizerom kapitalne konverzije u periodu od 01.01.2016. do 01.01.2019. godine kada bi se dostigao konačni maksimum ove kategorije kapitala od 2,5% rizikom ponderisane aktive (0,625% rizikom ponderisane aktive 01.01.2016. uz postepeno povećanje za 0,625% za svaku narednu godinu) (Matić, 2011c, str. 158). Svetska ekonomska kriza je pokazala da se neadekvatno upravljalo rizikom likvidnosti. Nova pravila nalažu nove pokazatelje likvidnosti, kako one kratkoročne (LCR), tako i one dugoročne (NSFR).

Sa druge strane, predlog Bazela III ne pruža nikakva određenja o tome da li se bilo koji deo dodatka za kreditne gubitke i zakup (*Allowance for Loan and Lease Losses – ALLL*) može računati kao Nivo 2 kapitala. Finalni okvir Bazela III potvrđuje da ALLL mogu biti uključene u Nivo 2 kapitala do 1,25% rizične aktive. Kriterijum može biti primenjen samo u radu banaka, i to kada se koristi standardizovani pristup za kreditni rizik definisan Bazelom I (kao što je trenutno slučaj). Reforme Bazelskog komiteta uvele su dva međunarodna minimalna standarda za nadzor rizika likvidnosti, sa ciljem da se obezbedi da banke imaju amortizer odgovarajuće likvidnosti kako bi apsorbovale šokove likvidnosti:

- **Racio likvidne pokrivenosti** (*Liquidity Coverage Ratio – LCR*)
- **Racio neto stabilnog finansiranja** (*Net Stable Financing Ratio – NSFR*).

**LCR** je test za promovisanje kratkoročne otpornosti rizika likvidnosti banke, tako što će obezbediti posedovanje dovoljno kvalitetnih likvidnih sredstava da prežive značajan stres u periodu od 30 dana. Racio se definiše kao odnos između zalihe visokolikvidne aktive i ukupnog neto gotovinskog odliva u narednih 30 kalendarskih dana, koji bi trebalo da bude jednak ili veći od 100% (*Basel III – International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring*, 2010, str. 3). To znači da bi zaliha visoko likvidne aktive trebalo da bude minimum jednaka ukupnom neto gotovinskom toku, a od banaka se očekuje da ovaj odnos održavaju u kontinuitetu, kao i da održavaju visok nivo kvaliteta aktive (Matić, 2012b, str. 130).

Banke će morati do 2015. godine da ostvare sve uslove za primenu standarda LCR, a od 2018. godine da otpočnu sa primenom standarda NCFR. Likvidna sredstava visokog kvaliteta, koja se na osnovu odredbi Bazela III mogu uračunati u LCR dele se u dve kategorije.

- Prvi nivo sredstava. Ova sredstva su ograničena na gotovinu, rezerve centralne banke koje se mogu povući u vreme krize, kao i na određene katego-



rije vladinog duga; ovaj nivo može uključivati i neograničeni deo likvidnih sredstava za potrebe i svrhu LCR.

- Drugi nivo sredstava (imovine). Ova sredstva uključuju određene kategorije vladinog duga i visokokotirane korporativne obveznice (izdate od strane nebankarskih emitentata), kao i pokrivene (garantovane) obveznice koje su se dokazale kao pouzdan izvor likvidnosti na tržištu; ovaj nivo sredstava ne može obuhvatiti više od 40% ukupnih likvidnih sredstava za potrebe LCR i imaće skraćenje primenjeno na njihovu trenutnu tržišnu vrednost (najmanje 15% skraćanja mora da se primeni na Nivo 2 sredstava) (*Basel III – A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, 2010, str. 8–10).

**NSFR** je test koji promoviše otpornost u dužem vremenskom periodu putem stvaranja dodatnih podsticaja za banke, sa ciljem da finansiraju svoje aktivnosti sa više stabilnih sredstava, na stalnoj osnovi. Racio se definiše kao odnos između raspoloživog iznosa sredstava za stabilno finansiranje i potrebnog iznosa sredstava za stabilno finansiranje, koji mora biti viši od 100%. Raspoloživi iznos sredstava za stabilno finansiranje računa se množenjem iznosa procenjene kategorije pasive sa odgovarajućim objedinjenim faktorom raspoloživog stabilnog finansiranja (*ASF – Available Stable Funding Factor*). Komponente raspoloživog iznosa sredstava za stabilno finansiranje i objedinjeni ASF faktori za potrebe izračunavanja ovog racija su sledeće:

- ukupan iznos kapitala (Nivo 1 i Nivo 2), ukupan iznos preferencijalnih akcija, koje nisu uključene u Nivo 2 kapitala sa rokom dospeća koji je jednak ili duži od godinu dana i ukupan iznos obezbeđenih i neobezbeđenih obaveza sa efektivnim rokom dospeća od godinu dana ili duže – ASF faktor je 100%;
- „stabilni” nedospeli depoziti fizičkih lica i malih preduzeća i/ili depoziti sa preostalim rokom dospeća manjim od jedne godine od iste kategorije deponenata, za koje se očekuje da ostanu u banci duži vremenski period i pored stresnih događaja – ASF faktor je 90%;
- „manje stabilni” nedospeli depoziti fizičkih lica i malih preduzeća i/ili depoziti sa preostalim rokom dospeća manjim od jedne godine od iste kategorije deponenata, za koje se očekuje da ostanu u banci duži vremenski period i pored stresnih događaja – ASF faktor je 80%;
- neobezbeđeni izvori finansiranja na veliko, nedospeli depoziti i/ili oročeni depoziti sa preostalim rokom dospeća manjim od jedne godine, od nefinansijskih korporacija, centralnih banaka, multilateralnih razvojnih banaka i lokalnih organa vlasti – ASF faktor je 50%;

- sve druge obaveze i kategorije akcijskog kapitala, koje nisu uključene u navedene kategorije – ASF faktor je 0% (Matić, 2012c, str. 122).

Potreban iznos sredstava za stabilno finansiranje se dobija množenjem iznosa vrednosti aktive koju institucija drži i finansira, sa odgovarajućim objedinjenim faktorom potrebnog stabilnog finansiranja (*RFS Factor – Required Stable Funding Factor*). Komponente potrebnog iznosa sredstava za stabilno finansiranje i objedinjeni RSF faktori za potrebe izračunavanja ovog racija su sledeći:

- gotovina odmah raspoloživa za izmirenje obaveza i transakcija sa rokom dospeća kraćim od jedne godine, neopterećeni kratkoročni neobezbeđeni instrumenti, neopterećene hartije od vrednosti koje ispunjavaju određene uslove, neopterećeni zajmovi finansijskim subjektima sa efektivnim preostalim rokom dospeća kraćim od jedne godine – RSF faktor je 0%;
- neopterećene utržive hartije od vrednosti sa preostalim rokom dospeća od jedne godine i duže, koje predstavljaju potraživanja od, ili su garantovane od suverena, centralnih banaka, BIS-a, MMF-a, Evropske komisije, lokalnih organa vlasti, multilateralnih razvojnih banaka, a koje po Bazel II standardizovanom pristupu nose ponder rizika 0% – RSF faktor je 5%;
- neopterećene korporativne obveznice ili pokrivene obveznice rangirane sa AA – ili više sa preostalim rokom dospeća od jedne godine ili duže, koje ispunjavaju uslove za nivo 2 u LCR, neopterećene utržive hartije od vrednosti sa preostalim rokom dospeća od jedne godine i duže, koje predstavljaju potraživanja od, ili su garantovane od suverena, centralnih banaka, BIS-a, MMF-a, Evropske komisije, lokalnih organa vlasti, a koje po Bazel II standardizovanom pristupu nose ponder rizika 20% – RSF faktor je 20%;
- neopterećeno zlato, neopterećene akcije koje nisu emitovane od finansijskih subjekata ili njihovih afilijacija a rangirane su na priznatim berzama, neopterećene korporativne obveznice i pokrivene obveznice koje ispunjavaju određene propisane uslove, neopterećeni zajmovi nefinansijskim korporativnim klijentima, suverenima, centralnim bankama, lokalnoj samoupravi, sa rokom dospeća manjim od jedne godine – RSF faktor je 50%;
- neopterećene rezidualne hipoteke bez obzira na rok dospeća kvalifikovane za ponder rizika 35% ili niže po Bazel II pristupu za kreditni rizik, drugi neopterećeni zajmovi, osim zajmova finansijskim institucijama sa preostalim rokom dospeća od jedne godine ili duže, kvalifikovani za ponder rizika 35% ili niže po Bazel II standardizovanom pristupu za kreditni rizik – RSF faktor je 65%;
- neopterećeni zajmovi fizičkim licima i malim preduzećima sa preostalim rokom dospeća kraćim od jedne godine – RSF faktor je 85%;

- sva druga aktiva koja nije uključena u navedene kategorije – RSF faktor je 100%.

Supervizori mogu koristiti alternativne nivoe ovog racija kao donju granicu za potencijalne supervizorske aktivnosti (Matić, 2012c, str. 122). Takođe, odjek principa upravljanja rizikom likvidnosti, kao i standarda globalne likvidnosti pomoći će obezbeđenju efikasnijeg upravljanja ovim rizikom u banci, kao i održavanju amortizera adekvatne likvidnosti. Korisnost nove regulative u bankarskom sektoru je nesumnjiva, posebno imajući u vidu smanjenje sistemskih rizika. Ipak, mogu se uočiti dva izvora potencijalnih rizika. Prvi se identifikuje kao visoka izloženost bankarskog sektora i sektora osiguranja hipotekarnom riziku, a drugi kao izloženost globalnom riziku malih, ali otvorenih ekonomija.

**Racio leveridža** u kontekstu Bazela III definiše se kao odnos između mere kapitala (definicije kapitala) i mere izloženosti banke (ukupne izloženosti banke), a računa se kao prosek mesečnog koeficijenta leveridža tokom kvartala. Predloženi minimalni Nivo 1 koeficijenta leveridža je 3% i biće predmet monitoringa od strane Bazelskog komiteta na polugodišnjoj osnovi u tranzicionom periodu. **Mera kapitala** za leveridž racio je Nivo 1 kapitala kako je definisano u Bazelu III. Odbitne stavke od Nivoa 1 kapitala, definisane odredbama Bazela III, jesu odbitne stavke i kod utvrđivanja ukupne izloženosti banke kao druge komponente za izračunavanje racio leveridža. Mera izloženosti kao druga komponenta leveridža racija generalno prati računovodstvenu meru izloženosti, što znači sledeće:

- bilansne, nederivantne izloženosti su bez posebnih rezervi ili podešavanja vrednosti;
- uzima se u obzir vrednost izloženosti po bilansnim pozicijama pre upotrebe instrumenata za ublažavanje rizika;
- uticaj bilansnog neting kredita i depozita na veličinu izloženosti za potrebe izračunavanja ovog racija nije dozvoljen (Matić, 2012a, str. 132).

Osnovna ideja leveridž racija jeste da bude jednostavan pokazatelj koji se neće zasnivati na rizicima. Potrebno je da se sprovede objavljivanje racija od 2015. godine. (*Bazel III standardi – implementacija i izazovi*, 2013).

## **FAZE UVOĐENJA BAZEL III STANDARDA**

Najznačajnija novina Bazela III jeste uvođenje kapitalnih rezervisanja po osnovu rizika likvidnosti. Dakle, pored kreditnog, tržišnog i operativnog rizika, zahtevi za kapitalom se proširuju i na rizik likvidnosti. Kao što je adekvatnost kapitala obeležila Bazel I, interni modeli kvantifikovanja rizika Bazel II, tako je racio likvidne pokrivenosti (*Liquidity Coverage Ratio – LCR*) karakteristika Bazela III poštovanja

okvira likvidnosti, Komitet je odlučio da zauzme odlučan, ali i oprezan stav po pitanju implementacije standarda likvidnosti. Iz tog razloga, minimalni ratio pokrivenosti kratkoročne likvidnosti biće postavljen kao standard od 2015. godine, dok će se minimalni ratio pokrivenosti dugoročne likvidnosti definisati počev od 2018. godine. Ova pravila podrazumevaju i „period opservacije”, koji će supervizorima omogućiti viši nivo zahteva za izveštavanjem u toku tog perioda. Namera je da se proceni uticaj novih standarda na banke individualno, kao i na bankarski sektor i šire tržište (*Basel III – A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, 2010, str. 41). Na narednoj tabeli biće prikazano postepeno uvođenje Bazel III standarda.

**Tabela 3.** Dinamika uvođenja novih pravila od 2013. do 2019. godine.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Leveridž ratio	Supervizorsko praćenje		Paralerna primena 1. jan. 2013 - 1. jan. 2017. objavljivanje počinje 1. jan. 2015. g.					Deo Stuba 1	
Pokazatelj akcijskog kapitala (CET1)			3.5%	4.0%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
Rezerve kapitala za ograničavanje raspodele dobiti						0.625%	1.25%	1.875%	2.5%
Zbir akcijskog kapitala i dodatnih rezervi za ograničavanje dobiti			3.5%	4.0%	4.5%	5.125%	5.75%	6.375%	7.0%
Postepeno isključivanje odbitnih stavki iz osnovnog kapitala (CET1)				20%	40%	60%	80%	100%	100%
Minimalni osnovni kapital (Tier 1)			4.5%	5.5%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Minimalni regulatorni kapital			8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
Minimalni regulatorni kapital uvećan za rezerve kapitala za ograničavanje dobiti			8.0%	8.0%	8.0%	8.625%	9.125%	9.875%	10.5%

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Leveridž rasio	Supervizorsko praćenje		Paralerna primena 1. jan. 2013 - 1. jan. 2017. objavljivanje počinje 1. jan. 2015. g.					Deo Stuba 1	
Elementi kapitala koji se više ne kvalifikuju za non – core Tier 1 ili Tier 2 kapital			Phase - out period od 10 godina počinje 2013.godine						
Pokazatelj pokrića likvidne aktive	Početak perioda praćenja				Minimalni standardi				
Pokazatelj neto stabilnih izvora finansiranja	Početak perioda praćenja							Minimalni standardi	

**Izvor:** *Basel III – A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, 2010, str. 77.

Zemlje članice Bazelskog komiteta počće sa primenom novih standarda 1. januara 2013. godine, uz obavezu da pre tog roka ugrade izmenjene standarde u nacionalnu regulativu (Matić, 2011a, str. 176).

