



**ULRICHSWEB™**  
GLOBAL SERIALS DIRECTORY

УДК: 33

ISSN 1450-7951

Online ISSN 2334-7570

---

ЧАСОПИС ЗА ПИТАЊА ЕКОНОМСКЕ ТЕОРИЈЕ И ПРАКСЕ  
MAGAZINE FOR ECONOMIC THEORY AND PRACTICE  
MATTERS

---

# ЕКОНОМСКИ ПОГЛЕДИ

## - ECONOMIC OUTLOOK -

Vol. 18, број 4



Косовска Митровица, 2016.

УДК: 33

ISSN 1450-7951

Online ISSN 2334-7570

---

**ЕКОНОМСКИ ПОГЛЕДИ**  
**ECONOMIC OUTLOOK**

---

ЧАСОПИС ЗА ПИТАЊА ЕКОНОМСКЕ ТЕОРИЈЕ И ПРАКСЕ  
MAGAZINE FOR ECONOMIC THEORY AND PRACTICE MATTERS

Vol. 18, број 4

Издавач:

Научно-истраживачки центар Економског факултета Универзитета у  
Приштини са привременим седиштем у Косовској Митровици  
(Колашинска 156, 38220 Косовска Митровица, Србија)

За издавача:

Проф. др Звездица Симић, декан

Главни и одговорни уредник:

Проф. др Иван Миленковић

Секретар редакционог одбора и техничка припрема:

дипл.инж. Срђан Милосављевић

Тираж: 300 примерака

Штампа: Кварк, Краљево

Рукописи на српском, руском и енглеском језику се достављају  
електронским путем на: [pogledi.eko@pr.ac.rs](mailto:pogledi.eko@pr.ac.rs) и подлежу анонимном  
рецензирању

*Manuscripts should be submitted in Serbian, Russian or English*

Часопис се налази на листи категоризованих часописа коју  
објављује Министарство просвете, науке и технолошког развоја  
Владе Републике Србије и тренутно има категорију **M52**

Часопис излази четири пута годишње и, осим у папирној верзији,  
излази и у електронској верзији

<http://www.ekonomskipogledi.pr.ac.rs>

## РЕДАКЦИОНИ ОДБОР (EDITORIAL BOARD)

**проф. др Љиљана Арсић**, Економски факултет у Косовској Митровици Универзитета у Приштини; **проф. др Иван Божовић**, Економски факултет у Косовској Митровици Универзитета у Приштини; **проф. др Јелена Божовић**, Економски факултет у Косовској Митровици Универзитета у Приштини; **проф. др Тања Вујовић**, продекан Економског факултета у Косовској Митровици Универзитета у Приштини; **Elena Gennadyevna Popkova, Ph.D.**, Department of FSBEI HPO, Volgograd State Technical University, Russia; **проф. др Мирјана Глигоријевић**, Економски факултет Универзитета у Београду; **проф. др Александар Доганић**, Економски факултет у Косовској Митровици Универзитета у Приштини; **Yuriy A. Doroshenko**, full doctor of economics, doctor of Science, full professor, Director of the Institute of Economics and Management, Belgorod University of Economy and Technological Sciences, Russia; **проф. др Звездан Ђурић**, Београдска пословна школа; **Manuela Epure, Ph.D.**, Spiru Haret University, Bucharest, Romania; **проф. др Радмила Јаничић**, Факултет организационих наука Универзитета у Београду; **проф. др Станислав Зекић**, Економски факултет у Суботици Универзитета у Новом Саду; **проф. др Новак Кондић**, декан Економског факултета Универзитета у Бањалуци, Република Српска, БиХ; **др Александар Костић**, Економски факултет у Косовској Митровици Универзитета у Приштини; **проф. др Слободан Лакић**, Економски факултет Универзитета Црне Горе, Подгорица, Црна Гора; **проф. др Мирјана Маљковић**, Економски факултет у Косовској Митровици Универзитета у Приштини; **др Драгић Марић**, Економски факултет у Косовској Митровици Универзитета у Приштини;

**проф. др Срећко Милачић**, ректор Универзитета у Приштини, Економски факултет у Косовској Митровици; **проф. др Драгана Миленковић**, Економски факултет у Косовској Митровици Универзитета у Приштини; **проф. др Славомир Милетић**, Економски факултет у Косовској Митровици Универзитета у Приштини; **проф. др Јован Митровић**, Економски факултет у Косовској Митровици Универзитета у Приштини; **проф. др Радмила Мицић**, Економски факултет у Косовској Митровици Универзитета у Приштини; **проф. др Пеце Недановски**, Економски факултет, Универзитет „Св.Кирил и Методиј“ у Скопљу, Македонија; **проф. др Саша Обрадовић**, Економски факултет Универзитета у Крагујевцу; **проф. др Владан Павловић**, Економски факултет у Косовској Митровици Универзитета у Приштини; **проф. др Кирил Постолов**, Економски факултет Универзитета „Св.Кирил и Методиј“ у Скопљу, Македонија; **проф. др Небојша Стошић**, Економски факултет у Косовској Митровици Универзитета у Приштини; **Viktoria Ivanovna Tinyakova, Ph.D.**, Faculty of Economics, Voronezh Economic University, Russia; **проф. др Славиша Трајковић**, продекан Економског факултета у Косовској Митровици Универзитета у Приштини; **проф. др Никола Фабрис**, Економски факултет Универзитета у Београду и Главни економиста Централне банке Црне Горе; **проф. др Хасан Ханић**, декан Београдске банкарске академије; **Julian Z. Schuster (Жељан Шустер), Ph.D.**, Provost, Senior Vice President and Chief Operating Officer at Webster University, U.S.A.; **др Сандра Стојадиновић Јовановић**, Економски факултет Универзитета у Београду;

**РЕЦЕНЗИОНИ ОДБОР – REFEREE COMMITTEE**  
**Домаћи рецензиони одбор часописа „Економски погледи“**  
**National Referee Committee of the Magazine “Economic Outlook”**

**проф. др Слободан Аћимовић**, Економски факултет Универзитета у Београду; **проф. др Софија Аџић**, Економски факултет у Суботици Универзитета у Новом Саду; **проф. др Бранко Баљ**, Економски факултет у Суботици Универзитета у Новом Саду; **проф. др Јелена Бировљев**, продеканка Економског факултета у Суботици Универзитета у Новом Саду; **проф. др Предраг Бјелић**, Економски факултет Универзитета у Београду; **др Јасмина Богићевић**, Економски факултет Универзитета у Крагујевцу; **проф. др Саша Бошњак**, продекан Економског факултета у Суботици Универзитета у Новом Саду; **проф. др Петар Веселиновић**, Економски факултет Универзитета у Крагујевцу; **др Марија Вуковић**, Висока пословна школа струковних студија, Нови Сад; **проф. др Емилија Вуксановић**, Економски факултет Универзитета у Крагујевцу; **академик Ненад Вуњак**, декан Економског факултета у Суботици Универзитета у Новом Саду; **проф. др Владимир Вучковић**, Факултет за међународну економију Мегатренд универзитета, Београд; **др Дејан Брцанов**, Економски факултет у Суботици Универзитета у Новом Саду; **проф. др Љиљана Дмитровић Шапоња**, Економски факултет у Суботици Универзитета у Новом Саду; **проф. др Даница Дракулић**, Економски факултет у Суботици Универзитета у Новом Саду; **проф. др Дејан Ерић**, Београдска банкарска академија; **проф. др Вера Зеленовић**, Економски факултет у Суботици Универзитета у Новом Саду и Регионална привредна комора Нови Сад; **проф. др Дејан Јакшић**, Економски факултет у Суботици Универзитета у Новом Саду; **проф. др Душан Јоксимовић**, Факултет за компјутерске науке Универзитета Мегатренд, Београд; **проф. др Славица Јоветић**, Економски факултет Универзитета у Крагујевцу; **проф. др Горанка Кнежевић**, Пословни факултет Универзитета Сингидунум, Београд; **проф. др Снежана Кнежевић**, Факултет организационих наука Универзитета у Београду; **проф. др Оскар Ковач**, Факултет за међународну економију Мегатренд универзитета, Београд; **проф. др Љубица Комазец**, Економски факултет у Суботици Универзитета у Новом Саду; **проф. др Јелена Кочовић**, Економски факултет Универзитета у Београду; **проф. др Борко**