Finalni Bazel III okvir predviđa niz novih odbitaka i prilagođavanja CET1, čija primena počinje 1. januara 2014. godine. Međutim, ovi standardi će se primenjivati postepeno, odnosno u fazama u ukupnom vremenskom periodu od pet godina (20% godišnje). Sa druge strane, implementacija bafer održanja kapitala počće 1. januara 2016. sa 0,625% i primenjivaće se postepeno, u periodu od naredne četiri godine (Bankarstvo i hartije od vrednosti, 2013).

Amortizer će se povećavati u pomenutom procentu svakog sledećeg 1. januara, sve dok ne dostigne 2,5%, što je procenat koji će biti u primeni od 1. januara 2019. Dakle, nesporna je potreba da se sagleda regulatorni uticaj Bazela III na status subjekata bankarskog sektora, uključujući zahteve za višim kapitalom i dva nova odnosa likvidnosti. Bazelski komitet za kontrolu banaka je u sklopu svog rada na pripremi Bazela III usvojio dve studije.

Prva studija odnosi se na dugoročne uticaje, a druga obuhvata tranzicione efekte. Studija dugoročnih uticaja je nastala kao rezultat koordinacije radne grupe koju je formirao Bazelski komitet za dugoročan ekonomski uticaj. Izveštaj je objavljen u BCBS. Studija tranzicionog uticaja jeste rezultat Grupe za makroekonomsku procenu (*Macroeconomic Assessment Group – MAG*), čiji je izveštaj objavljen u BCBS.

Inače, članstvo MAG čine eksperti iz centralnih banaka i regulatornih tela – predstavnika 15 zemalja i više međunarodnih institucija. U toku rada na navedenim studijama radna grupa Bazelskog komiteta tražila je od svake zemlje učesnice da prijavi očekivani uticaj za svoju zemlju. Očekivani uticaj trebalo je da bude zasnovan na određenom scenariju promena u zahtevima kapitala i novim odnosima likvidnosti (Bessis, 2002, str. 48).

Prepoznajući neizbežne greške modela, zaključci Bazelskog komiteta su prvenstveno nastali kao željeni rezultat u svim posmatranim zemljama. Sve u svemu, dve studije koriste slične metodologije i dolaze do sličnih zaključaka: dugoročni efekti i efekti na kraju prelaznog perioda su veoma slični.

Zemlje koje su počele da izvršavaju Bazel III od 1. januara 2013. godine su: Australija, Hongkong, Meksiko, Saudijska Arabija, Kina, Kanada, Singapur, Švajcarska, Južnoafrička Republika, Trinidad i Japan. Stručnjaci ističu da je i Turska spremna za primenu Bazela III – oni su u poslednjih godinu dana angažovali 8,3 milijarde dolara u nove depozite i ta sredstva mogu da se usmere na kreditiranje.

## ZAKLJUČAK

Bazel III treba posmatrati kao nastavak upravljanja rizicima u poslovanju, s tim da treba na najbolji mogući način koristiti raspoložive resurse, tehnologiju, iskustva iz ranijih perioda. Da bi banke mogle uspešnije da posluju potrebno je da se unaprede aktivnosti kao što su odobravanje kredita, naplata potraživanja, kao i preuzimanje i upotreba kolaterala.

Mnogi smatraju da su nova pravila pogodna samo za razvijene ekonomije u svetu. Mnogi stručnjaci i analitičari smatraju da će to dovesti do još većeg jaza između bogatih i siromašnih ekonomija.

Postavlja se pitanje: gde su Srbija i zemlje okruženja u bankarskom poslovanju? Od 2008. godine Narodna banka Srbije je pristupila sprovođenju detaljnog plana za uvođenje Bazela II standarda kod nas. Prema nacrtu NBS iz oblasti kontrole poslovanja, banka je dužna da upravlja kreditnim rizikom na nivou pojedinačnih plasmana i na nivou celokupnog kreditnog portfolija. Narodna banka Srbije treba da prati dešavanja kako na svetskom nivou tako i na nivou okruženja. Potrebno je da se identifikuju svi potencijalni rizici i da se pronađu odgovarajuće mere za njihovo eliminisanje ili svođenje na najmanju moguću meru. Na taj način očuvace se ne samo banke već i njeni klijenti. Srbija je uspešla da se uskladi sa Bazel II standardom prethodne godine, pri čemu je bilo potrebno prilagođavanje tržišnim uslovima. U

poređenju sa Bazel I standardom, može se reći da danas postoji određena finansijska stabilnost na tržištu, nego što je to bilo 80-ih godina.

Problem se javlja u SAD jer bankarski stručnjaci smatraju da su pravila Bazel III standarda suviše stroga i rigorozna. Predstavnici najvećih finansijskih institucija zahtevaju odbacivanje novih pravila i procedura, smatrajući da nema potrebe za menjanjem postojećeg Bazel II standarda. Mišljenja su podeljena, ali činjenica je da su već vidljivi prvi rezultati implementacije.

## BASEL III AS A NEW INSTITUTIONAL FRAMEWORK

Dragosavac Milos

**Abstract:** *Three years since the beginning of the world's biggest crisis, representatives of major central banks have adopted much stricter banking regulations in the Swiss city of Basel. Banks will need to have a higher capital stock and they won't be allowed to spend profit on their managers' bonus payments. Representatives from 27 countries have adopted the new principles rules and procedures, so that states don't have to intervene again in saving banks. Rules from the year 2004 will be replaced by new ones, called „Basel III“. According to the new rules, banks will have to increase the reserve requirement from two to seven percent by January 2019. The new agreement should provide substantial strengthening of equity at the global level and contribute to the long-term financial stability. The decision applies to all banks, in developed and advanced countries, as well as in emerging economies. The mentioned increase in banks' capital is a form of reimbursement for the potentially risky loans or securities trading. Instead of the current two euros, banks will need to have seven euros of capital for every 100 euros of credit. The new rules obviously say that if financial institutions want to cover their deficit, they will need to find the way to raise additional financial sources. In developed countries, the EU banks will have to raise more than 100 billion euros.*

**Key words:** *legislation / legal framework / the Basel standards / the Basel Committee / supervision / global crisis / risk management / liquidity*

## LITERATURA

1. *Bankarstvo i hartije od vrednosti*. (2013, Jul 12). Deloitte, Preuzeto sa: [http://www.deloitte.com/view/sr\\_RS/rs/sektori/finansijskisektor/bankarstvoi-hartijeodvrednosti/e7e1aa6cd1af0310VgnVCM1000001a56f00aRCRD.htm](http://www.deloitte.com/view/sr_RS/rs/sektori/finansijskisektor/bankarstvoi-hartijeodvrednosti/e7e1aa6cd1af0310VgnVCM1000001a56f00aRCRD.htm)
2. *Basel III – A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*. (2010). Basel Committee for Banking Supervision, Basel.
3. *Basel III – Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer*. (2010). Basel Committee for Banking Supervision, Basel.
4. *Basel III – International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring*. (2010). Basel Committee for Banking Supervision, Basel.
5. *Basel III – Principles of sound liquidity risk management and supervision*. (2008). Basel Committee for Banking Supervision, Basel.
6. *Basel I*. (2013, Avgust 10). Narodna banka Srbije, Preuzeto sa: [http://www.nbs.rs/internet/latinica/55/55\\_2/55\\_2\\_2/index.html](http://www.nbs.rs/internet/latinica/55/55_2/55_2_2/index.html)
7. *Basel III standardi – implementacija i izazovi*. (2013, Avgust 10). Narodna banka Srbije, Preuzeto sa: [http://www.nbs.rs/internet/latinica/15/mediji/prezentacije/BazelIII\\_Palic\\_MEJ\\_20120516.pdf](http://www.nbs.rs/internet/latinica/15/mediji/prezentacije/BazelIII_Palic_MEJ_20120516.pdf)
8. Bessis, J. (2002). *Risk Management in Banking* (2nd ed.), West Sussex, John Wiley & Sons.
9. Jovanić, T. (2008). Netiranje – instrument upravljanja rizikom banaka i preduslov efikasnog poslovanja finansijskim derivatima, *Pravo i privreda*, 45 (5–8), 782–804.
10. Matić, V. (2011a). Bankarski rizik 24: Bazel III – izmenjeni koncept kapitala (1). *Bankarstvo*, (7/8), 172–177.
11. Matić, V. (2011b). Bankarski rizik 25: Bazel III – izmenjeni koncept kapitala (2). *Bankarstvo*, (9/10), 154–157.
12. Matić, V. (2011c). Bankarski rizik 26: Bazel III – izmenjeni koncept kapitala (3). *Bankarstvo*, (11/12), 154–159.
13. Matić, V. (2012a). Bankarski rizik 27: Bazel III – koeficijent leveridža. *Bankarstvo*, (1), 130–133.
14. Matić, V. (2012b). Bankarski rizik 28: Bazel III – međunarodni okvir za merenje izloženosti riziku likvidnosti. *Bankarstvo*, (2), 128–133.
15. Matić, V. (2012c). Bankarski rizik 29: Bazel III – međunarodni okvir za merenje izloženosti riziku likvidnosti (2). *Bankarstvo*, (3), 120–125.
16. *Strategija uvođenja Bazel II standarda*. (2013, Avgust 10). Narodna banka Srbije, Preuzeto sa: [http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/55/55\\_2/staro/55\\_2\\_2/Strategija.pdf](http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/55/55_2/staro/55_2_2/Strategija.pdf)



17. Wellink, N. (2011). Basel III and beyond. *High Level Meeting on Better Supervision and Better Banking in a Post-crisis Era*. (1–5), Kuala Lumpur, Malaysia. FSI and EMEAP Working Group on Banking Supervision.

## FINANSIJSKA REVIZIJA U FUNKCIJI POBOLJŠANJA INFORMATIVNIH MOGUĆNOSTI FINANSIJSKOG IZVEŠTAVANJA

Ugrinov Dragan<sup>1</sup>

Stojanov Aleksander<sup>2</sup>

**Sažetak:** *Revizija finansijskih izveštaja predstavlja ispitivanje dokumenata, isprava, izveštaja i drugih informacija radi prikupljanja dovoljnog, adekvatnog i pouzdanog dokaza za izražavanje mišljenja da li finansijski izveštaji subjekta revizije istinito i objektivno prikazuju njegovo finansijsko stanje, rezultate poslovanja i novčane tokove, u skladu sa prihvaćenim računovodstvenim načelima i standardima.*

*Proces revizije se sastoji od serije zadataka. Zadatke revizije je moguće efikasnije obaviti ako revizor koristi plan obavljanja zadataka baziran na modelu procesa. Model metodologije revizije prati naučni model istraživanja. Konceptualni okvir koji je računovodstvena profesija razvila u različitim zemljama polazi od toga da finansijski izveštaji treba da budu korisni onima kojima su namenjeni.*

**Ključne reči:** *finansijski izveštaji / revizija / metod / revizor / kontrola / mišljenje*

### UVOD

U privrednom i administrativnom životu reč revizija je veoma prisutna, zbog čega nam se čini da znamo šta ona znači i šta pod tim pojmom podrazumevamo. Reč revizija potiče od latinske reči *revisio* koja znači „ponovno viđenje, ponovno gledanje, pregled, obnova procesa”. U zemljama engleskog govornog područja koristi se termin *auditor* (revizor), odnosno *auditing* (revizija) koji vuče korene od latinskog glagola *audire*, što znači čuti ili slušati. Ovaj termin karakterističan je za početke

---

<sup>1</sup> Fakultet za menadžment Zaječar, Park šuma Kraljevica bb, Zaječar,  
e-mail: ugrinov.dragan@gmail.com

<sup>2</sup> Fakultet za menadžment Zaječar, Park šuma Kraljevica bb, Zaječar,  
e-mail: stojanovaleksander@gmail.com

razvoja revizorske profesije, kada je revizor obavljao reviziju slušajući usmeni izveštaj obveznika revizije.

Revizija obuhvata ispitivanje i ocenu finansijskih izveštaj, kao i podataka i metoda u njihovom sastavljanju i na osnovu toga, davanje stručnog mišljenja o tome da li finansijski izveštaji realno i objektivno odražavaju stanje imovine, kapitala, obaveza i rezultata poslovanja. Revizija je bila stalna karakteristika ili pratilja organizovane ekonomske aktivnosti od najstarijih vremena. Postoje dokazi da su formalne revizorske procedure postojale u ekonomskim aktivnostima ranijih civilizacija. Funkciju revizije uglavnom su vršili individualci. Predmet revizije je obično bio neki fizički aspekt ekonomske realnosti, kao što su vlastiti posedi, specifične trgovine i sl. Bez obzira na to o kakvoj reviziji i o kojem metodu revizije se radi, ona je u suštini imala dosledan zadatak da zaštiti vlasnika ekonomskih resursa od prevare, greške i pogrešnog prikazivanja rezultata koji su angažovani resursi doneli vlasniku. Ona je služila i kao preventiva da do takvih pojava ne dođe. Ovaj zadatak se kao centralna nit provlači sve do savremene revizije. Delovi finansijskih izveštaja su u suštini međusobno isprepletani i odražavaju različite aspekte istih poslovnih transakcija i događaja, i svi zajedno mogu da pruže adekvatnu informaciju o nekom ekonomskom subjektu.