**Крстић**, Економски факултет Универзитета у Нишу; **др Исидора Љумовић**, Економски институт у Београду; **проф. др Ерика Малешевић**, Факултет техничких наука Универзитета у Новом Саду; **проф. др Марко Маловић**, Институт економских наука, Београд; **др Слободан Марић**, Економски факултет у Суботици Универзитета у Новом Саду; **проф. др Јово Медојевић**, Природно-математички факултет у Косовској Митровици Универзитета у Приштини; **др Кристина Мијић**, Економски факултет у Суботици Универзитета у Новом Саду; **проф. др Наташа Миленковић**, Универзитет Мегатренд, Београд; **проф. др Гордана Миловановић**, Економски факултет Универзитета у Крагујевцу; **проф. др Дејан Миљковић**, Факултет за међународну економију Мегатренд универзитета, Београд; **проф. др Саша Муминовић**, научни сарадник Економског института, Београд; **проф. др Оља Мунитлак Ивановић**, Институт економских наука, Београд; **др Горан Николић**, Институт за европске студије, Београд; **проф. др Благоје Новићевић**, Економски факултет Универзитета у Нишу; **проф. др Раде Поповић**, Економски факултет у Суботици Универзитета у Новом Саду; **проф. др Гордана Радосављевић**, Економски факултет Универзитета у Крагујевцу; **проф. др Бранко Ракита**, Економски факултет Универзитета у Београду; **др Владимир Ристановић**, Факултет за међународну економију Мегатренд универзитета, Београд; **проф. др Лидија Ромић**, Економски факултет у Суботици Универзитета у Новом Саду; **проф. др Мирко Савић**, Економски факултет у Суботици Универзитета у Новом Саду; **проф. др Мартон Сакал**, Економски факултет у Суботици Универзитета у Новом Саду; **проф. др Отилија Седлак**, Економски факултет у Суботици Универзитета у Новом Саду; **др Агнеш Славић**, Економски факултет у Суботици Универзитета у Новом Саду; **проф. др Симо Стевановић**, Пољопривредни факултет Универзитета у Београду; **проф. др Видоје Стефановић**, Природно-математички факултет Универзитета у Нишу; **др Сандра Стојадиновић Јовановић**, Економски факултет Универзитета у Београду; **проф. др Томислав Сударевић**, Економски факултет у Суботици Универзитета у Новом Саду; **др**

**Леонас Толваишис**, Факултет за европске правно-политичке студије, Нови Сад; **проф. др Славица Томић**, Економски факултет у Суботици Универзитета у Новом Саду; **проф. др Ана Трбовић**, декан ФЕФА, Београд; **проф. др Нада Тривић**, Економски факултет у Суботици Универзитета у Новом Саду; **проф. др Пере Тумбас**, Економски факултет у Суботици Универзитета у Новом Саду; **проф. др Винка Филиповић**,

Факултет организационих наука Универзитета у Београду; **проф. др Сања Филиповић**, Економски институт, Београд; **академик Олга Хацић**, Природно-математички факултет Универзитета у Новом Саду; **проф. др Миленко Целетовић**, Телеком д.о.о; **проф. др Ласло Шереш**, продекан Економског факултета у Суботици Универзитета у Новом Саду;

**Међународни рецензциони одбор часописа „Економски погледи“**  
**International Referee Committee of the Magazine “Economic Outlook”**

**Elena Sergeevna Akopova, Ph.D.**, Rostov State University of Economics, Russia; **Cristina Barna, Ph.D.**, University of Bucharest & Vice-President of Pro Global Science Association, Romania; **др Драгана Башић**, Економски факултет Универзитета у Бањалуци, Република Српска, БиХ; **Ieva Brence, Ph.D.**, University College of Economics and Culture, Riga, Latvia; **prof. dr. sc. Маријан Цингула**, Економски факултет Свеучилишта у Загребу, Хрватска; **Mohamad Naim Chaker, Ph.D.**, Head of Finance Department & MBA Coordinator, College of Business Administration, Ajman University of Science and Technology, United Arab Emirates (UAE); **Jeff French, Ph.D.**, Visiting Professor at Brunel University & Brighton University and a Fellow at Kings College University of London, U.K.; **dr. sc. Теа Гоља**, Одјел за економију и туризам „др. Мијо Мирковић” Свеучилишта Јурја Добриле у Пули, Хрватска; **Amitabh Gupta, Ph.D.**, University of Delhi, India; **Wim Heijman, Ph.D.**, Head of Department, Wageningen University, the Netherlands; **проф. др Ратимир Јовићевић**, Montenegro Business School Универзитета „Медитеран“ у Подгорици, Црна Гора; **prof. dr. sc. Љубо Јурчић**, Економски факултет Свеучилишта у Загребу, Хрватска; **prof. dr. sc. Зденко Клепић**, Економски факултет Свеучилишта у Мостару, БиХ; **проф. др Милован Крњајић**, School of Mathematics, Statistics & Applied Mathematics, National University of Ireland, Galway, Ireland; **dr. sci. Сенада Куртановић**, ванредни професор Економског факултета Универзитета у Бихаћу, БиХ; **dr. sci. Сафет Куртовић**, ванредни професор Економског факултета у Мостару Универзитета „Демал Биједић“, БиХ; **Harold Lopez, A., Ph.D.**, Economaiu Negocios, Universidad de Chile, Santiago, Chile; **проф. др Лидија Пулевска**

**Ивановска**, Економски факултет Универзитета Св.Кирил и Методиј, Скопље, Македонија; **Camelia Oprean, Ph.D.**, Faculty of Economics, University Lucian Blaga of Sibiu, Romania; **Viktoriya Ostravskaya, Ph.D.**, North-Caucasian Federal University, Stavropol, Russia; **др Дарко Пантелић**, Jönköping University, Sweden; **проф. др Миленко Поповић**, Montenegro Business School Универзитета „Медитеран“ у Подгорици, Црна Гора; **д-р Благница Ризоска Тулов**, Euro College, University Studies, Куманово, Македонија; **Victoria N. Ryapukhina, Ph.D.** (econom), Assistant Professor, Belgorod University of Economy and Technological Sciences, Russia; **Irina A. Somina, Ph.D.** (econom), Belgorod University of Economy and Technological Sciences, Russia; **Luz Stenberg, Ph.D.**, Australian Institute of Higher Education, Sydney, Australia; **Suzanne Suggs, Ph.D.**, Institute of Public Communication, University of Lugano, Switzerland; **Prof. Ing. Viola Šebestíková, CSc.**, VŠB-TU Ostrava, Czech Republic; **др Јелена Тривић**, Економски факултет Универзитета у Бањалуци, Република Српска, БиХ; **Ekatarina Volkova, Ph.D.**, Luxembourg; **проф. др Мирко Кулић**, ректор Европског универзитета, Дистрикт Брчко, БиХ.