Da bi pripremio finansijske izveštaje, računovođa mora da izvrši priznavanje određenih kategorija koje čine sastavni deo nekog finansijskog izveštaja, odnosno ekonomskih transakcija ili događaja koji su grupisani prema svojim ekonomskim karakteristikama. Finansijski izveštaji obuhvataju i opis primenjenih računovodstvenih politika koje treba da su konzistentne da bi podaci bili uporedivi. Za pravilnost i tačnost prezentiranja finansijskih izveštaja primarna odgovornost leži na rukovodstvu preduzeća. Za izveštavanje postoji konceptualni okvir koji treba da prate računovodstveni standardi kao opšteprihvaćeni teorijski principi u oblasti računovodstva.

## **ELEMENTARNA SAZNANJA O REVIZIJI**

Istoriju revizije je u velikoj meri odredila istorija računovodstvenog informacionog sistema. Još u drevnim kulturama Grčke, Egipta, Rima i Mesopotamije, postoje dokazi o postojanju razvijenih ekonomskih sistema. Krajem srednjeg veka, sa pojavom velikih trgovačkih kuća u Italiji, zaživela je teorija o maksimalizaciji profita, a trgovanje je postalo koordinisano iz jednog centra. Za stvaranje uslova za pojavu revizije, međutim, nije bila dovoljna pojava dvojnog knjigovodstva, nego tek industrijska revolucija u Velikoj Britaniji 1780. godine. Tako je i institucionalizacija revizije postala samo pitanje vremena. Vrlo brzo osovane su i prve institucije: u

Edinburgu – Društvo računovođa i u Velikoj Britaniji – Institut ovlašćenih računovođa Engleske i Velsa (Vidaković, 2007, str. 17).

Razvojem privrede razvijala se i uloga revizije. U vreme nastanka revizije prvenstvena uloga revizije odnosila se na otkrivanje prevara i grešaka. Početkom XX veka javlja se uloga vezana za verifikaciju tačnosti računovodstvenih evidencija (sekundarni cilj revizije). Nakon 1940. godine došlo je do krupnih promena u shvatanju ciljeva revizije. U pomenutom periodu, pa sve do današnjih dana, primarna uloga revizije je atestiranje kredibiliteta (pouzdanosti) finansijskih izveštaja.

Kontrola i revizija se međusobno dopunjuju da bi se ostvario cilj adekvatnog nadzora nad poslovanjem privrednog subjekta. Uspeh revizije u velikoj meri zavisi od postojanja i funkcionisanja mehanizma kontrole. Neki autori nazivaju reviziju čak i „naknadna kontrola” ili „kontrola kontrole”. Revizija se u Zakonu o računovodstvu i reviziji definiše kao „ispitivanje računovodstvenih iskaza radi davanja mišljenja o tome da li oni objektivno i istinito prikazuju stanje imovine, kapitala i obaveza, kao i rezultate poslovanja pravnog lica”. Lice koje sprovodi reviziju i odgovara za njegovu istinitost i objektivnost, naziva se revizor. Revizija se obavlja u skladu s Zakonom o računovodstvu i reviziji, Međunarodnim standardima revizije (MSR) i Kodeksom etike za profesionalne računovođe.

Vrhovne državne revizije dužne su da prilikom organizovanja, planiranja, izvođenja i izveštavanja poštuju standarde revizije jer se to zahteva zakonom, propisima i ugovorom. Sve javne finansijske operacije, bez obzira na to da li se i kako one odražavaju na državni budžet, treba da budu podvrgnute državnoj reviziji. Trošenje finansijskih sredstava treba da se zasniva na načelu uspostavljene budžetske ravnoteže. Naime, s obzirom da odobravaju plan prikupljanja i trošenja sredstava, najviši državni organi moraju biti informisani o racionalnoj, efikasnoj i potpunoj upotrebi finansijskih sredstava, i mora se vršiti nadzor nad javnim rashodima. Ovakav nadzor predstavlja kompleks mera, metoda i procedura, koje uspostavlja parlament u cilju obezbeđenja adekvatne zaštite finansijskih sredstava od neracionalnog, nenamenskog i neplanskog trošenja. Revizija javnih rashoda je usmerena na kontrolu izveštavanja o trošenju finansijskih sredstava, koja su u nadležnosti državnih organa i institucija (Stojanov, Ugrinov i Vaić, 2011, str. 149).

Revizija javnih rashoda takođe predstavlja funkciju nadzora nad usmeravanjem i trošenjem budžetskih sredstava.

## **Metod revizije**

Bez obzira na to kojom se metodom revizije služimo svaka od njih mora se bazirati na odgovarajućoj dokumentaciji. Metode revizije se mogu podeliti na generalne i specijalne. U prvom redu, generalne metode su induktivne i deduktivne, na osnovu njih revizor dolazi do potrebnog zaključka o objektu revizije, koji je alternativan, odnosno izriče da li je nešto učinjeno ipravno ili neispravno, pravilno ili nepravilno.

Kao glavne činjenice treba istaći da u savremenim uslovima poslovanja revizor ne vrši reviziju samo finansijskih izveštaja već direktno ili indirektno i reviziju interne kontrole usklađenosti sa politikama, saglasnost sa zakonom, pravilima, propisima, kao i pravilima ponašanja, a to posebno dolazi do izražaja kod revizije institucija odnosno budžetskih korisnika. Procedure i smernice za sprovođenje revizije samo su neki od ključnih dokumenta kojih treba da se pridržava revizijsko osoblje i koji treba ujedno da budu i garant za postizanje kvaliteta revizijskog rada i izveštavanja (Andrić, Krsmanović i Jakšić, 2004, str. 24).

## **Oblici revizije**

Primarno je da na čelu Komisije bude revizor po zvanju, koji vlada tehnikom revizije i koji će na osnovu svih mišljenja ostalih članova komisije sastaviti i podneti izveštaj o reviziji. Što se oblika tiče, reviziju možemo podeliti prema subjektu koji revidira i prema objektu koji se revidira. Svaku reviziju vrši neki subjekt, neka osoba ili više osoba, tako da revizija prema subjektu može biti pojedinačna ili kompleksna (Ugrinov i Stojanov, 2011, str. 97).

Pojedinačnom revizijom smatra se ona gde se radi o reviziji pojedinačnog područja, odnosno o reviziji koju obavlja samo jedan revizor. Revizija kojom se revidira više područja poslovanja (ili celokupno poslovanje preduzeća) ili koju po nalogu obavlja više osoba naziva se kompleksna ili komisijska revizija. Sastav komisije ne moraju sačinjavati samo revizori po zvanju, već je bitno da budu stručnjaci za pojedina područja, kao na primer, tehnolozi, pravnici, finansijski eksperti.

Postoje tri osnovne vrste revizije:

- *revizija finansijskih izveštaja* – obavlja se s ciljem naknadnog i nezavisnog ispitivanja i izražavanja mišljenja o objektivnosti i realnosti informacija sadržanih u finansijskim izveštajima;
- *revizija podudarnosti* – utvrđivanje nivoa usklađenosti s određenim pravilima, politikama, zakonima, propisima, ugovorima;

- *revizija poslovanja* – ispitivanje i ocena celokupnog poslovanja s ciljem da se unapredi poslovanje preduzeća i poveća racionalnost poslovanja, što najčešće sprovode interni revizori, ali to ne znači da je ne mogu sprovesti i eksterni revizori.

### **Zahtevani kvalitet revizora**

Revizor mora i u socijalnom pogledu da predstavlja ličnost na apsolutnoj visini, tako da svojim ugledom uliva puno poverenje okolini sa kojom bude dolazio u dodir. On treba da potpuno objektivno i nepristrasno, a u isto vreme stručno i kritički, iznese svoje prigovore na osnovu činjenica utvrđenih prilikom ekspertize.

Bez obzira šta je osnovni cilj revizije, odnosno šta je ono što revizor treba da dokaže, postupak revizije se vrši strogo po definisanoj metodologiji kako bi revizor mogao da prikupi dovoljno relevantnih podataka. Iz toga proizilazi da revizor ne vrši samo reviziju finansijskih izveštaja, već direktno ili indirektno i reviziju interne kontrole, uslađenosti sa politikama, saglasnost sa zakonom, pravilima, propisima kao i pravilima ponašanja. Za finansijske izveštaje je odgovorna uprava, a za njihovu verodostojnost je odgovoran revizor. Putem postupka revizije, revizor pobošlja korisnost i vrednost finansijskog izveštaja, ali on takođe i povećava verodostojnost ostalih neverodostojnih informacija koje je uprava objavila.

Primarni zadatak revizora po principu „istinито i fer” jeste da prosudi da li su finansijske informacije objavljene u skladu, na tačan, jasan, i korektan način.

Revizor treba da proceni da li su finansijske informacije obmanjive ili „frizirane” da ekonomske entitete prikažu na tzv. „vedriji” način nego što su u stvarnosti. Od revizora se, prema aktuelnoj situaciji zahteva jedan novi trend a odnosi se na proširenje obaveza revizorskih izvršioaca i na računovodstvene principe kao i na konsalting usluge koje će značiti novu proveru znanja za buduće revizore.

Specifičan zahtev u reviziji javnog sektora jeste razmatranje zakonitosti i ispravnosti budžetskih transakcija gde najšira javnost očekuje od revizora kontrolu finansijskih izveštaja od strane sastavljača i njegove zakonske legalnosti. Prema tome, revizor će prilikom ispitivanja ispravnosti podataka i visine izdataka u zakonskim okvirima ispitati i prirodu izdataka.

Razne interesne grupe ukazuju potrebu za upoznavanjem rada upravnih odbora, ponašanja i integriteta menadžmenta, kao i revizorskog viđenja boniteta konkretne organizacije, sistem upravljanja zaposlenima i ponašanjem direktora, i posebno, da li postoje dogovori koji obezbeđuju odgovornost i javnost u radu. Prateći svetske trendove od računovodstva i revizije će se zahtevati da razviju veštine koje

idu mnogo dalje od onih dosadašnjih relativno uskih domena računovodstva što doprinosi pitanje ko će sutra biti revizor, kao i potrebu za formiranjem multidisciplinarnih timova revizije.

U oblasti računovodstva, okruženje sa naglašenom potrebom za javnošću će od računovođa i revizora zahtevati posedovanje znatno većeg iskustva u odnosu na problematiku nefinansijske prirode. Usluge jemstva (*assurance services*) ubuduće će biti u stanju da pruži samo jer je to, kako je već rečeno, naglašena potreba za javnošću i posedovanje iskustva u odnosu na istaknutu problematiku, odnosno uslugu jemstva, to u stvari predstavlja samo multidisciplinarne profesije. Ličnosti revizora moraju se postaviti izvesni zahtevi koje revizor mora ispunjavati (Pratt, 2003, str. 52). Za vršenje revizorskih poslova je važno da revizor raspolaže sa velikim iskustvom i praksom, poznavanjem praktične strane trgovačkih operacija koje se ubrajaju u domen revizije.

### ***Proces kontinuiranog usavršavanja i licenciranja revizije***

Profesionalni računovođa treba da obavi stručne usluge sa oprežnošću, sposobnošću i marljivošću, te da je njegova kontinuirana obaveza da svoje stručno znanje i veštine drži na zahtevanom nivou kako bi se obezbedilo da klijent ili poslodavac ima koristi od profesionalnih usluga koje se baziraju na ažurnim dostignućima delatnosti, zakonodavstva i tehnike. Postupak revizije određen je profesionalnim ponašanjem revizora i etikom, uzimajući u obzir revizorske standarde i zakonske norme. Za obavljenу uslugu revizor je plaćen od klijenta, treba da štiti interese vlasnika kapitala, a da mnogobrojnim korisnicima revidiranih finansijskih izveštaja daje razumno uverenje da u njima nema značajnih grešaka tako da je mišljenje pozitivno (Radović i Faladžić, 2010, str. 217–238).

Uobičajena shema razvoja profesionalnog računovođe zahteva početno visoki stepen opšteg obrazovanja i istraživanje stručno značajnih predmeta, nezavisno od toga da li je to propisano u periodu sticanja radnog iskustva. Za edukaciju kandidata i polaganje ispita za sticanje zvanja ovlašćenog revizora ne postoje osetnije razlike, polazi se od minimuma zahteva za edukacijom koji propisuje IFAC i obavezuje članice na poštovanje (Malinić, 2005, str. 85).

Usavršavanje stručne sposobnosti revizora podrazumeva kontinuiran razvoj znanja o računovodstvenoj etici, uključujući značajna nacionalna i međunarodna stanovišta u vezi sa računovodstvom, revizijom kao i ostalim relevantnim propisima i zakonskim zahtevima.

Licencu za obavljanje revizije, odnosno za potpisivanje revizorskog izveštaja s mišljenjem moguće je dobiti tek nakon dobijanja sertifikata ovlašćenog javnog računovođe, s tim da je u različitim državama naglašeno da treba da bude licenciran od strane nadležne institucije na području države u kojoj je, a vreme licenciranja je takođe različito, od 1 do 4 godine. U nadzoru revizora saraduju tri instituta ovlašćenih računovođa. Udruženje ovlašćenih računovođa (ACCA) izdali su zajednička Revizorska pravila i uputstva (revidirana u decembru 1995), a uz to, osnovali i Zajednicu posmatranja (*Joint Monitoring Unit*), koja nadzire revizorske firme. Zakonski zadatak Komore ovlašćenih revizora jeste da štiti i promoviše interese svojih članova, da ih proučava, savetuje o obavljanju revizije, kako da se profesionalno bave svojom strukom, da potpomazu direktivama i principima, s tim da Komora ovlašćenih revizora nadzire profesionalnu delatnost svojih članova, a ako neko od njegovih članova povredi dužnost – može se izreći određena kazna u smislu prekora nedoličnog ponašanja ili se kod državne advokatske komore podnese zahtev za pokretanje sudskog postupka profesije. Nadzor profesije nema karakter kaznenopopravnog, ali sme, želi i može da pouči svoje članove kako bi svoj posao što profesionalnije, tačnije i pouzdanije obavljali.

Često se postavlja pitanje zašto postoji potreba za revizijom? Odgovor na ovo pitanje može se pronaći u ekonomskom odnosu koji postoji unutar određenih poslovnih subjekata, kao i između tih poslovnih subjekata i svih onih koji imaju određeni interes u vezi sa njima.