## САДРЖАЈ / CONTENT

### **Оригинални научни радови / Original scientific papers**

|                                                                                                                                           |           |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| Славица Томић, Ксенија Лековић, Стојанка Дакић<br><b>КВАНТИТАТИВНА АНАЛИЗА ЛОЈАЛНОСТИ<br/>ПОТРОШАЧА ТУРИСТИЧКОЈ ДЕСТИНАЦИЈИ .....</b>     | <b>1</b>  |
| <i>Slavica Tomić, Ksenija Leković, Stojanka Dakić</i><br><i>QUANTITATIVE ANALYSIS OF CONSUMER LOYALTY<br/>TO THE TOURIST DESTINATION</i>  |           |
| Дамир Марковић<br><b>ЗНАЧАЈ ЕДУКАЦИЈЕ И ПРОМОЦИЈЕ ЗА УЛАГАЊА<br/>У ИНВЕСТИЦИОНЕ ФОНДОВЕ.....</b>                                          | <b>11</b> |
| <i>Damir Marković</i><br><i>IMPORTANCE OF EDUCATION AND PROMOTION FOR<br/>INVESTMENTS INTO INVESTMENT FUNDS</i>                           |           |
| Жељко Миловановић, Милан Стојановић<br><b>ВИШЕКРИТЕРИЈУМСКА АБЦ КЛАСИФИКАЦИЈА ПРОИЗВОДА<br/>НА ПРИМЕРУ ПРЕДУЗЕЋА „ФОРМА ИДЕАЛЕ“ .....</b> | <b>23</b> |
| <i>Željko Milovanović, Milan Stojanović</i><br><i>MULTICRITERIA ABC CLASSIFICATION OF PRODUCT IN CASE<br/>OF COMPANIES "FORMA IDEALE"</i> |           |

### **Стручни радови / Professional articles**

|                                                                                                  |           |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| Ахмедин Лекпек<br><b>РИЗИЧНИ КАПИТАЛ И ПРЕПРЕКЕ ЗА ЊЕГОВО УЛАГАЊЕ.....</b>                       | <b>37</b> |
| <i>Ahmedin Lekpek</i><br><i>VENTURE CAPITAL AND OBSTACLES TO THE VENTURE CAPITAL INVESTMENTS</i> |           |
| Александра Ракита<br><b>ПОКАЗАТЕЉИ ПОСЛОВАЊА БЕОГРАДСКЕ БЕРЗЕ .....</b>                          | <b>53</b> |
| <i>Aleksandra Rakita</i><br><i>PERFORMANCE INDICATORS OF THE BELGRADE STOCK EXCHANGE</i>         |           |
| <b>УПУТСТВО ЗА ПИСАЊЕ РАДА .....</b>                                                             | <b>67</b> |
| <i>INSTRUCTIONS FOR AUTHORS</i>                                                                  |           |





## КВАНТИТАТИВНА АНАЛИЗА ЛОЈАЛНОСТИ ПОТРОШАЧА ТУРИСТИЧКОЈ ДЕСТИНАЦИЈИ

### QUANTITATIVE ANALYSIS OF CONSUMER LOYALTY TO THE TOURIST DESTINATION

Славица Томић<sup>1</sup>

Економски факултет у Суботици, Универзитет у Новом Саду, Србија

Ксенија Лековић

Економски факултет у Суботици, Универзитет у Новом Саду, Србија

Стојанка Дакић

Економски факултет у Суботици, Универзитет у Новом Саду, Србија

**Сажетак:** Туризам обухвата комбинацију различитих феномена који се манифестују пре, током и након туристичког путовања. У условима интензивне конкуренције маркетинг оријентисане компаније треба да су фокусиране на изградњу и одржавање дугорочних односа са својим потрошачима. Задовољан потрошач представља вредну имовину у туризму а поновљена куповина (враћање на туристичку дестинацију) као димензија лојалности представља основну претпоставку одржавања односа у будућности. На основу истраживања презентованог у раду чији је предмет туристичка тражња на територији Војводине, настоје се идентификовати фактори који утичу на лојалност туриста туристичкој дестинацији. Лојалност се посматрала кроз призму враћања туриста већ посећеној туристичкој дестинацији при чему бројни фактори утичу при избору исте. У раду је анализиран утицај социо-демографских фактора те је постављена полазна хипотеза  $H_0$ : Социо-демографски фактори утичу на лојалност потрошача у туризму. Узорак је чинило 1 117 испитаника доби од 16 до 84 године. У анализи прикупљених података примењена је дескриптивна статистичка анализа и бинарна логистичка регресија. Предикторске варијабле примењене у истраживању односиле су се на пол, узраст, породични статус и ниво образовања испитаника.

**Кључне речи:** лојалност потрошача, туризам, туристичка дестинација, логистичка регресија

**Abstract:** Tourism includes a wide combination of phenomena that occur before, during and after the tourist travel. In terms of the intense competition, marketing-oriented companies should be focused on building and maintaining long-term relationships with its consumers. Satisfied consumer is a "valuable asset" in tourism and the intention to repeat purchase (returning to the tourist destination) as one of the dimensions of loyalty is a basic assumption of maintaining relations in the future. Based on the survey, presented in this paper, about the tourist demand in Vojvodina, the authors try to identify factors that make influence on consumer loyalty to the tourist destination. Loyalty is observed through the prism of returning to a specific tourist destination. In this paper the impact of socio-demographic factors was analyzed and hypothesis  $H_0$  was set: Socio-demographic factors influence consumer loyalty in tourism. The sample included 1 117 respondents aged 16-84 years. In order to assess predictions of tourists'

<sup>1</sup> tomics@ef.uns.ac.rs

*returning to the destination, logistic regression model was built. Variables such as gender, level of education, age of respondent, family status were used as predictors.*

**Keywords:** *consumer loyalty, touri*

## УВОД

Туризам је постао један од главних покретача социо-економског прогреса у свету. У прилог томе говори податак да је туризам, посматрајући приходе од извоза, рангиран одмах након нафтне и хемијске индустрије а пре прехранбене и аутомобилске, те је као такав постао „друштвено-економска активност која је, условно речено, прерасла у најјачу индустрију у свету“ (Бартолуци, Кесар и сар., 2011, стр. 36).

Према подацима Светске туристичке организације број учесника у међународном туризму је у 2015. години порастао за 4,4% у односу на претходну годину и достигао је број од 1,184 милиона (UNWTO Tourism Highlights, 2016 Edition).

Уз многобројне традиционалне туристичке дестинације широм Европе и Северне Америке јављају се нове, атрактивне дестинације привлачне великом броју туриста.

Током последње деценије навике туриста, њихова очекивања као и одабир туристичке дестинације су се значајно промениле. Ове промене утичу на прилагођавање туристичких дестинација новим трендовима на тржишту и изградњи дугорочних односа са потрошачима (туристима).

Савремени туристи су софистицирани, траже нова аутентична искуства што доприноси смањењу лојалности, односно враћању истој туристичкој дестинацији. Промене у понашању туриста огледају се кроз индивидуализиранији приступ одабиру дестинације, развој свести ка аутентичним и практичним путовањима те учесталим променама дестинација.

Маркетинг оријентисане компаније у туризму све више се усмеравају на развој дугорочних односа са својим потрошачима и на стварање прилагођене вредности за своје потрошаче. Тако се један од главних циљева маркетиншких акција огледа у повећању лојалности и одржавању континуираних односа са потрошачима (Moliner-Velazquez, Gil-Saura, Ruiz-Molina, 2011).

## 1. ПРЕГЛЕД ЛИТЕРАТУРЕ

Обухватајући широк сплет појава туризам у својој реализацији задире не само у економски, већ и у еколошки, социјални али и психолошки аспект живота сваког потрошача.

Путовање је, са једне стране, постало део стила живота док, са друге стране, туристи очекују више од свог одмора. Туриста (потрошач) настоји да заборави оно што се догађа у свакодневном животу те се може закључити да је туристичко тржиште превасходно тржиште људским емоцијама и њиховим променљивим склоностима (Миленковић, 2009, стр. 264) Тако је и циљ туристичког путовања доживљај као унутрашње стање изазвано нечим што је потрошач лично доживео. При томе, савремени туристи не траже масовни асортиман већ јединствену туристичку понуду односно висококвалитетан производ у складу са личним преференцијама и очекивањима. Због тога је задатак сваке маркетинг оријентисане компаније која послује на туристичком тржишту испунити очекивања туриста или их премашити (Драгићевић, Летунић, 2008, стр. 153). Другим речима према аутору Бартолуци то значи извршити „трансформацију туристичког производа намењеног масовном тржишту ка туристичком производу високе вредности за диференцирано туристичко тржиште“ (2013, стр. 87). Слично, аутори Mendes, Valle, Guerreiro, Silva (2010) наводе да се основни задатак маркетинг и дестинацијских менаџера огледа у разумевању нивоа сатисфакције туриста и усклађивању понуде истим.

Ако се пође од претпоставке како је туристичка активност (путовање) део подсвести и жеља потрошача (туриста) следи да је туристичка мотивација понашање потрошача који се укључује у туристичку активност са циљем задовољења неке туристичке потребе. При томе, туристички мотиви представљају унутрашње подстицаје човеку (потрошачу – туристи) да се укључи у туристичке токове (Томић, 2013). Веома често ни сами туристи нису у стању дефинисати стварне мотиве који их покрећу на туристичко путовање. Група аутора McIntosh, Goeldner i Ritchie (1995, стр. 123) идентификује четири основне групе мотиватора који покрећу потрошаче на туристичком тржишту: физички мотиватори, културни, међуљудски, статусни и престижни. Слично, аутори Котлер, Бовен и Макенс разликују четири групе утицаја од којих зависи куповина – културолошки, друштвени, лични и психолошки (2010, стр. 199) где се у оквиру личних издвајају посебни социо-демографски фактори: пол, старост, животни циклус (породични статус) и занимање. Наведени социо-демографски фактори могу деловати подстицајно или ограничавајуће на одабир туристичке дестинације (куповину). Животна доб има велики утицај на доношење одлуке о путовању, начину и садржају путовања. При том, у највећем броју случајева на путовања се одлучују припадници средње генерације који су радно активни те располажу већим

износом дискреционог дохотка. Међутим, услед тренда старења становништва на глобалном нивоу, није занемарљив ни удео сегмента старијих („snow-white years“) потрошача (туриста) у туристичким кретањима (они располажу слободним временом и сталним приходима). Породични статус, такође, умногоме опредељује избор и фреквентност туристичких путовања. Виши ниво образовања обезбеђује виши ниво дискреционог дохотка који се може искористити за туристичка путовања (Благојевић, 2010, стр. 47).

Са друге стране туристи траже квалитетан производ који доживљавају као скуп карактеристика производа које задовољавају изражене или очекиване потребе потрошача. Они препознају оптималан квалитет и прихватају га уколико на тај начин задовољавају своје потребе. Управо то доводи до стварања лојалног туристе чија се лојалност огледа у поновном доласку на већ посећену туристичку дестинацију (Valle, Silva, Mendes Guerreiro, 2006; Oroian, 2013). Осим враћања посећеној туристичкој дестинацији задовољни туристи ће исту препоручити другима што, са аспекта маркетинга, представља најучинковитији облик промоције (Campon, Alves, Hernandez, 2013, стр. 15). Лојалност туриста означава се као критичан фактор успеха дестинацијског маркетинга и менаџмента јер креирање лојалних туриста доприноси смањивању трошкова привлачења нових туриста, постизању дугорочне финансијске стабилности те одржавању конкурентске позиције туристичке дестинације (Lee, 2003).

Међутим, сатисфакција, иако предуслов лојалности, није једини индикатор за поновљену куповину, односно посету туристичкој дестинацији. Истраживања указују на случајеве где од 90% потрошача (туриста) који се изјасне као задовољни или веома задовољни само 30% до 40% њих поново купи производ, односно посети туристичку дестинацију. Аутор Милошевић (2012) као разлог овакве слабе корелације наводи истовремено постојање позитивних и негативних осећања у вези са услугом или компанијом као и утицај фактора који нису директно повезани са пружањем туристичке услуге. Тако, према појединим ауторима (Plog, 1974, стр. 55-58) могуће је посматрати лојалност туриста према туристичкој дестинацији везано за карактеристичне групе потрошача – психоцентрици који преферирају сигурне дестинације којима се враћају и алоцентрици који се непрестано налазе у потрази за новим дестинацијама.

## 2. МЕТОДОЛОГИЈА ИСТРАЖИВАЊА

Циљ рада био је да се анализира лојалност туриста као потрошача, посматрана кроз призму враћања на дестинацију коју су већ некада посетили а под утицајем различитих социо-демографских фактора. У ту сврху спроведено је емпиријско истраживање које је обухватило узорак од 1 117 испитаника старосне доби од 16 до 84 године са подручја АП Војводине. Анкетирање испитаника обухваћених узорком спроведено је у периоду од октобра до децембра 2015. године. Приказ демографских карактеристика испитаника дат је у Табели 1.

**Табела 1.: Демографске карактеристике испитаника обухваћених узорком (n = 1117)**

| Демографски профил                                   | Број испитаника (n) | Проценат % |
|------------------------------------------------------|---------------------|------------|
| <b>Пол</b>                                           |                     |            |
| Жене                                                 | 621                 | 56         |
| Мушкарци                                             | 496                 | 44         |
| <b>Старосна доб испитаника</b>                       |                     |            |
| 16 - 24                                              | 287                 | 25,69      |
| 25 - 33                                              | 192                 | 17,19      |
| 34 - 42                                              | 202                 | 18,08      |
| 43 - 51                                              | 215                 | 19,25      |
| 52 - 60                                              | 148                 | 13,25      |
| 61 и више                                            | 71                  | 6,36       |
| <b>Ниво образовања</b>                               |                     |            |
| Основно образовање (и незавршена основна школа)      | 40                  | 3,58       |
| Средњошколско образовање (и незавршена средња школа) | 608                 | 54,43      |
| Више или високо образовање                           | 464                 | 41,54      |
| <b>Породични статус</b>                              |                     |            |
| Самац                                                | 363                 | 32,50      |
| Породице без деце                                    | 124                 | 11,10      |
| Породице са једним дететом                           | 200                 | 17,90      |
| Породице са двоје или више деце                      | 404                 | 36,17      |

Извор: Аутори.

Посматрајући структуру узорка у Табели 1. могуће је констатовати да је у узорку приближно једнак број жена (621) и мушкараца (496). Највећи проценат испитаника је старосне доби од 16 до 24 године. Већина испитаника има средњошколско образовање (54,43%), а готово занемарљив проценат њих (3,58%) има стечено основно образовање (или недовршено основно образовање). Значајан удео испитаника обухваћених узорком има завршено више или високо образовање (41, 54%). Највећи број испитаника припада категорији породичних људи са двоје или више деце (36,17%). Нешто мањи проценат испитаника (32,50%) припада категорији самаца, док је најмањи удео испитаника који припадају категорији породичних лица без деце (11,10%).

На основу прегледа и домета досадашњих истраживања (Mendes, Valle, Guerreiro, Silva, 2010) из ове области постављена је полазна истраживачка хипотеза:

$H_0$  : Социо-демографски фактори утичу на лојалност потрошача у туризму.

У анализи прикупљених података примењена је дескриптивна статистичка анализа и бинарна логистичка регресија.

### 3. РЕЗУЛТАТИ ИСТРАЖИВАЊА И ДИСКУСИЈА

У циљу да се адекватном анализом прикупљених подата идентификују социо-демографски фактори који утичу на враћање туриста на раније посећену дестинацију изграђен је модел бинарне логистичке регресије.