Ako se zna da je glavni zadatak revizije ispitivanje i izražavanje mišljenja o realnosti i objektivnosti finansijskih izveštaja, onda se revizija posmatra kao „veza koja stvara poverenje” između uprave koja priprema i prezentuje finansijske izveštaje, i korisnika informacija sadržanim u tim izveštajima. Revizija povećava verodostojnost finansijskih izveštaja, a informacije sadržane u revidiranim finansijskim izveštajima predstavljaju kvalitetnu podlogu za poslovno odlučivanje. Pri tome, informacije moraju biti za sve korisnike neutralne, korektne za odlučivanje i dostavljenje na profesionalan način (Stojanović, 2012, str. 10–18).

### ***Budućnost revizorske profesije***

Izazov za revizorsku profesiju u budućnosti jesu zahtevi korisnika računovodstvenih informacija da revizori nađu način da provere i da izveštavaju u vezi sa budućim informacijama, što bi predstavljalo značajnu korist za društvo. Da bi u valjanost i pouzdanost datih informacija korisnici imali poverenja moraju da imaju poverenje u same baze podataka iz kojih se ti podaci dobijaju. Kao posledica toga postoji svest o tome da sistemi kontrole koji podržavaju te baze podataka moraju



biti vrlo pouzdani. Mnoge informacije, tehnologije i internet nameću revizorima problem u smislu da moraju stalno da budu u pripravnosti, da uče i kontinuirano da dopunjavaju svoja stečena iskustva sa uputstvima koji se primenjuju. Samim tim moraju pratiti trendove koji sami po sebi daju uputstva i informacije, ali su potrebna i ogromna sredstva koja će potkrepiti revizorsku struku.

Savremena tehnologija i internet u današnje vreme zadaju nove probleme revizorima u uslovima kontinuirane revizije u realnom vremenu. Za kontinuiranu reviziju, uputstva priprema Komitet za međunarodnu praksu revizije. Odbor za praksu revizije je objavio Standard za kontrolu kvaliteta, koje treba da olakša revizorsku procenu. Od velikog značaja je insistiranje na etičkom kodeksu prakse, dopunjen pouzdanim sistemom kontrole kvaliteta, kao poštovanje elementarnih etičkih normi. Važan element za jačanje buduće uloge revizora je i donošenje novog standarda za usluge jemstva. Od revizorske profesije se u budućnosti očekuje čitav niz poboljšanja (Vidaković, 2007, str. 55). Ona mora svojim korisnicima da pokaže da će im pružiti bolju spoznaju bilansa i omogućiti im da procene rizike koji su neizbežan pratilac biznisa. Veliki izazov za revizorsku profesiju u budućnosti jesu zahtevi korisnika računovodstvenih informacija da revizori nađu način da provere i izveštavaju u vezi sa budućim informacijama, što bi predstavljalo značajnu korist za društvo. U ovoj profesiji u svetlu zahteva za usluge jemstva na značaju dobija potreba za napuštanjem krutog načina i pristupa izveštavanju, a revizori moraju da razvijaju žargon za izražavanje mišljenja koji bi bio usmeren ka računovodstveno manje edukovanom delu javnosti.

Radna grupa za uputstva došla je do zaključka da su između dostignutih uputstava i aktuelne prakse u 21. veku prisutne razlike, te da je za potrebe profesije neophodno razviti novi okvir profesionalne prakse. Januara 2003. godine, Institut internih revizora je razvio Okvir profesionalne prakse interne revizije, koji utemeljuje internu reviziju na globalnom nivou.

Tri kategorije uputstava čine Okvir profesionalne prakse: Etički kodeks i standardi, Praktični saveti i Pomoćni dokumenti u vezi sa razvojem i praksom.

## **FINANSIJSKA REVIZIJA U FUNKCIJI POBOLJŠANJA INFORMATIVNIH MOGUĆNOSTI FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA**

Pod revizijom se podrazumeva postupak ispitivanja i ocene finansijskih izveštaja na osnovu kojih se daje stručno mišljenje o realnosti i objektivnosti stanja imovine, kapitala, obaveza i rezultata poslovanja. Konkretno, revizija finansijskih izveštaja predstavlja ispitivanje dokumenata, isprava, izveštaja i drugih informacija, radi

prikupljanja dovoljnog, adekvatnog i pouzdanog dokaza za izražavanje mišljenja da li finansijski izveštaji subjekta revizije istinito i objektivno prikazuju njegovo finansijsko stanje, rezultate poslovanja i novčane tokove, u skladu sa prihvaćenim računovodstvenim načelima i standardima. Finansijsko izveštavanje je funkcija, s ciljem zadovoljenja informacionih potreba. Računovođe izražavaju svoje specifične veštine i saraduju sa raznim oblastima i disciplinama: finansijski menadžment, upravljačko računovodstvo, korporativno finansijsko upravljanje, interna revizija, strategijsko planiranje i marketing.

### *Ciljevi finansijskog izveštavanja*

Ciljevi finansijskog izveštavanja treba da zadovolje informacione potrebe korisnika, finansijskih izveštaja u prvom redu korisnika, odnosno donosioca poslovnih odluka.

Postoje tri osnovna cilja finansijskog izveštavanja:

1. Indicira da finansijsko izveštavanje mora da obezbedi upotrebljive informacije, sadašnjim i potrebnim kreditorima, investitorima kao i drugim korisnicima, za donošenje racionalnih odluka, o investiranju, kreditiranju i slično. Informacija mora da bude razumljiva svim korisnicima.
2. Finansijsko izveštavanje treba da osigura informacije koje će pomoći sadašnjim i potencijalnim investitorima u procenjivanju iznosa vremena, i nezavisnosti budućih primanja od dividendi, kamata, prodaje i sl.
3. Ukazuje da finansijsko izveštavanje treba da obezbedi informacije o ekonomskim resursima preduzeća, o funkciji tih resursa i načina upotrebe efektima transakcijama, i promeni resursa. Razume se da je za reviziju svih navedenih ciljeva potrebno sastaviti izveštaje u skladu sa odgovarajućim računovodstvenim načelima i standardima koji služe kao vodič prilikom obračunavanja, pojedinih elemenata finansijskih izveštaja kao i njihovog sastavljanja.

O ostvarenju ciljeva finansijskog izveštavanja, može se govoriti tek onda kada su podaci sadržani u finansijskim izveštajima objektivni i realni (Dragojević, 2001, str. 17–23). Drugim rečima, s obzirom na to da je savremeno računovodstvo usmereno ka korisnicima i problematici ciljeva finansijskog izveštavanja nužno je razmatrati u kontekstu korisnika finansijskih izveštaja. Tek kada su računovodstvo i finansijski izveštaji usklađeni sa zahtevima korisnika može se govoriti o računovodstvu kao o najznačajnijem delu informacionog sistema preduzeća. O ostvarenju ciljeva finansijskog izveštavanja može se govoriti tek onda ako su podaci sadržani u finansijskim izveštajima objektivni i realni. Savremeno računovodstvo je usmereno

ka korisnicima i problematici ciljeva finansijskog izveštavanja i u tom smislu nužno je razmatrati i kontekst korisnika finansijskih izveštaja. Tek kada su računovodstvo i finansijski izveštaji usklađeni sa zahtevima korisnika može se govoriti o računovodstvu kao najbitnijem delu informacionog sistema preduzeća. Da bi se pojačalo postojeće revizorsko jezgro, država treba da poradi na izradi jednog dobrog zakona o reviziji i da intenzivira proces obrazovanja i dodele sertifikata revizorima. Izrazito važne i velike nadležnosti i odgovornosti za odnos ukupne profesije prema javnom interesu stekla je profesionalna asocijacija računovođa i revizora. U profesionalnoj asocijaciji potrebno je formirati odgovarajuća tela za praćenje profesionalnog ponašanja, za sprovođenje odgovarajuće disciplinske procedure i sankcionisanje kršenja profesionalne etike, za zaštitu računovođa od pritisaka kojima su izloženi za šta je neophodna podrška države. Od firmi koje se bave računovodstvom očekuje se da budu složni, koncizni, da se okupe i u zajedničkom i opštedruštvenom interesu pruže podršku njenim aktivnostima na podizanju profesionalne odgovornosti prema javnom interesu. Finansijsko računovodstvo u tom smislu može se definisati kao sistem identifikovanja, prikupljanja, procesiranja, verifikovanja i komuniciranja vrednosnih podataka o ekonomskim zbivanjima i stanjima u cilju obezbeđenja informacione podloge za ekonomska prosuđivanja i odluke, ili za potrebe polaganja računa, donošenja pojedinačnih odluka, i planiranja i kontrole ekonomskih procesa. Osnovni cilj računovodstvenog izveštavanja je da se korisnicima omogućiti sticanje uvida u sposobnost preduzeća da generiše novčane tokove povezane sa njihovim ulaganjima. Akcionari i potencijalni investitori su zainteresovani za novčane tokove od dividendi na akcije, dok su kreditori zainteresovani za novčane tokove povezane sa kreditnim aranžmanima (kamate).

Menadžeri su, takođe, zainteresovani za novčane tokove preduzeća jer od usklađenosti primanja i izdavanja gotovine zavisi finansijska i operativna fleksibilnost preduzeća. Izveštaj o novčanim tokovima služi korisnicima da procene promene neto imovine preduzeća, njegovu finansijsku strukturu, likvidnost i solventnost, kao i sposobnost preduzeća da se prilagođava promenljivim zahtevima poslovnog okruženja. Izveštaj o tokovima gotovine predstavlja i služi menadžerima, investitorima i kreditorima kao analitičko sredstvo da bi:

- utvrdili iznos gotovine koja je obezbeđena iz poslovanja tokom perioda,
- procenili sposobnost preduzeća da ispunjava sve svoje obaveze onako kako dospevaju, kao i sposobnost plaćanja dividendi akcionarima,
- utvrdili iznos ulaganja u nove nekretnine, postrojenja i opremu tokom perioda,

- utvrdili obim finansiranja potrebnog za proširenje ulaganja u dugoročna sredstva ili nastavak poslovanja i
- procenili sposobnost preduzeća da ostvaruje pozitivan tok gotovine u budućim periodima.

Izveštaj o novčanim tokovima je značajan kako za tekuće planiranje potreba za gotovinom, tako i za poslovno odlučivanje i kontrolu buduće poslovne aktivnosti preduzeća. Analiza novčanih tokova se još naziva i procenom solventnosti. Solventnost je sposobnost preduzeća da dugoročno pokriva sve svoje dospеле obaveze plaćanja u rokovima njihovog dospeća. To znači da je procena solventnosti značajan segment analize novčanih tokova i sastoji se od analize ključnih pozicija iz ovog izveštaja koji se odnosi na poslovne, investicione i finansijske aktivnosti. Procena solventnosti odnosi se na procenu vremenske usklađenosti priliva i odliva gotovine iz pomenutih aktivnosti i to ne samo unutar pojedinačnih aktivnosti, već i između. Neto imovina preduzeća je razlika ukupne aktive i svih obaveza preduzeća. Osim pomenutog, kao poseban cilj finansijske analize jeste i predikcija, odnosno predviđanje buduće vrednosti kompanije. Investitori i kreditori najčešće koriste informacije finansijske analize na ovaj način. Računovodstvene informacije se koriste u statističkim modelima na osnovu kojih se predviđa sposobnost preduzeća da kontinuirano posluje (*free cash flow* model) ili se predviđa njegov bankrot (Altmanov *Z-score* model). U cilju proučavanja posebnih ciljeva analize moramo se vratiti na pitanje razlike između vrednosti preduzeća koju procenjuju investitori i kreditori, odnosno tržište (prava, suštinska vrednost, *intrinsic value*) i vrednosti preduzeća po knjigama (knjigovodstvena vrednost, *book value*). Ove dve vrednosti se značajno razlikuju.

Problematikom objektivnosti i realnosti informacija sadržanih u finansijskim izveštajima bave se, kao što je poznato više ili manje uspešno, eksterni revizori, čiji je ključni posao upravo obezbeđivanje verodostojnosti finansijskih izveštaja koji se javno objavljuju i koji su namenjeni mnogim korisnicima. Za sve ono što je zapisano u finansijskim izveštajima odgovara menadžment preduzeća i zainteresovan je za sve kategorije informacija iz finansijskih izveštaja.

Kada se zna da menadžment mora da obezbedi rast i razvoj preduzeća, adekvatnu naknadu vlasnika, adekvatne plate zaposlenima.

### ***Kvalitet finansijskog izveštavanja***

Kvalitet finansijskih izveštaja je potrebno razmatrati u kontekstu kvaliteta, računovodstvenih informacija. Informacija je kvalitetna, ako je korisna u procesu poslovnog odlučivanja. Prilikom razmatranja kvaliteta računovodstvenih informacija,

govori se o dva nivoa kvaliteta: primarnom i sekundarnom. Informacija je korisna u procesu poslovnog odlučivanja na nivou primarnog kvaliteta ako je relevantna i pouzdana. Na nivou sekundarnog kvaliteta, informacija je korisna ako je zadovoljen uslov uporedivosti i doslednosti (Poznanić, 2011, str. 65–72).

U okviru sastavljanja i prezentiranja finansijskih izveštaja kod Međunarodnih računovodstvenih standarda razmatra se problematika kvaliteta finansijskih izveštaja. Kaže se da su kvalitetna obeležja karakteristika kako informacije utiču na upotrebljivost u finansijskim izveštajima za korisnika. Postoje četiri kvalitetna obeležja:

1. razumljivost,
2. važnost,
3. pouzdanost,
4. uporedivost.

Ono što se može zapaziti jeste činjenica da između zahteva u kontekstu kvaliteta računovodstvenih informacija koje proizilaze iz prakse i zahteva u kontekstu kvaliteta finansijskih izveštaja koji proizilaze iz uvodnog dela Međunarodnih računovodstvenih standarda nema suštinske razlike. Finansijska fleksibilnost odnosi se na procenu sposobnosti preduzeća da generiše gotovinu iz drugih izvora koji nisu deo poslovne aktivnosti preduzeća. U pitanju je sposobnost preduzeća da se kreditno zadužuje, da emituje obveznice ili da na finansijskom tržištu emituje akcije. Finansijska fleksibilnost postiže se i kroz sposobnost preduzeća da prodaje aktivu (sredstva) kojima raspolaže. U sredstva koja se mogu prodavati ubrajamo nekretnine, postrojenja, opremu, zemljište, nematerijalna sredstva i finansijske instrumente. Kompanija koja može da odgovori potrebama za gotovinom kroz ove oblike aktivnosti smatra se finansijski fleksibilnom.

Za reviziju finansijskih izveštaja glavne pretpostavke jesu:

- revizorska načela,
- standardi revizije,
- kodeks profesionalne etike revizora,
- zakonski propisi iz oblasti revizije finansijskih izveštaja.

### ***Uloga finansijske revizije u poboljšanju informativne mogućnosti finansijskih izveštaja***

Potrebu internacionalizacije poslova revizije stimulišu tri faktora: poslovanje multinacionalnih kompanija i potreba izrade konsolidovanih finansijskih izveštaja za te kompanije; proces globalizacije, dinamičan razvoj i velike disperzije svetskih tržišta kapitala; trend ubrzanog spajanja međunarodnih revizorskih firmi i formiranje strategijskih alijansi.

Svi neophodni uslovi da revizija finansijskih izveštaja postane međunarodna stvar su u savremenom, pretežno informatičkom i globalizovanom okruženju. Naime, u savremenom svetu, politički, ekonomski, trgovinski i finansijski odnosi su u toj meri isprepleteni da međunarodna revizija dobija svoj puni legitimitet i predstavlja nezaobilazan faktor za nesmetano obavljanje međunarodnih poslovnih transakcija. Kada je reč o informacionoj podršci vođenja ekonomskih aktivnosti možemo ih sagledati na tri bitna nivoa: preduzeću, banci i drugoj dobitnoj i nedobitnoj organizaciji, na tržištu od strane učesnika i na nivou vlade i njenih organa, agencija i sl. Glavni smisao finansijskog izveštavanja nalazi se u obezbeđenju informacija za ekonomska rasuđivanja i ekonomske odluke (Messier, 2000, str. 69). Bitno je obezbediti transparentnost finansijsko-računovodstvenog izražavanja i izveštavanja i u ekonomskom smislu, produkovanjem informacija koje zadovoljavaju kvalitetne kriterijuma, s jedne strane, kao i podržavanjem utvrđene profesionalne etike računovođa i revizora, a s druge strane finansijsko-računovodstvene informacije koje se karakterišu upornošću, razumljivošću, pouzdanošću. Korisnost i upotrebljivost je uslov za razumljivost informacija što predstavlja najvažniju ulogu u poboljšanju informativne mogućnosti finansijskih izveštaja.

### ***Uticaj informacionih tehnologija na funkciju revizije***

Postoje moćni softverski programi koji omogućavaju ekonomskim entitetima da integrišu sve informacije u sistem. Kapaciteti kompjuterskih programa i sistema su povećani eksponencijalno, dok su troškovi tehnologije evidentno smanjeni.

Ključne promene u informacionim tehnologijama koje imaju evidentan uticaj na proces revizije uključuju:

1. elektronsku trgovinu – internet,
2. distribuiranu obradu podataka, umrežavanje resursa i elektronsku razmenu podataka,
3. sistem obrade podataka u realnom vremenu,
4. primenu inteligentnog sistema u odlučivanju,
5. kompjutersko opremanje krajnjih korisnika.

Tehnološke promene istovremeno predstavljaju kako izazove, tako i šanse revizorima. Jedan od izazova za revizore je da razumeju raspoloživu tehnologiju, kao i njen uticaj na sam proces revizije. Samim tim, to dodatno zahteva svakako i dopunsku edukaciju revizora. Primena kompjuterske tehnologije u informacionim sistemima nudi mnogobrojne i značajne šanse za revizore.

Većina revizorskih firmi danas svoje revizore oprema mikro i personalnim računarima i revizorskim softverom, što omogućava izradu probnog bilansa i pripremu

radnih dokumenata revizije. S jedne strane skraćuje vreme, manje troši pripremni materijal i ujedno smanjuje mogućnost grešaka pri obradi dokumenata.

Primena kompjutera u svrhu testiranja slogova podataka zahteva od revizora da pronade način da pristupi datim slogovima za obradu. U mnogim slučajevima to nije teško. Primenom Generalizovanog revizorskog softvera revizor može da vrši potrebnu obradu podataka na klijentovoj bazi, direktnim pristupom slogovima podataka.

Opšti revizorski softver je softver koji se može koristiti za analizu i ispitivanje računarske datoteke klijenta. Ovaj softver se može koristiti i za rearanžiranje podataka u format koji je korisniji i pristupačniji revizoru. Daje mu mogućnost da upoređuje podatke i datoteke klijenta, vrši analiziranje i selektovanje podataka i slučajnih brojeva. Aplikacije ove prirode uključuju:

1. ispitivanje klijentovih slogova podataka u smislu kvaliteta, kompletnosti i validnosti,
2. rearanžiranje podataka i objavljivanje analiza,
3. selektovanje posmatranih uzoraka,
4. upoređivanje posmatranih podataka sa ostalim datotekama,
5. upoređivanje rezultata dobijenih revizorskom obradom podataka, sa klijentovim slogovima.

Ovi paketi revizorskih softvera, nalaze se na tržištu sa veoma pristupačnim cenama, uzimajući u obzir korist i brzinu obrade podataka. Generalizovani revizorski softver, omogućava revizorima da se efikasno bave velikim količinama podataka. Revizor može biti u mogućnosti da sortira velike datoteke, kao npr. datoteku kupovine, i da tako izabere transakciju koja je značajna za dalju obradu i posmatranje.

Revizori u ovom slučaju ne moraju detaljno da poznaju informacione tehnologije da bi mogli da koriste pomenuti softver. Mnoge revizorske kuće edukuju revizore da bi mogli da koriste specijalizovani softver za samo nekoliko dana, zbog veoma uprošćene i skraćene procedure i bez angažovanja specijalizovanog osoblja (Stanišić i Stanojević, 2008, str. 337). Još jedna česta upotreba računara u reviziji jeste za testiranje tačnosti obračunavanja podataka u fajlovima. Količina zaliha može biti iskazana u jediničnoj ceni, a iznos zaliha ponovo izračunat. Revizor može da koristi podatke klijenata za ponovno izračunavanje računa potraživanja. Zbog brzine kompjuterske obrade, ove vrste ponovnog izračunavanja mogu lako da se izvode na celu populaciju (Modering Auditing, str. 522).

Opšti revizorski softver omogućava revizorima da provere celu populaciju pre nego da se oslanjaju na procedure uzorkovanja. Revizor može testirati sumnjive račune

korišćenjem opšteg revizorskog softvera kako bi sagledao istoriju računa svakog kupca (Iatridis, 2008). Ovaj opšti revizorski softver omogućava revizoru brz pregled evidencije za vreme isporuke pa sve do prijema uplate za svaku transakciju.

### ***Sumiranje podataka i obavljanje analiza***

Revizori često reorganizuju podatke svog klijenta na način koji će odgovarati njihovim posebnim potrebama. Na primer, revizori žele da izdvoje zalihe sa usporenim obrtom, dugovna (suprotna) salda na računima obaveza prema dobavljačima ili dospela potraživanja. Takođe, prilikom sprovođenja analitičkih procedura, revizori koriste računare da izračunaju željene racio brojeve, da izvlače nefinansijske podatke iz klijentovih baza da bi ih uporedili sa finansijskim podacima ili da sprovede analize zasnovane na statističkoj regresiji, kao i analitičke procedure (razvijanje očekivanja) (Stojiljković i Krstić, 2000, str. 11).

Revizija u informatičkom (kompjuterskom) okruženju procenu kontrolnog rizika vrši u četiri faze:

- planiranje revizije,
- razumevanje sistema interne kontrole i kontrolnog rizika,
- provera kontrola,
- korišćenje kompjutera za proveru realnosti salda računa.

Iako termin kompjuterska revizija deluje pomalo mistično, ne postoji neka bitna razlika između kompjuterske revizije i postupaka revizije koji su do sada bili predmet naše pažnje. Da budemo sasvim precizni, kada se za obradu transakcija koristi kompjuter to nema veliki uticaj na sam proces revizije – nema zbog toga što se, u informatičkom okruženju ne menjaju ni ciljevi revizije, ni definicija same revizije. Takođe, opšteprihvaćeni računovodstveni standardi ostaju isti, tvrdnje menadžmenta sadržane u finansijskim izveštajima ostaju iste, ostaju isti i kontrolni ciljevi, ostaje ista i potreba i neophodnost pribavljanja dovoljnog obima kompetentnih dokaza revizije, i kao primarni cilj revizije ostaje čin izdavanja izveštaja o reviziji i izražavanje adekvatnog mišljenja revizora o tim izveštajima. Drugim rečima, sve ono što smo do sada analizirali u postupku revizije ostaje validno u kompjuterskom okruženju. Ono što se menja jeste metod obrade i čuvanja računovodstvenih podataka. Kada se obrada transakcija obavlja uz pomoć složenih sistema obrade podataka, javlja se potreba da revizorske firme angažuju specijaliste koji razumeju kompjutersku tehnologiju, a koji su istovremeno potpuno svesni o tome koji su ciljevi revizije. Ali, i svi članovi revizorskog tima treba da poznaju sistem kompjuterske obrade i kontrole u meri u kojoj im omogućava da obave kvalitetnu i efikasnu reviziju. Savremeni revizor mora da poseduje takav nivo znanja koji mu



omogućava da identifikuje, proceni i testira one interne kontrole koje su relevantne za kompjutersko okruženje.

## ZAKLJUČAK

Da bi pripremio finansijske izveštaje, računovođa mora da izvrši priznavanje određenih kategorija koje čine sastavni deo nekog finansijskog izveštaja, odnosno ekonomskih transakcija ili događaja koji su grupisani prema svojim ekonomskim karakteristikama. Tvrdnja „istinito i pošteno sačinjen finansijski izveštaj” ima relativno značenje jer apsolutno tačnog finansijskog izveštaja u realnom životu nema. Ocena revizora ima značaj za vlasnike preduzeća, poverioce, za poreske organe i širu javnost. Navedene informacije moraju biti utvrđene, dobijene i prenete u onoj formi i vremenskom okviru koji će ljudima omogućiti da izvrše svoje dužnosti i obaveze. Najvažniji informacioni sistem za internu kontrolu jeste računovodstveni sistem. On je serija zadataka i knjiženja jednog preduzeća pomoću kojih se transakcije obrađuju radi vođenja finansijskih evidencija. Za finansijsko izveštavanje postoji konceptualni okvir koji treba da prate računovodstveni standardi kao opšteprihvaćeni teorijski principi u oblasti računovodstva. Konceptualni okvir koji je računovodstvena profesija razvila u različitim zemljama, polazi od toga da finansijski izveštaji treba da budu korisni onima kojima su namenjeni. Računovodstveno informisanje na bazi MRS dobija svoj potpuni uticaj i značaj otvaranjem privreda u celom svetu globalizacijom i harmonizacijom svih vrsta tržišta. Centralna svrha revizije je da se obezbedi nezavisna potvrda vlasnicima preduzeća da su oni koji upravljaju tim preduzećem ostvarili efekte koji odgovaraju stanju u finansijskim izveštajima. Ovaj projektni zadatak ima za opredeljenje analizu efikasnosti supstantivnog testiranja u reviziji, na bazi prethodno brižljivo pripremljenog globalnog plana i programa revizije da bi revizor ustanovio prihvatljiv nivo ukupnog revizijskog rizika koji je on spreman da preuzme na sebe, kao i utvrđivanje relacija između nivoa rizika i obima supstantivnog testiranja u reviziji. Ako se tome doda da je primarni cilj revizije izražavanje nezavisnog ekspertskeg mišljenja o realnosti finansijskih izveštaja, postaje savršeno jasno da svi navedeni postupci omogućuju revizoru da na najbolji mogući način izvršava svoju ulogu čuvara javnog interesa i podizanja kvaliteta finansijskog izveštavanja, kao bitne poluge društvenog blagostanja na određenom ekonomskom prostoru.

## FINANCIAL AUDIT AS A TOOL FOR THE IMPROVEMENT OF FINANCIAL REPORTING INFORMATIVENESS

Ugrinov Dragan  
Stojanov Aleksander

**Abstract:** *An audit of financial statements is a process used to examine documents, reports and other relevant information in order to collect sufficient, adequate and reliable evidence, based on which auditors can express their opinion as to whether the inspected financial statements of the auditee provide a true and fair overview of their financial condition, results of operations and cash flows in accordance with accepted accounting principles and standards.*

*The review process consists of a series of tasks. Audit tasks can be done more efficiently if the auditor uses the blueprint of tasks based on the process model. Model of audit methodology corresponds to the scientific research model. The conceptual framework which has been developed for accounting in many different countries is based on the postulate that financial statements should be useful to those to whom they are intended.*

**Key words:** *financial reports auditing / method / auditor, control / expert opinion*

### LITERATURA

1. Andrić, M., Krsmanović, B., Jakšić, D. (2004). *Revizija – teorija i praksa*, Subotica, Ekonomski fakultet.
2. Dragojević, P. (2001). Revizija računovodstvenih izveštaja u 2001. *Revizor*, 4 (13), 17–23.
3. Iatridis, G. (2008). Accounting disclosure and firms' financials attributes: Evidence from the UK stock markets. *International Review of Financial Analysis*, 17 (2), 219–241.
4. Malinić, D. (2005). *Upravljačko računovodstvo i obračun troškova i učinaka*, Kragujevac, Ekonomski fakultet.
5. Milojević, S. (2006). *Revizija finansijskih izveštaja*, Beograd, FTB.
6. Poznanić, V. (2011). Metodološke osnove državne revizije. *Računovodstvo*, 55 (3–4), 65–72.
7. Pratt, J. (2003). *Financial Accounting in an Economic Context*, New York, John Wiley.
8. Radović, R., Faladžić, A. (2010). Revizijske procedure za otkrivanje finansijskih prevara u vezi sa tranzicijom. *Poslovna ekonomija*, 4 (1), 217–238.