У својству зависне варијабле нашао се одговор на питање “Да ли се враћате на дестинацију коју сте раније већ посетили?”. Одговор *да* кодиран је са “1”, а одговор *не* са “0”. У својству предикторских варијабли нашле су се варијабле: пол (женски пол је кодиран са “0”, а мушки са “1”), старосна доб, достигнути ниво образовања и породични статус испитаника.

Узорак је обухватио укупно 1 117 испитаника, али је анализа спроведена на умањеном узорку од 1 060 испитаника, будући да 57 испитаника није дало одговоре на питања релевантна за анализу.

Све независне варијабле истовремено су укључене у модел.

Претпоставке линеарности модела нису нарушене. У случају категоријских варијабли, прва категорија је увек кориштена као категорија за поређење.

Карактеристике модела су тестиране путем Омнибус тестова коефицијената у моделу (Omnibus Tests of Model Coefficients). Модел је у целини (са свим независним варијаблама) статистички значајан

$\chi^2$  (4, N = 1060) = 22, 237,  $p = 0,001$ , што указује на чињеницу да модел разликује испитанике који су одговорили да се враћају на раније посећену туристичку дестинацију од испитаника који су одговорили супротно.

И резултати Hosmer i Lemeshow теста подржавају тврдњу да је модел добар. У литератури се овај тест наводи као један од најпоузданијих SPSS-ових тестова квалитета предикције модела (Pallant, 2009, стр. 176). Он се тумачи сасвим другачије од раније поменутог Омнибус теста. Када је у питању Hosmer-Lemeshow Goodness of Fit Test модел је подржан ако је значајност већа од 0,05. У конкретном моделу, показатељ хи-квадрат за Hosmer-Lemeshow тест износи 3,044 уз значајност 0,862, што значи да тест подржава изграђени модел ( $\chi^2$  (8) = 3.944,  $p = 0.862$ ).

Вредности Cox and Snell R Square и Nagelkerke R Square показују колики део варијансе зависне променљиве модел објашњава (минимум је 0, а максимум приближно 1). Реч је о тзв. псеудопоказатељима вредности  $r^2$  (Pallant, 2009, стр. 177). У конкретном, изграђеном моделу та два показатеља су 0,21 и 0,32 што значи да дати скуп променљивих (модел) објашњава између 21% и 32% варијансе. То указује на ниску објашњавајућу моћ добијеног логистичког модела и упућује на закључак да су присутни неки други фактори који нису укључени у модел, а који статистички значајно утичу на враћање туриста на већ посећену дестинацију.

Осетљивост модела се дефинише као процентуални удео групе са испитиваним обележјем (враћање на раније посећену дестинацију) које је модел тачно препознао (Pallant, 2009, стр. 177). Модел у потпуности исправно класификује 79% особа које се враћају на раније посећену туристичку дестинацију.

У табели 2. дат је приказ важности сваке предикторске варијабле у смислу доприноса предиктивним могућностима модела.

Као што се види из табеле 2, само једна од четири, у модел укључене, предикторске варијабле је дала јединствен, статистички значајан допринос моделу – достигнути ниво образовања ( $p < 0.0005$ ). Будући да је бета коефицијент за ову предикторску варијаблу позитиван (0,510) може се извести закључак ниво образовања као анализирана варијабла испољава позитиван утицај на враћање туриста на раније посећену дестинацију.

Количник вероватноће варијабле ниво образовања износи 1,665, што показује да раст достигнутог нивоа образовања повећава шансе враћања туристе на већ посећену дестинацију за 1,665 пута више у односу на претходни (нижи) ниво образовања, уз све остале факторе у моделу једнаке.



На основу резултата истраживања може се закључити да од посматраних предикторских варијабли (пол, старосна доб, достигнути ниво образовања и породични статус испитаника) само варијабла – достигнути ниво образовања – има утицаја на лојалност потрошача у туризму посматрану кроз призму враћања већ посећеној туристичкој дестинацији. Наведено говори у прилог делимичног прихватања постављене истраживачке хипотезе по којој социо-демографски фактори остварују утицај на лојалност потрошача ка туристичкој дестинацији.

**Табела 2.: Предвиђање вероватноће одговора да се туриста враћа на раније посећену туристичку дестинацију**

| Табела на граници посезају туриста и културне дестинације |                         |             |                   |               |                      |             |                      |                                                         |               |
|-----------------------------------------------------------|-------------------------|-------------|-------------------|---------------|----------------------|-------------|----------------------|---------------------------------------------------------|---------------|
|                                                           |                         | В           | Стандардна грешка | Валд          | Број степени слободе | р           | Количник вероватноће | Интервал 95-процентног поверења за количник вероватноће |               |
|                                                           |                         |             |                   |               |                      |             |                      | Доња граница                                            | Горња граница |
| Корак 1 <sup>а</sup>                                      | Пол(1)                  | -,289       | ,153              | 3,594         | 1                    | ,058        | ,749                 | ,555                                                    | 1,010         |
|                                                           | Старосна доб испитаника | ,002        | ,006              | ,153          | 1                    | ,696        | 1,002                | ,991                                                    | 1,014         |
|                                                           | Образовање              | <b>,510</b> | <b>,140</b>       | <b>13,344</b> | <b>1</b>             | <b>,000</b> | <b>1,665</b>         | <b>1,267</b>                                            | <b>2,190</b>  |
|                                                           | Породични статус        |             |                   | 4,202         | 3                    | ,240        |                      |                                                         |               |
|                                                           | Породични статус (1)    | ,435        | ,287              | 2,305         | 1                    | ,129        | 1,545                | ,881                                                    | 2,709         |
|                                                           | Породични статус (2)    | -,066       | ,224              | ,088          | 1                    | ,767        | ,936                 | ,603                                                    | 1,452         |
|                                                           | Породични статус (3)    | ,237        | ,205              | 1,329         | 1                    | ,249        | 1,267                | ,847                                                    | 1,894         |
|                                                           | Константа               | ,056        | ,400              | ,020          | 1                    | ,888        | 1,058                |                                                         |               |

а. Променљиве ушле у корак 1: пол, старост испитаника, образовање, породични статус.

Извор: Аутори .

## ЗАКЉУЧАК

Квалитативна промена карактеристична за развој савременог туризма огледа се у чињеници по којој је потрошачко искуство постало језгро туристичког путовања. Временом је уочена промена преференција, интереса, вредности, активности и туристичких доживљаја. Савремени туристи постају све захтевнији, прихватајући

информацију о туристичком производу (туристичкој дестинацији), брзо мењају своју мотивацију, распоред слободних новчаних средстава и слободно време у жељи да у сваком моменту и простору пронађу оно што их интересује (Миленковић, 2009, стр. 270).

Један од основних циљева маркетинг оријентисаних компанија које послују на туристичком тржишту јесте задовољење очекивања туриста, иако у пракси то није увек случај. Због тога сатисфакција, односно несатисфакција, туриста директно утиче на изградњу лојалности туриста (Гјивоје, 2003).

Међутим, осим сатисфакције као једног од психолошких фактора, на изградњу лојалности туриста туристичкој дестинацији утичу и бројни социо-демографски фактори чији утицај је анализиран и приказан у раду. Резултати истраживања указали су на утицај само једне од анализираних социо-демографских варијабли – достигнути ниво образовања, на лојалност потрошача у туризму посматрану кроз призму враћања већ посећеној туристичкој дестинацији. Коначно, могуће је закључити како виши ниво образовања обезбеђује боље плаћене послове, виши ниво дискреционог дохотка, већу софистицираност, мање (дуже) времена за одмор што резултира краћим, чешћим путовањима и враћањима већ посећеним туристичким дестинацијама.

## ЛИТЕРАТУРА

1. Бартолуци, М. (2013). *Управљање развојем туризма и предузетништва*. Школска књига, д.д., Загреб.
2. Благојевић, С. (2010). *Туризам: економска основа и организацијски систем*. Графо-прес, Нови Сад.
3. Campon, A., Alves, H., Hernandez, J.M. (2013). *Quantitative Methods in Tourism Economics*. Springer-Verlag Berlin Heidelberg.
4. Чавлек, Н., Бартолуци, М., Пребежац, Д., Кесар, О., Хендија, З., Биле, М., Микулић, Ј., Томашевић, А., Чизмар, С. (2011). *Туризам – економске основе и организацијски систем*. Школска књига, д.д., Загреб.
5. Драгићевић, М., Летунић, С. (2008). Истраживање задовољства словенских туриста квалитетом производа туристичке дестинације Оребић, *Acta Turistica*, 2(2), 153-161.
6. Гјивоје, Д.Г. (2003). The market of one: the study of customer retention. *Acta Turistica*, 15(1), 22-37.
7. Концул, Н. (2009). *Економика и туризам*. Микрорад д.о.о., Загреб.

8. Kotler, P., Bowen, J., Makens, J. (2010). *Маркетинг у угоститељству, хотелијерству и туризму*. МАТЕ д.о.о., Загреб.
9. Mc Intosh, R., Goeldner, C., Ritchie, J. (1995). *Tourism principles, practice, philosophies, 7th Edition*. John Wiley and sons, New York.
10. Mendes, J. C., Valle, P. O., Guerreiro, M. M., Silva, J. A. (2010). The tourist experience: Exploring the relationship between tourist satisfaction and destination loyalty. *Tourism*, 58(2), 111-126.
11. Миленковић, С. (2009). *Туризам и економија*. Економски факултет Универзитета у Крагујевцу.
12. Милошевић, С. (2012). Importance of satisfaction and guests experience in hotel business organizations. *TIMS, Acta*, 6(1), 1-9.
13. Moliner-Velazquez, B., Gil-Saura, I., Ruiz-Molina, M.E. (2011). Conceptualizing and measuring loyalty: Towards a conceptual model of tourist loyalty antecedents. *Journal of Vacation Marketing*, 17(1), 65-81.
14. Lee-Kelley, L., Gilbert, D., Mannicom, R. (2003). How e-CRM can enhance customer loyalty. *Marketing Intelligence and Planning*, 21(4), 239-248.
15. Oroian, M. (2013). Exploring the relationship between the satisfaction and destination loyalty in business tourism. *Academica Science Journal*, 1(2), 35-47.
16. Pallant, J. (2009). *СПСС приручник за преживљавање: Приступни водич кроз анализу података помоћу СПСС-а за Windows (верзија 15). Превод З. Издање*, Микро књига, Београд.
17. Plog, S. (1974). *Why Destinations Areas Rise and Fall in Popularity*. Cornel Hotel and Administration Quartely, USA.
18. Томић, С. (2013). Туристичко тржиште Србије. *Економски погледи*, 15(4), 107-119.
19. Valle, P.O., Silva, J.A., Mendes, J., Guerreiro, M. (2006). Tourist Satisfaction and Destination Loyalty intention: A Structural and Categorical Analysis. *Int. Journal of Business Science and Applied Management*, 1(1), 25-44.
20. UNWTO (2016). *Tourism Highlights*, Edition 2016, World Tourism Organization, Madrid.

Рад је примљен: 06.09.2016.

Рад је прихваћен за штампање: 19.09.2016.

## ЗНАЧАЈ ЕДУКАЦИЈЕ И ПРОМОЦИЈЕ ЗА УЛАГАЊА У ИНВЕСТИЦИОНЕ ФОНДОВЕ

### IMPORTANCE OF EDUCATION AND PROMOTION FOR INVESTMENTS INTO INVESTMENT FUNDS

Дамир Марковић<sup>1</sup>

Републички фонд за здравствено осигурање, Београд, Србија

**Сажетак:** Инвестициони фондови као институционални инвеститори који на финансијском тржишту у Србији послују нешто мање од десетак година и још увек не успевају да озбиљније повећају ниво имовине којом управљају. Један од главних разлога за низак ниво пословања свакако јесу мали и веома несигурни приноси које доноси улагање у фондове. Други веома важан аспект који утиче на нису финансијску имовину којом управљају фондови, јесте потпуно непознавање пословања фондова од стране појединачних улагача. Финансијска едукација и промоција су се наметнуле као важне активности за превазилажење овог проблема. Континуирана едукација свих слојева становништва и активна кампања не само фондова већ и државних органа и других институција јесте једини правац ка квалитетној информацији која мора да стигне до улагача, а на основу које ће се они одлучити за улагање.

**Кључне речи:** инвестициони фонд, улагање, информација, промоција, едукација

**Abstract:** Investment funds as institutional investors, who are on the financial market in the Serbia present somewhat less than ten years, still do not get to seriously increase the level of assets they manage. One of the main reasons for low level of business definitely is low and highly uncertain yields that are accompanying investments made into funds. Another, very important aspect that affects low financial assets that are managed by funds, is major lack of education on business investment funds on the individual investors' end. Financial education and promotion have emerged as significant activities for overcoming this problem. Continuous education for every segment of population and active campaign, not only for investment funds but also, state bodies and authorities, as well as other institutions, is the only way for quality information to reach out potential investors, upon which they will be able to decide about investing.

**Key words:** investment fund, investment, information, promotion, education

## УВОД

Инвестициони фондови су своје пословање у Републици Србији активно започели 2007. године са великим закашњењем за државама из региона које су већ увелико развијале амбијент за пословање инвестиционих фондова. Закон о инвестиционим фондовима је усвојен тек 2006. године. Процес приватизације је увелико прошао без учешћа појединачних улагача који нису имали прилику да улагањем у јединице инвестиционих фондова увећају

<sup>1</sup> damir004@yahoo.com

свој капитал током трансформације националне привреде. Фондови као нови субјект на финансијском тржишту Србије нису имали ни мало лак почетак пословања. Поред тога што су као новина на тржишту морали да докажу и покажу своје перформансе сусрели су се на почетку свог развоја са свим потешкоћама и колебањима која су била последица светске финансијске кризе. Такав почетак пословања је утицао веома негативно на ионако скромну финансијску имовину којом су располагали и рефлектовао се кроз пад вредности инвестиционих јединица, скромне или негативне приносе, пад вредности имовине којом су управљали фондови као и до престанка са радом. Треба на самом почетку истаћи да све наведено није ни највећи узрок слабијег пословања и развоја пословања фондова. Највећи притисак и препрека бржем развоју јесте пре свега неразвијеност националне економије и неефикасан привредни систем који још увек није реформисан на основама које ће створити конкурентан амбијент за све учеснике на тржишту. На постојање додатних фактора који утичу на слабије пословне приносе инвестиционих фондова указује и Марковић (2016 стр.19).

То је основни и да истакнемо вишедеценијски проблем који уосталом оптерећује пословање већине субјеката, па тако и пословање инвестиционих фондова. Тешко је очекивати раст улагања на веома неразвијеном финансијском тржишту, а што је одлика тржишта у Србији (видети: Капор, 2012).

Друга страна проблема јесу свакако и појединачни улагачи – физички субјекти. Код њих влада пре свега велико неповерење према новим финансијским инструментима и институцијама, што је разумљиво након великих финансијских превара којима су били изложени пре нешто више од две деценије.

Такође постоји огромно непознавање функционисања финансијског тржишта, а посебно трговине хартијама од вредности. Можемо слободно рећи да у Србији не постоји дугорочна култура улагања у хартије од вредности што се уочава и из веома малог промета хартијама од вредности на домаћем тржишту које је евидентирано у извештајима државних органа надлежних за праћење кретања на тржишту - Агенције за привредне регистре.