9. Stanišić, M., Stanojević, Lj. (2008). *Revizija i primena kompjutera*, Beograd, Univerzitet Singidunum.
10. Stojanov, A., Ugrinov, D., Vaić, E. (2011). Finansijska revizija javnog sektora: osnova za aktivni poslovni ambijent. *Tranzicija*, 12 (25–26), 146–155.
11. Stojanović, R. (2012). Ciljevi i kvalitativne karakteristike finansijskih izveštaja u funkciji unapređenja kvaliteta finansijskog izveštavanja. *Računovodstvo*, 56 (5–6), 10–18.
12. Stojiljković, M., Krstić, J. (2000). *Finansijska analiza*, Niš, Ekonomski fakultet.
13. Ugrinov, D., Stojanov, A. (2011). Web prezentacija finansijskih izveštaja. *Ekonomski signali*, 65 (2), 90–100.
14. Vidaković, S. (2007). *Eksterna revizija finansijskih izveštaja*, Novi Sad, FABUS.



---

**PRIKAZI**



## PRIKAZ KNJIGE

# POSLOVNI PLAN KAO INSTRUMENT UPRAVLJANJA PREDUZEĆEM

Marko Ivaniš

IZDAVAČ:

VISOKA ŠKOLA ZA RAČUNOVODSTVO I BERZANSKO POSLOVANJE, BEOGRAD, 2013.

U toku meseca februara 2013. godine izašla je iz štampe jedna po mnogo čemu značajna knjiga iz oblasti poslovnog planiranja čiji je autor dr Marko Ivaniš, profesor Fakulteta za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu. Knjiga nosi naziv *Poslovni plan kao instrument upravljanja preduzećem* i predstavlja jedan izvanredan naučni rad koji obrađuje aktuelnu temu u okviru ekonomije i obogaćuje naučnu literaturu iz ove oblasti. S obzirom na autorovo dugogodišnje iskustvo u privredi, kao i rad u naučnom i nastavnom procesu, knjiga predstavlja veoma pogodnu osnovu za sučeljavanje praktičnih problema iz ove oblasti sa naučnim pogledima i stavovima u vezi sa iznalaženjem prihvatljivih rešenja i koncepata, pre svega, za ekonomije u tranzicionom statusu. Autor se ovim radom pridružio naporima drugih ekonomista koji se bave problematikom poslovnog (*business*) planiranja, te je tako doprineo da se poznati naučni radovi, kao i već afirmisana svetska praksa primeni i u našim domicilnim tržišnim uslovima, koji su u početnoj razvojnoj fazi.

Knjiga *Poslovni plan kao instrument upravljanja preduzećem* ne samo svojim naslovom već i sadržajem potvrđuje svoju izuzetnu aktuelnost. Tome značajno doprinosi i činjenica da je knjiga pisana veoma pristupačnim i jezgrovitim stilom, tako da je veoma prihvatljiva i razumljiva za sve one koji se po raznim osnovama bave poslovnim planiranjem, odnosno upravljanjem preduzećem. Već iz samog pregleda sadržaja knjige jasno se vidi da se radi o jednom temeljnom i sveobuhvatnom delu. Knjiga je koncipirana kao monografija koja svojim sažetim i sistematizovanim sadržajem pruža čitaocu uvid u esencijalna znanja iz oblasti poslovnog planiranja, a konkretno vezano za ulogu i značaj poslovnog plana u procesu upravljanja predu-

zećem. Tokom istraživačkog postupka autor je problematiku poslovnog (biznis) plana šire postavio, kako bi se bolje i celovitije razjasnila brojna pitanja, a ujedno i predložila odgovarajuća rešenja vezana za metodologiju izrade poslovnog plana u funkciji nezaobilaznog instrumenta upravljanja preduzećem u savremenim uslovi- ma poslovanja.

Knjiga je urađena tako da se aktuelna znanja iz upravljanja preduzećem razrađu- ju i primenjuju u oblasti poslovnog planiranja. Poslovni (biznis) plan predstavlja veoma prepoznatljivu i pragmatičnu praksu tržišno razvijenih zemalja, bez koga nije moguće zamisliti ni strateško niti operativno upravljanje preduzećem. Konse- kventno tome, imajući u vidu činjenicu da u poslovnoj praksi ipak ima neshvatanja i određenih nerazumevanja značaja poslovnog planiranja u preduzeću, i u vezi sa tim izrade poslovnog plana, bilo da se radi o privrednim subjektima ili drugim or- ganizacijama, autor je deo svojih istraživačkih napora u ovoj monografiji usmerio, pored ostalog, i na pokušaj objašnjenja nekih nedovoljno jasnih aspekata poslov- nog plana kao sredstva upravljanja preduzećem.

Inače, knjiga se sastoji od šest delova, odnosno poglavlja:

- Glava I Planiranje kao primarna faza procesa upravljanja
  - Glava II Relevantni aspekti poslovnog (biznis) plana
  - Glava III Struktura i osnovni elementi poslovnog plana
  - Glava IV Proizvodni segment poslovnog plana
  - Glava V Marketing segment poslovnog plana
  - Glava VI Finansijski segment poslovnog plana
- Zaključna razmatranja

*Prvo poglavlje (Planiranje kao primarna faza procesa upravljanja)* – bavi se planira- njem kao primarnom fazom procesa upravljanja. Ovo čini uvodni deo ili osnovu kojom se objašnjavaju osnovni pojmovi i principi na kojima se temelji savremeno poslovno planiranje. Otuda je u ovom poglavlju akcenat na pitanjima koja se od- nose na ulogu i značaj planiranja u upravljanju preduzećem, ciljeve i pristupe u planiranju, i na kraju planove kao produkt planiranja. Pri tome, posebna pažnja data je pitanjima koja se odnose na osnovne karakteristike i vrste planova. Ovo poglavlje je od izuzetne važnosti za razumevanje ne samo osnovnih pojmova i ka- tegorija vezanih za problematiku poslovnih planova, već šire gledano, i za lakše razumevanje postavljenog cilja i predmeta istraživanja.



*Drugo poglavlje (Relevantni aspekti poslovnog (business) plana)* – bavi se relevantnim aspektima poslovnog (biznis) plana. Generalno gledano, ovde je autor dao osnovne postavke o kategorijama koje su vezane za sam predmet istraživanja. Otuda, u ovom poglavlju pored definisanja pojma, svrhe i procesa pripreme poslovnog plana, dat je i prikaz osnovnih dimenzija i faza izrade poslovnog plana, njegovih ciljnih karakteristika kao i pregled forme i sadržine poslovnog plana. Na kraju ovog poglavlja, dat je osvrt na značaj poslovnog plana sa aspekta preduzetništva i njegove uloge u donošenju preduzetničkih odluka, vezanih za započinjanje i realizaciju poslovnih poduhvata.

*Treće poglavlje (Struktura i osnovni elementi poslovnog plana)* – bavi se problematikom strukture poslovnog plana i definisanjem njegovih osnovnih konstitutivnih elemenata. U savremenim uslovima poslovanja, postoji različito viđenje i shvatanje poslovnog plana kao značajnog instrumenta upravljanja preduzećem, što po logici stvari dovodi i do različitog viđenja njegovog sadržaja. Otuda, u ovom delu rada autor je dao pregled opšte strukture poslovnih planova, pri čemu je jasno definisao i izdvojio dve grupe konstitutivnih elemenata poslovnih planova: *prvo*, elementi poslovnog plana od formalnog značaja, i *drugo*, elementi poslovnog plana od suštinskog značaja. Obe grupe konstitutivnih segmenata poslovnog plana pravilno su definisane i dovoljno jasno pojašnjene.

*Četvrto poglavlje (Proizvodni segment poslovnog plana)* – bavi se proizvodnim segmentom poslovnog plana. Proces proizvodnje u preduzeću, kao i svi planski zadaci u vezi sa proizvodnjom, uslovljeni su velikim brojem različitih faktora. Ali bez obzira na broj, različitost i intenzitet dejstva tih faktora, oni se svi moraju uzeti u obzir prilikom izrade konkretnog proizvodnog plana. U vezi sa tim, proizvodni plan razmatra pitanja kao što su: kako će funkcionisati preduzeće, kako će teći proces rada u okviru organizacione strukture, koje su tehnike i veštine neophodne da bi se uspešno obavili planirani procesi u preduzeću, gde će se odvijati proces rada, ko će obavljati poslove i koje su planirane zaštitne mere. Imajući u vidu navedene osnovne poslovne aspekte sa kojima korisnici poslovnog plana treba da se upoznaju u proizvodnom planu, autor je sva relevantna pitanja iz domena proizvodnog segmenta poslovnog plana pravilno definisao i detaljno obradio kroz prikaz četiri osnovna kompleksa pitanja: *prvo*, tehničko-tehnološka analiza, *drugo*, analiza organizacionih aspekata, *treće*, analiza lokacije (makro i mikro) i *četvrto*, analiza zaštite životne sredine i zaštite na radu.

*Peto poglavlje (Marketing segment poslovnog plana)* – obrađuje marketing segment poslovnog plana. Ovo je jedan od najvažnijih delova poslovnog plana jer marketing aktivnosti preduzeća obezbeđuju da roba brzo dospe do finalnog potrošača i

da zadovolji njegove potrebe. Svako uspešno planiranje, pa shodno tome i marketing planiranje ima za rezultat plan koji predstavlja određenu vrstu planske odluke. U vezi sa tim, marketing plan predstavlja ključnu osnovu za oblikovanje savremene poslovne strategije preduzeća. Neposredni doprinos marketing plana unapređenju uspešnosti poslovanja i razvoju preduzeća sadržan je u aktivnostima na području odnosa preduzeće–tržište. Stoga, u ovom poglavlju definisani su svi elementi marketing plana čije je poznavanje od izuzetnog značaja za izbegavanje mnogih nejasnoća i nesporazuma u praksi, vezanih za praktičnu primenu poslovnog plana. Autor jasno diferencira dva ključna segmenta marketing plana: *prvo*, plan prodaje, i *drugo*, plan nabavke. Konsekventno tome, navode se relevantna pitanja koja je potrebno sagledati u okviru analize tržišta prodaje kao što su: određivanje tržišta, segmentacija tržišta, izbor ciljnog tržišta, pozicioniranje proizvoda, definisanje marketing miksa, opis predmeta ponude, identifikovanje konkurencije i SWOT analiza. Takođe, navedena su i pitanja koja je potrebno sagledati u okviru analize tržišta nabavke kao što su: karakteristike osnovnih inputa, mogućnosti nabavke inputa i marketing strategija preduzeća na tržištu nabavke. Naravno, najznačajniji deo marketing plana predstavlja plan prodaje, te autor njemu posvećuje najveći deo ovog poglavlja.

*Šesto poglavlje (Finansijski segment poslovnog plana)* – bavi se finansijskim segmentom poslovnog plana, koji pored proizvodnog plana i marketing plana, predstavlja najznačajniji deo poslovnog plana. Finansijski plan je poslednji konstitutivni segment poslovnog plana i kao takav on sintetizuje, objedinjuje i usklađuje sve neutralno iskazane materijalne planove iz prethodnih segmenata poslovnog plana, formirajući jednu skladnu finansijsku celinu. U finansijskom planu podaci se iskazuju kvantitativno. Značaj finansijskog plana ogleda se u tome što se na osnovu kvantitativnih pokazatelja donosi konačna odluka o isplativosti ili neisplativosti investiranja, odnosno da li će preduzeće ući u određeni poslovni poduhvat ili ne. Zato je finansijskom planu autor posvetio najviše prostora, u poređenju sa prethodnim segmentima poslovnog plana (proizvodnom i marketing segmentu). Takođe, prilikom razmatranja pojedinih pitanja iz finansijskog segmenta poslovnog plana autor je u ovom poglavlju primenio malo drugačiji pristup. Naime, pojedina objašnjenja koja se odnose na posebno značajna pitanja finansijskog plana veoma su dobro argumentovana i ilustrovana praktičnim primerima. Zbog toga je na pojedinim mestima u ovom poglavlju neophodno da čitalac posveti pažnju ne samo osnovnom tekstu već i praktičnim primerima, kako bi se pitanja koja su obrađivana što bolje razumela. Respektujući sva relevantna pitanja koja finansijski segment poslovnog plana treba da sadrži, autor je ista znalački obradio obuhvatanjem nekoliko najznačajnijih kompleksa pitanja: potrebna investiciona ulaganja, izvori fi-

nansiranja, obračun rezultata poslovanja, sintetički finansijski izveštaji, finansijska analiza, ocena efikasnosti projekta i ocena projekta u uslovima neizvesnosti. Sva navedena pitanja detaljno i sistematski su izneta i u dovoljnoj meri objašnjena u ovom poslednjem poglavlju knjige. Pri tome, autor je obilato koristio tabele i grafičke ilustracije, kako bi što bolje povezoao iznete teorijske stavove sa praktičnim rešenjima.

Prilikom pisanja knjige korišćena je relevantna i referentna literatura, što se vidi iz brojne bibliografije. Knjiga je metodološki dobro strukturirana, delovi su međusobno dobro povezani i zajedno čine kompaktnu celinu. Knjiga obiluje tabelama, ilustracijama, grafikovima i praktičnim primerima, što svakom čitaocu daje mogućnost i jasan uvid u povezivanje teorijski iznetih stavova sa praktičnim rešenjima. Osim toga, moglo bi se reći da sam tekst knjige predstavlja na neki način „pionirsko štivo” u ovoj oblasti, imajući u vidu da se bavi veoma specifičnom i uskom oblašću – poslovnim (*business*) planom. U našim domicilnim uslovima ova oblast do sada nije bila posebno tretirana, barem ne na jedan kompleksan i sistematski način, što ne znači da sličnih istraživanja od strane institucija ili pojedinaca nije bilo. Međutim, ona ipak nisu značajnije doprinela afirmaciji uloge i značaja poslovnog plana u savremenoj praksi poslovanja preduzeća.

Na osnovu ukupnih zapažanja, može se reći da knjiga *Poslovni plan kao instrument upravljanja preduzećem* spada u red nesumnjivo uspešnih radova iz oblasti poslovnog planiranja gde je autor svakako ispoljio visok stepen znanja i umeća u prikazu složene problematike koju je obrađivao. Stoga, knjiga je dobrodošla svima onima koji se iz različitih motiva i interesovanja bave *business* planiranjem u praksi. Osim toga, promene kroz koje naša privreda i društvo prolaze, nesumnjivo će zahtevati sve ozbiljnije pristupe i u domenu planske funkcije u preduzeću, pa se u budućnosti kod nas može očekivati afirmacija svih aktivnosti koje se odnose na ovu izuzetno značajnu oblast. Shodno tome, respektujući značaj ovih kretanja, knjiga autora profesora dr Marka Ivaniša nesumnjivo predstavlja vredan doprinos našoj savremenoj teoriji i praksi u oblasti poslovnog planiranja i upravljanja preduzećem, u danas nemirnom, kontroverznom i kriznom poslovnom okruženju.

Jula 2013. godine.

Prof. dr Zvonko Sajfert<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Univerzitet u Novom Sadu, Tehnički fakultet “Mihajlo Pupin”, Zrenjanin, Đure Đakovića bb, e-mail: z.sajfert@sbb.rs



# UPUTSTVO AUTORIMA ZA PISANJE I PRIPREMANJE RUKOPISA

*Ekonomija – teorija i praksa* predstavlja časopis međunarodne orijentacije koji ima za cilj objavljivanje radova iz svih oblasti ekonomije i privrednog poslovanja. Časopis objavljuje radove na srpskom i na engleskom jeziku. Časopis *Ekonomija – teorija i praksa* otvoren je za sva argumentovana mišljenja i ideologije. Empirijska istraživanja i teorijske analize problema u svim oblastima ekonomije od podjednakog su značaja i biće objavljeni, ukoliko po mišljenju recenzentata i urednika zadovoljavaju kriterije časopisa u pogledu relevantnosti i profesionalnog nivoa.

## DOSTAVLJANJE RUKOPISA

Autori mogu dostavljati rukopise, **obavezno** u elektronskoj formi na e-mail adresu: [redakcija@fimek.edu.rs](mailto:redakcija@fimek.edu.rs), a u papirnoj verziji na adresu: Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment, Novi Sad, Cvećarska 2, Srbija, sa naznakom „Za redakciju časopisa *Ekonomija – teorija i praksa*”. Rukopisi će biti uzeti u razmatranje za objavljivanje, uz uslov da isti rad nije istovremeno ponuđen nekom drugom časopisu, a u slučaju kolektivnih radova – kada su svi autori saglasni sa tim da rad bude objavljen. Ukoliko je rukopis prihvaćen za objavljivanje u časopisu, pravo reprodukcije rada u svim drugim medijima pripada izdavaču. Smatra se da sva mišljenja izneta u objavljenom radu spadaju pod isključivu odgovornost autora. Urednik, recenzenti ili izdavač ne prihvataju odgovornost za izneta mišljenja autora.

Rukopisi treba da ispunjavaju osnovne tehničke i stilske kriterijume. Nepoštovanje navedenih kriterijuma može da rezultira neprihvatanjem teksta, traženjem da se rad prilagodi ili kašnjenjem prilikom objavljivanja. (U slučaju da se dostavlja u papirnoj verziji, sa istovetnom verzijom u elektronskoj formi, tekst treba da bude odštampan jednostrano, sa duplim proredom, na papiru formata A4. Sve stranice, osim naslovne, treba da budu numerisane). Verzija dostavljena u elektronskoj formi, kao i ona u papirnoj, mora biti otučana tačno i bez grešaka, u obliku dokumenta u Word-u, sa uključenim svim tabelama i grafikonima kao što se predviđa da bude u objavljenom tekstu. Redakcija će rukopis dostaviti recenzentima kompetentnim za odgovarajuće oblasti.

Pravila recenzije nalažu da se rukopis šalje bez identifikacije autora. Autori treba da **posebno pripreme naslovnu stranu rukopisa** tako da sadrži naslov rada i osnovne podatke o autoru (ili autorima), uključujući prezime i ime, naučno zvanje i titulu, instituciju zaposlenja, adresu stanovanja, telefon i *e-mail* adresu autora sa kojim će se obavljati sva eventualna prepiska. Na prvoj stranici koja dolazi posle naslovne strane, potrebno je ponovo napisati naslov rada, razmak, zatim dati sažetak do 200 reči, na srpskom i engleskom jeziku. Ispod sažetka treba navesti do 10 ključnih reči. Tekst rada počinje na drugoj strani. Mole se autori da unutar teksta ili fusnota ne navode bilo kakve podatke na osnovu kojih bi moglo da se ustanovi ili prepozna autorstvo rada.

Radove pisati jezgrovito, razumljivim stilom i logičkim redom koji, po pravilu, uključuje: uvodni deo, cilj i metode istraživanja, razradu teme i zaključak. Za pisanje referenci koristiti APA (Priručnik za publikovanje, Američko psihološko društvo) međunarodni standard za pisanje referenci. Napomene tj. fusnote mogu sadržati dopunska objašnjenja ili komentare koji su u vezi sa tekstem.

Na kraju svakog naučnog članka obavezno je napisati Literaturu, odnosno, spisak korišćenih, tj. citiranih referenci po abecednom redu.

## **TEHNIČKO UPUTSTVO ZA FORMATIRANJE RADOVA**

### ***Rad treba da sadrži sledeće:***

1. Naslov rada (ne više od 10 reči) na srpskom i engleskom jeziku, centrirano.
2. Podnaslov (opciono) na srpskom i engleskom jeziku.
3. Podaci o autorima: prezime, ime (u fusnoti institucija zaposlenja, adresa, telefon i e-mail).
4. Apstrakt rada maksimalne dužine do 200 reči na srpskom i engleskom jeziku.
5. Ključne reči (ne više od 10) na srpskom i engleskom jeziku.
6. Tekst rada na srpskom ili engleskom, maksimalnog obima 16 stranica, uključujući tabele, slike, grafikone, literaturu i ostale priloge.
7. Bibliografiju.

### ***Uputstvo za oblikovanje teksta:***

1. Rad treba pripremiti pomoću tekst procesora Word.
2. Format stranice: A4
3. Sve margine: 25 mm
4. Font: latinični, Times New Roman, veličine 12 pt., (važi za sve podnaslove, nazive tabela, slika, sažetak, ključne reči), sa proredom 1,5. Sažetak (Abstract) kucati *italic*. Naslov rada 14 pt. bold, fusnote 10 pt.
5. Nazivi tabela, slike treba da su numerisani arapskim brojevima. Slike, ilustracije, sheme potrebno je priložiti u jednom od formata: jpg ili tiff formatu, rezolucije 300 dpi (minimalno!), crno-bele (grayscale). Ako ima vektorskih crteža (grafikona, shema, blok dijagrami), oni bi trebalo da budu u ai, eps ili cdr formatu, isto crno-bele. Za tekst u slikama, ilustracijama i shemama poželjno je koristiti font Arial, veličine 9 pt.
6. Za listu referenci i citate dato je posebno uputstvo.

### ***1. Lista referenci:***

U referencama se izvori kao što su: knjiga, članak u časopisu ili internet stranica, navode detaljno tako da čitaoci mogu da ih identifikuju i konsultuju. Reference se stavljaju na kraju rada, a izvori se navode po abecednom redu: (a) po prezimenu autora ili (b) po na-

slovima ako nije poznato ime autora. Više izvora jednog autora prikazuju se hronološkim redom, npr.:

Bandin, T. (1995).

Bandin, T. (1998).

Bandin, T. (2000).

## **A. Knjige, brošure, poglavlja iz knjige, enciklopedijske odrednice, recenzije**

### **Osnovni format za knjige**

Autor, S. I. (godina izdavanja). *Naslov dela*, Mesto izdavanja, Izdavač

### **Jedan autor**

Carić, S. (2007). *Bankarski poslovi i hartije od vrednosti*, Novi Sad, Privredna akademija

### **Jedan autor, novo izdanje**

Vunjak, M. N. (2008). *Finansijski menadžment: Poslovne finansije* (7. izd.). Subotica, Proleter A.D. Bečej, Ekonomski fakultet

### **Dva autora**

Van Horn, J. C., Wachowicz, J. M. JR. (2007). *Osnovi finansijskog menadžmenta* (12. izd.). Beograd, DATA STATUS

### **Tri do šest autora**

Ljubojević, K., Dimitrijević, M., Mirković, D., Tanasijević, V. i Perić, O. (2006). *Importance of software testing*, Subotica, Ekonomski fakultet

### **Bez autora**

*Publication Manual of the American Psychological Association* (Fourth Edition). (1994). Washington, D.C., American Psychological Association

### **Bez autora, ima samo urednika, editora, ed.**

Cattell, R.B. (Ed.). (1966). *Handbook of Multivariate Experimental Psychology*, Chicago, Rand McNally & Company.

### **Navođenje neobjavljenih radova (doktorska disertacije, magistarski radovi i drugi neobjavljeni radovi)**

Jovanović, M. (2009). *Investicioni instrumenti u bankarskom poslovanju*. Magistarski rad, Novi Sad, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment.

Ignjatijević, S. (2011). *Komparativne prednosti agrara Srbije u spoljnoj trgovini*, Doktorska disertacija, Novi Sad, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment.

### **Poglavlje u knjizi**

**Prezime, inicijal imena. (Godina). Naslov poglavlja. U inicijal imena urednika prezime urednika (ur.), Naslov knjige (str. Prva strana poglavlja-poslednja strana poglavlja). Mesto, Izdavač.**

Momirović, K., Bala, G. i Hošek, A. (2002). Taksonomska struktura nekih simptoma aberantnog ponašanja dece od 4 do 7 godina. U: K. Momirović i D. Popović (ur.), *Psihopatija i kriminal* (str. 125-142). Leposavić, Univerzitet u Prištini, Centar za multidisciplinarna istraživanja Fakulteta za fizičku kulturu.

## **B. Časopisi i ostale periodične publikacije**

### **Članak u časopisu, jedan autor**

**Prezime, inicijal imena. (Godina). Naslov. Naziv časopisa, volumen, (broj), prva strana članka-poslednja strana članka.**

Schneider, F. (2005). Shadow economies around the world: what do we really know?. *European Journal of Political Economy*, 21(3), 598-642

### **Članak u časopisu, dva autora**

Hill, M., & Hupe, P. (2007). Street-level bureaucracy and public accountability. *Public Administration*, 85 (2), 279-299.

### **Članak u časopisu, tri do šest autora**

Vunjak, N., Čurčić, U., Simetić, R. i Davidović, M. (2008). Korporativne performanse banke. *Anali*, 19, 175-182.

### **Članak u časopisu, više od šest autora**

Ljubojević, K., Dimitrijević, M., Mirković, D., Tanasijević, V., Perić, O., Jovanov, N. et al. (2005). Putting the user at the center of software testing activity. *Management Information Systems*, 3 (1), 99-106.

### **Saopštenje u zborniku konferencije, simpozijuma ili kongresa ili prilog iz Enciklopedije) Inicijali prezimena autora, godina, naslov rada, naziv simpozijuma, strane, mesto izdavanja, izdavač.**

Veselinović, B., Ševarlić, M., Nikolić M.(2007). Long term-trends in Serbian Agriculture. *Trends in the Development of European Agriculture* (617-622), Temisoara, The Faculty of Agriculture of the Agricultural and Veterinary University of the Banat

### **Ukoliko koristite izvor sa interneta (Naslov strane, datum preuzimanja podataka, sajt)**

1. Ministarstvo za nauku i tehnološki razvoj (2010, Januar 20), Lista časopisa za društvene nauke, Preuzeto sa [http://www.nauka.gov.rs/cir/index.php?option=com\\_content&task=view&id=930&Itemid](http://www.nauka.gov.rs/cir/index.php?option=com_content&task=view&id=930&Itemid)
2. Ekonomija u Wikipediji (2010, Februar 02), Preuzeto sa: <http://bs.wikipedia.org/wiki/Ekonomija>

## **CITATI IZ IZVORA U TEKSTU RADA**

### **Citati**

Ukoliko se izvor citira doslovce, navodi se ime autora, godina izdanja i stranica sa koje je citat preuzet (sa naznakom „str.”)



Citat se uvodi frazom koja sadrži autorovo prezime, a iza njega se stavlja godina objavljivanja u zagradama.

Po Mirkoviću (2001), „primena skladišta...” (str. 201) ili Mirković (2001) smatra da „primena skladišta...” (str. 201).

Ukoliko se u uvodnoj fazi ne imenuje autor, na kraj citata se stavlja autorovo prezime, godina izdanja i broj stranice u zagradama.

### **Rezime ili parafraza**

Po Vunjaku (2008), elastičnost finansijskog menadžmenta se ispoljava u sposobnosti pribavljanja jeftinijeg dopunskog kapitala, (str. 32).

Elastičnost finansijskog menadžmenta se ispoljava u sposobnosti pribavljanja jeftinijeg dopunskog kapitala (Vunjak, 2008, str. 32)

### **Jedan autor**

Babović (2009) upoređuje strukturu pristupa ...

### **Dva autora**

Uvek se navode dva prezimena

U jednom drugom istraživanju (Babović i Lazić, 2008) zaključuju da se ...