Ту долазимо до једног парадокса. Да имао велико неповерење према финансијском тржишту, неразвијену националну економију, низак стандард становништа, а ипак је у банкарске депозите депоновано више од 8 милијарди евра. Како су банке као носиоц свог неповерења из прошлих времена успеле да привуку улагаче и да прикупе овако значајан ниво средстава?

Да ли и фондови као институционални инвеститори који немају тако негативне конотације из прошлости могу временом да постану исто тако атрактивни за улагање акумулираног капитала појединаца? Шта је разлог овако велике дисипропроције?

Могли би закључити да су разлози за овако велику диспропорцију између штедње у банкама и имовине уложене у фондовима пре свега:

- велико неповерење међу појединачним улагачима у Србији. Поверење које је изгубљено пре више од две деценије, али још увек га је тешко вратити. Бар када су у питању нове финансијске институције, пошто га је банкарски сектор обезбедио.

- тренутно слаби приноси које доноси улагање у инвестиционе фондове, а које није загарантовано за разлику од штедње у банкама

- веома низак ниво едукације када је у питању улагање у инвестиционе фондове и њихове могућности

- ниска "култура" улагања у хартије од вредности појединачних улагача што је све повезано са ниским степеном развијености финансијског тржишта

На питање високе штедње и ниског улагања у фондове у литератури је већ указивано (видети: Павловић, Муминовић, 2010).

### **ЕДУКАЦИЈА И ПРОМОЦИЈА - ПОТЕНЦИЈАЛНИ ПРАВЦИ КА ВЕЋЕМ УЛАГАЊУ У ИНВЕСТИЦИОНЕ ФОНДОВЕ НА ФИНАНСИЈСКОМ ТРЖИШТУ**

Као што је речено један од разлога недовољног улагања јесу слаби приноси које тренутно остварују инвестициони фондови. То је вероватно један од највећих и основних узрока њихове слабије атрактивности. Главну препреку у Србији за активније учешће инвестиционих фондова у Србији чине основни услови на тржишту капитала и институционални предуслови за оснивање оваквих финансијских институција наводе Божовић и Сарачевић (2013).

Тај отежавајући фактор се може надоместити једино бољим перформансама финансијског тржишта и на њега је много теже утицати методама које нису свеобухватног макроекономског карактера. Међутим на све остале факторе: неповерење, низак ниво едукације, ниску "културу" улагања је могуће утицати разним мерама и на тај начин повећати атрактивност ових инвеститора.

Даљи правац развоја пословања фондова у Републици Србији треба да буде усредсређен на већу промоцију у едукацију становништва у погледу тога шта су инвестициони фондови и какве су предности улагања у фондове. Јер како указују истраживања и

даље велики број становника нема уопште информације о пословању инвестиционих фондова, а и они који имају информације често формирају своје мишљење у складу са бројним предрасудама о негативним аспектима пословања инвестиционих фондова.

На значај већег учешћа појединаца, институција и привреде у инвестирању на финансијском тржишту такође указују и Брзаковић, Брзаковић и Златковић (2012) где се наводи да један од првих, а можда и најважнијих корака у процесу већег улагања лежи у покретању иницијативе и анимирању заинтересованих учесника, превасходно сектора привреде и потенцијалних инвеститора.

Према дефиницији ОЕЦД-а финансијска едукација представља процес у ком корисници финансијских услуга/инвеститори унапређују своје разумевање финансијских производа, њиховог концепта и ризика који ти производи носе, онда затим уз помоћ добијених информација, инструкција и/или савета развијају вештине и способности да препознају и разумеју финансијски ризик као и да на основу тих информација доносе одговарајуће одлуке, али и да су упознати са тим где да затраже помоћ или да предузму све кораке у циљу унапређења своје финансијске писмености (видети: Народна банка Србије, 2014). Народној банци Србије "финансијска едукација је веома значајна не само за инвеститоре већ је постала есенцијална потреба просечне породице која треба да пронађе начин да ваљано управља својим кућним буџетом, купи кућу, уштеди новац за школовање деце и обезбеди средства за своју старост".

Још једна од дефиниција јесте да је финансијска едукација сет активности које институције финансијског и других сектора спроводе на организован начин у циљу: подизања свести о значају управљања личним финансијама, стицања вештина о разумевању и поређењу финансијских производа и доношења одговорних и одрживих одлука појединаца (Сладојевић, 2016, стр. 56).

Просто за овај процес треба времена, али се константном позитивном и промотивном - едукативном кампањом мора допрети до појединачних улагача и објаснити им суштину и предности пословања фондова. О значају финансијске едукације указују и Дугалић (2013) као и Müller и Weber (2010). На значај финансијске едукације указује се и у државама региона где се нпр. наводи један од ставова да би обавезна финансијска едукација у Републици Хрватској на свим нивоима образовног система имала позитивне ефекте не само за појединце, већ и за целокупну економију. (Видети: Lončar, Golemac, 2015)

Наравно да ће ове кораке морати да прати прекид негативних приноса и пада вредности инвестиционих јединица као услов повратка поверења и раста улагања у фондове. Додатан проблем јесте што глобализацијом финансијских тржишта и развојем савремених технологија разумевање тржишта постаје све комплексније. Доста је тешко појединачном улагачу објаснити начин на који се његова средства улажу и процес улагања и сигурности уложене имовине. Такође свака одлука коју донесе улагач може имати дугорочне последице на финансијску сигурност појединца и породице. Зато је нагласак на финансијској едукацији толико важан.

Едукација се може вршити преко:

- флајера
- брошура
- часописа
- специјализованих магазина
- интернета
- телевизије
- директним контактом
- семинара
- конференција

### **ФИНАНСИЈСКА ЕДУКАЦИЈА И ПРОМОЦИЈА - КОРАЦИ КА ВЕЋЕМ РАЗУМЕВАЊУ ПОСЛОВАЊА ИНВЕСТИЦИОНИХ ФОНДОВА**

У истраживању које је спроведено са циљем да се расветли ниво информисаности појединаца о могућностима улагања у инвестиционе фондове дошло се до потврде чињенице да улагачи немају потребна сазнања (Марковић, 2015). Истраживање које је обављено методом анкете настојало се доћи до одговора на питања везана за општи ниво информација које појединци имају о фондовима, о њиховим могућностима за улагање као и преференцијама према одређеним инструментима или институцијама којима би се могла поверити предпостављена штедња. Такође битно је било утврдити зашто фондови нису препознати од стране појединачних улагача који и даље у највећем проценту своја средства улажу у банкарске депозите.

На значај становништва као потенцијалних инвеститора указују и Вуњак, Миленковић и Зеленовић (2013) који наводе да се сектор становништва по броју учесника издваја као најбројнији. Он представља најзначајнији субјект штедње, а може се појавити и у



функцији инвеститора и тада инвестира у некретнине, остала физичка добра (аутомобили, намештај итд) и финансијску активу.

Ово је био један од најважнијих параметера код одређивања листе питања јер ако се има у виду чињеница да је у банкарским депозитима депоновано више од осам милијарди евра, не може се тврдити да појединачни улагачи не поседују одређена средства која могу да буду веома значајна за развој пословања фондова. Стога је било веома значајно у истраживању покушати разјаснити зашто улагачи не препознају инвестиционе фондове као могућ вид улагања својих средстава.

Испитаницима су постављена следећа питања:

1. Да ли остварујете редовне приходе? Ово је један од почетних параметара – утврдити да ли уопште испитаник остварује приходе који би потенцијално могли бити средство за даље улагање.

2. Да ли имате могућност да остварите одређене уштеде на месечном односно годишњем нивоу? Наредни параметар је био да се утврди да ли испитаници који остварују приходе могу да уштеде одређен ниво средстава.

3. Уколико остварујете уштеде, колике су оне на месечном нивоу? Следећи корак је био важан са становишта утврђивања нивоа штедње код испитаника који остварују приходе.