U engleskom tekstu se (veznik *i*) označava sa „&”

### **Tri do pet autora**

Prvi put se navode imena svih autora. Kod narednih navoda, navodi se prezime prvog autora, iza koga se stavlja „i sar.” a u engleskom tekstu „et al.”

(Babović, Veselinović, Carić, Đorđević i Ćirić, 2011)

### **Šest ili više autora**

U uvodnoj frazi navodi se prezime prvog autora ili u zagradi

Carić i sar. (2010) tvrde da...

...nije relevantna (Carić i sar., 2011)

Kada se navodi više od jednog dela istog autora:

(Bandin, 2005, 2007)

Kada je više od jednog dela istog autora objavljeno iste godine, navode se sa slovima a, b, c itd.

(Bandin, 2006a, 2006b, 2006c)

Ukoliko niste pročitali originalno delo navodi se autor koji vas je uputio na isto:

Bergsonovo istraživanje (pomenuto kod Mirkovića i Boškova, 2006).

Kod citata se uvek navode stranice:

(Mirković, 2006, str. 12)

Kod korišćenja delova

(Carić, 2008, pogl. 3)

(Carić, 2008, str. 231–258)

### **Neimenovan autor**

Ukoliko delo nije autorizovano, izvor se navodi po naslovu u uvodnoj frazi, ili se prve jedna do dve reči stave u zagradu. Naslovi knjiga i izveštaja se pišu kurzivom, dok se naslovi članaka i poglavlja stavljaju u navodnike.

Slična anketa je sprovedena u jednom broju organizacija koje imaju stalno zaposlene menadžere baze podataka („Limiting database access”. 2005).

### **FUSNOTE**

Ponekad se neko pitanje pokrenuto u tekstu mora dodatno obraditi u fusnotama, u kojima se dodaje nešto što je u indirektnoj vezi sa temom, ili se daju dodatne tehničke informacije.

Fusnote se numerišu eksponentom, arapskim brojevima na kraju rečenice.

Pored toga što na adresu mogu da šalju rukopise, potencijalni autori mogu na istu adresu [redakcija@fimek.edu.rs](mailto:redakcija@fimek.edu.rs) da upute i upite u vezi sa odlukom o (ne)objavljivanju tekstova i sa fazom do koje je tekst stigao u redakcijskoj proceduri.

---

## **GUIDELINES FOR AUTHORS ON WRITING AND PREPARING MANUSCRIPTS FOR SUBMISSION**

“Economics – Theory and Practice” presents an internationally oriented journal which aims to publish papers from the broad fields of economics and economic affairs. The journal publishes papers in Serbian and English language and is open to all kinds of argumentative writing. Empirical studies and theoretical analyses of economic issues from all areas of economics are equally important and will be published provided that, in the opinion of reviewers and the editor, they meet the set criteria in terms of subject relevance and level of expertise.

### **SUBMISSION OF MANUSCRIPTS**

Authors can submit manuscripts, in the electronic form ONLY to the following e-mail address: [redakcija@fimek.edu.rs](mailto:redakcija@fimek.edu.rs) or by mailing paper versions to: Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment, Novi Sad, Cvećarska 2, Srbija, clearly marked as follows: “Za redakciju časopisa Ekonomija- teorija i praksa”. The manuscripts will be considered for publishing on the condition that they have not been offered to any other journals, while works written by multiple authors can be published only if all of the contributing authors give their consent for publication. Provided that a manuscript has been accepted for publication, the editor reserves all further reproduction rights. All points of view expressed in papers are held as the sole responsibility of authors. The editor, reviewers or the publisher do not assume responsibility for the expressed viewpoints in the papers.

Manuscripts must be in accordance with the basic technical and stylistic criteria. Disregard of the mentioned criteria can result in non-acceptance of the manuscript, request for further paper adjustments or delayed publication (When paper versions of manuscripts are mailed, with an identical copy available in electronic format, texts must be printed as single-sided, with double spacing, using the A4 paper size. All pages, except for the cover need to have proper pagination). Manuscripts in electronic format, just like their paper versions, need to be typed correctly and without typing errors, as MS Word documents, including all tables and charts intended for illustration. The editorial board will send all manuscripts to the selected expert reviewers for the respective fields

Rules are such that a manuscript has to be sent to reviewers without the author's identity. Authors need to pay special attention to the content of the manuscript cover, so that it contains the title of the paper and most important facts about the author(s), including first and last name, academic degree and title, affiliation, address and contact telephone and e-mail address of the author for further correspondence. The first page coming right after the cover has to contain once again the title of the paper, followed

by spacing and then an abstract not exceeding 200 words in Serbian and English. Below the abstract, authors have to supply up to 10 key words. The text of the paper starts from page two. Authors are kindly asked not to mention any personal details/facts within the text or footnotes that might reveal the identity of authors.

Papers should be written clearly, concisely, and presented in a logical sequence, assuming the introductory part, objectives and research methods, body of the paper and conclusion. When writing references, authors need to use the internationally recognized APA standard. Footnotes can contain further explanations and comments related to the text.

At the end of each scientific paper, authors need to provide a list of used Literature, i.e. the cited references in alphabetical order.

## **TECHNICAL GUIDELINES FOR FORMATTING MANUSCRIPTS**

### ***Each paper/article should contain the following elements:***

1. Title (not more than 10 words) in Serbian and English, centered.
2. Subtitle (optional) in Serbian and English.
3. Information about authors: last name, first name (in footnote- place of work, address, telephone and e-mail.
4. Paper abstract- maximum length up to 200 words, in Serbian and English.
5. Key words (not more than 10) in Serbian and English.
6. Text in Serbian and English, maximum 16 pages, including tables, pictures, graphs, literature and other appendices.
7. Bibliography.

### ***Guidelines for text formatting:***

1. Text should be written using MS Word.
2. Page format: A4
3. All margins: 25 mm
4. Font: Latin, Times New Roman, Font size 12 pt., (applies to all subtitles, table titles, pictures, abstract, key words), with spacing of 1.5. Abstract should be written in *italic*. Paper title: 14 pt. bold, footnotes: 10 pt.
5. Table titles, pictures should be marked with Arabic numbers. Pictures, illustrations and schemes should be submitted in jpg or tiff format, in resolution 300 dpi (minimum!), black and white (grayscale). If there is any vector graphics included (graphs, schemes or block diagrams, it should be in ai, eps or cdr format, black and white again. For text inside pictures, illustrations and schemes, it is suggested to use font type Arial, size 9 pt.
6. For reference list and quotations separate guidelines are given.

## **Reference list:**

Sources such as: book, article from a journal, or web page are cited in such detailed manner that readers can easily identify and consult them, if necessary. Reference list is supplied at the end of the paper and sources are listed in alphabetical order: (a) by author's last name or (b) titles- if author's identity is unknown. More sources by the same author are presented in chronological order, e.g.:

Bandin, T. (1995).

Bandin, T. (1998).

Bandin, T. (2000).

## **Books, brochures, book chapters, encyclopedia entries, reviews**

### **The main format for books**

Author, S. I. (year of publishing). *Title*, Place of publishing, Publisher

### **One author**

Čarić, S. (2007). *Bankarski poslovi i hartije od vrednosti*, Novi Sad, Privredna akademija

### **One author, new edition**

Vunjak, M. N. (2008). *Finansijski menadžment: Poslovne finansije* (7<sup>th</sup> edition). Subotica, Proleter A.D. Bečej, Ekonomski fakultet

### **Two authors**

Van Horn, J. C., Wachowicz, J. M. JR. (2007). *Osnovi finansijskog menadžmenta* (12<sup>th</sup> edition). Beograd, DATA STATUS

### **Three to six authors**

Ljubojević, K., Dimitrijević, M., Mirković, D., Tanasijević, V. i Perić, O. (2006). *Importance of software testing*, Subotica, Ekonomski fakultet

### **Without author**

*Publication Manual of the American Psychological Association* (Fourth Edition). (1994). Washington, D.C., American Psychological Association

### **Without author, has only editor, ed.**

Cattell, R.B. (Ed.). (1966). *Handbook of Multivariate Experimental Psychology*, Chicago, Rand McNally & Company.

### **Citing unpublished papers (doctoral dissertations, master's theses and other unpublished works)**

Jovanović, M. (2009). *Investicioni instrumenti u bankarskom poslovanju*. Master's Thesis, Novi Sad, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment.

Ignjatijević, S. (2011). *Komparativne prednosti agrara Srbije u spoljnoj trgovini*, Doctoral dissertation, Novi Sad, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment.

### **Book chapter**

Last name, First name initial. (Year). Title of the chapter. In: Initial of the first name of editor.

**Last name of editor (Ed.), *Title of the book* (p. first page of the chapter- last page of the chapter). Place of publishing, Publisher.**

Momirović, K., Bala, G. i Hošek, A. (2002). Taksonomska struktura nekih simptoma aberantnog ponašanja dece od 4 do 7 godina. In: K. Momirović i D. Popović (Ed.), *Psihopatija i kriminal* (p. 125-142). Leposavić, Univerzitet u Prištini, Centar za multidisciplinarna istraživanja Fakulteta za fizičku kulturu.

### ***Journals and other periodicals:***

#### **Article from a journal, single author**

Last name, first name initial. (Year). Title. *Name of the journal*, volume, (number), first page of the article- last page of the article.

Schneider, F. (2005). Shadow Economies Around the World: What do we really know?. *European Journal of Political Economy*, 21(3), 598-642

#### **Article from a journal, two authors**

Hill, M., & Hupe, P. (2007). Street-level bureaucracy and public accountability. *Public Administration*, 85 (2), 279-299.

#### **Article from a journal, three to six authors**

Vunjak, N., Ćurčić, U., Simetić, R. i Davidović, M. (2008). Korporativne performanse banke. *Analiz*, 19, 175-182.

#### **Article from a journal, more than six authors**

Ljubojević, K., Dimitrijević, M., Mirković, D., Tanasijević, V., Perić, O., Jovanov, N. et al. (2005). Putting the user at the center of software testing activity. *Management Information Systems*, 3 (1), 99-106.

#### **Proceedings of conferences, symposiums or congresses or excerpts from encyclopedias**

**Author's last name initial, year, title of the paper, name of symposium, page numbers, place of publishing, publisher.**

Veselinović, B., Ševarlić, M., Nikolić M.(2007). Long term-trends in Serbian Agriculture. *Trends in the Development of European Agriculture* (617-622), Temisoara, The Faculty of Agriculture of the Agricultural and Veterinary University of the Banat

**If you use an Internet source (Title/Heading of the web-page, date of using the source, web-site)**

1. Ministarstvo za nauku i tehnološki razvoj (2010, January 20), Lista časopisa za društvene nauke, Taken from [http://www.nauka.gov.rs/cir/index.php?option=com\\_content&task=view&id=930&Itemid](http://www.nauka.gov.rs/cir/index.php?option=com_content&task=view&id=930&Itemid)
2. Ekonomija u Wikipediji (2010, February 02), Taken from: <http://bs.wikipedia.org/wiki/Ekonomija>

## **QUOTATIONS FROM SOURCES USED IN THE PAPER**

### **Quotations**

If a source is quoted word by word, it is necessary to give the author's name, year of publishing and page from which the quotation was taken (using "p.")

The quote is introduced by giving the author's last name, followed by the year of publishing in brackets.

According to Mirković (2001), "primena skladišta..." (p. 201) or Mirković (2001) believes that "primena skladišta..." (p. 201).

If the introducing phrase does not mention the author's name, the author's last name should be put at the end of the quotation, followed by the year of publishing and page number in brackets.

### **Summary or paraphrase**

According to Vunjak (2008), the elasticity of financial management is ....cheaper additional capital, (p. 32).

The elasticity of financial management is ....cheaper additional capital (Vunjak, 2008, p. 32)

### **One author**

Babović (2009) compares the structures of approaches...

### **Two authors**

Both last names have to be supplied

In another research (Babović and Lazić, 2008) it is concluded that...

In the English text (conjunction *and*) is marked as "&"

### **Three to five authors**

When mentioned for the first time, all the authors' names need to be supplied. In repeated quoting, the last name of the first author is supplied, followed by "et al."

(Babović, Veselinović, Carić, Đorđević i Ćirić, 2011)

### **Six or more authors**

In the introductory phrase, there has to be the last name of the first author, or in brackets

Carić et al. (2010) claim that...  
...is not relevant (Carić et al., 2011)

When more than one work by the same author are mentioned:  
(Bandin, 2005, 2007)

When more than one work by the same author were published the same year, they are marked with letters a, b, c etc.  
(Bandin, 2006a, 2006b, 2006c)

If you haven't read the original work, you should give the name of the author which referred you to the mentioned source:  
Bergson's research (mentioned by Mirković and Boškov, 2006).

Pages are always supplied in quotations:  
(Mirković, 2006, p. 12)

When quoting parts  
(Carić, 2008, ch. 3)  
(Carić, 2008, p. 231–258)

### **Unnamed author**

If a work has not been authorized, that source is mentioned by the introducing phrase, or with the first one or two words put in brackets.

Titles of books and reports are given in italic, while titles of articles and chapters are given under quotation marks.

A similar poll has been conducted in a number of organizations with database managers employed full-time ("Limiting database access". 2005).

## **FOOTNOTES**

Sometimes it is necessary to supply additional comments or explanations for certain issues mentioned in the text. This is done in the form of footnotes, which can be directly related to the topic or simply give some additional technical information.

Footnotes are marked with exponent in Arabic numbers at the end of the sentence.

Apart from mailing manuscripts, prospective authors can also use the same e-mail address (redakcija@fimek.edu.rs) to inquire about the decision on (non)publishing texts and progress in the process of processing manuscripts.

**The journal "Economics – Theory and Practice", ISSN 2217-5458 is the continuation of the "Anthology of academic papers", ISSN 1820-9165**



**Pretplata je 3.000 dinara po jednom primerku časopisa.  
Časopis izlazi kvartalno.  
Pretplata se može izvršiti na račun br.: 330-15003002-53**