4. Да ли знате на које све начине можете да увећате свој уштеђени капитал? Ово је једно од питања са којима је утврђиван један од најважнијих параметра, да ли појединачни улагачи препознају инвестиционе фондове као избор за улагање као и препреке за веће улагање у фондове

5. Свој капитал улажете у...? Конкретан одговор на питање где улажу своја акумулирана (уштеђена) средства.

6. Да ли сте упознати са пословањем инвестиционих фондова? Наставак питања и анализе због чега улагачи у Републици Србији нису довољно упознати са пословањем инвестиционих фондова.

7. Да ли можете да кажете неку од предности улагања у инвестиционе фондове? Конкретан одговор испитаника који су навели да су упознати са пословањем инвестиционих фондова, на то како они виде позитивне стране улагања у инвестиционе фондове.

8. За пословање инвестиционих фонда, чули сте од...? У истраживању је било важно утврдити који су то канали комуникације из којих су улагачи сазнали о пословању инвестиционих фондова, како би се дали предлози за веће улагање у канале промоције који су истакнути као најважнији извор пословања инвестиционих фондова.

9. На основу информација које сам стекао о инвестиционим фондовима стекао/ла сам позитиван утисак о њиховом пословању? Циљ је био утврдити колики је проценат позитивних и негативних утисака о пословању фондова и ако постоји велики проценат негативног утиска да се утврди због чега се јавља и који су предлози за његово смањивање.

10. Да ли сте имали информацију да улагање у инвестиционе фондове у државама са развијеним финансијским тржиштима доноси значајно веће приходе од депозита у пословним банкама?

11. Да ли би за Вашу одлуку о улагању у инвестиционе фондове допринела едукација и додатна промоција пословања инвестиционих фондова и предности улагања у фондове? Веома важно питање које се односи на то да се утврди да ли улагачима додатна едукација може помоћи да се одлуче на улагање у фондове

12. Да ли мислите да би улагање у инвестиционе фондове повећало ваш капитал?

Једно од значајнијих питања у истраживању односило се пре свега на начин како би испитаници искористили средства која су успели да уштеде. Највећи део одговора испитаника се односио на чињеницу да су појединачни улагачи и даље опрезни и неодлучни и да један значајан део испитаника своју имовину оставља у "сламарици" или се опредељује да улаже у "нешто друго" или "не улаже у ништа".

Међу испитаницима који су били одређени у свом одговору највише њих се определило за улагање у депозите пословних банака. Само 5% испитаника из узорака се изјаснило да улажу у инвестиционе фондове.

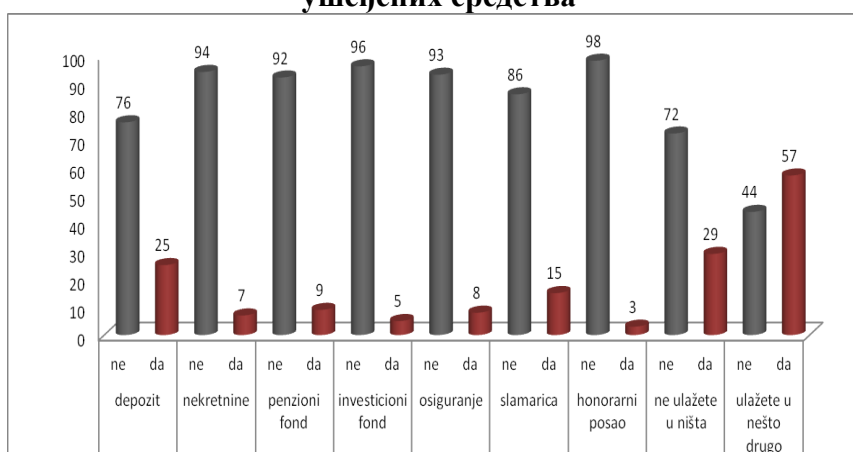
То само потврђује тренд који је описан и који не иде у прилог фондовима и који јасно указује на доминантност банкарског сектора, а пре свега послове депоновања средстава у банкарске депозите.

Јасне и недвосмислене камате на деопозите и извесност исплате, наспрам неизвесних приноса инвестиционих фондова за сад су велика предност на страни банкарског сектора. У наредном приказу могу се видети распореди одговора испитаника на то где би уложили своја средства.

Као што се може видети из Сlike 1. приказа велик је проценат одговора који немају јасно одредиште ка улагању што потврђује да је чак 57% испитаника одговорило да улаже у нешто друго, док је велики проценат одговора био везан за одговор да се не улаже у ништа. Управо у том опсегу може да буде потенцијални извор појединачних улагача који би правовременом едукацијом и

промоцијом могли да се одлуче да своја средства уложе у инвестициони фонд.

**Слика 1.: Приказ обрађених одговора испитаника о улагању ушећених средства**



Извор: аутор

По структури одговора у којој већински преовлађује неодлучност испитаника или одговори који указју на неодређеност, можемо закључити да је управо слаба информисаност и непознавање свих потенцијала које пружа улагање у инвестиционе фондове заправо једна од највећих слабости њиховог пословања.

Ове тврдње су поткрељене и одговорима на питање: „На основу информација које сам стекао о инвестиционим фондовима стекао/ла сам позитиван утисак о њиховом пословању.“ Мање од 50% испитаника је дало одговор да је уопште и упознато са пословањем инвестиционих фондова (47% је дало одговор да је упознато са пословањем).

Изузетно је интересантан одговор који заправо указује на суштину проблема везаних за већи развој пословања фондова посебно базиран на појединачном улагачу. Наиме од испитаника који су одговорили да су упознати са пословањем инвестиционих фондова њих чак 68% има негативан утисак о њиховом пословању, док јр свега 32% дало позитаван став ка пословању фондова. То би значило да и онај мањи део испитаника који су и упознати са пословањем фондова, већински има негативан став ка пословању и улагању у инвестиционе фондове. То јесте релан проблем за фондове и једна реална препрека, која заједно са slabим приносима држи фондове на веома ниском нивоу имовине којом располажу.

Такође више од 60% испитаника уопште није имало информацију да улагање у инвестиционе фондове доноси много веће приносе него улагање у банкарске депозите. Још један у низу одговора који потврђује значај и важност континуиране едукације и свеобухватне промоције.

Потом је испитаницима постављено питање да ли би на њихову одлуку о улагању у инвестиционе фондове утицало то да су имали правовремену информацију до које би дошли додатном едукацијом и промоцијом. Већина испитаника је на ово питање одговорила позитивно, њих 56,6% што иде у прилог улагања ресурса у овом смеру као једне од полазних тачака за раст имовине којом управљају инвестициони фондови. Међутим испитаници су били подељени када им је постављено питање да ли би улагање у инвестиционе фондове повећало њихов уложени капитал. Тачно половина испитаника се изјаснила позитивно, а друга негативно према овој тврдњи.

**Слика 2.: Фреквенција учесталости одговора на начин улагања**

|                                                                                                                                                                             | Учесталост |    | %     |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|----|-------|
|                                                                                                                                                                             | да         | не |       |
| Да ли знате на које све начине можете да увећате свој уштеђени капитал?                                                                                                     | 59         | 37 | 61.5% |
|                                                                                                                                                                             |            |    | 38.5% |
| Да ли сте упознати са пословањем инвестиционих фондова?                                                                                                                     | 46         | 51 | 47.4% |
|                                                                                                                                                                             |            |    | 52.6% |
| На основу информација које сам стекао о инвестиционим фондовима стекао/ла сам позитиван утисак о њиховом пословању.                                                         | 32         | 66 | 32.7% |
|                                                                                                                                                                             |            |    | 67.3% |
| Да ли сте имали информацију да улагање у инвестиционе фондове у државама са развијеним финансијским тржиштима доноси значајно веће приходе од депозита у пословним банкама? | 38         | 62 | 38.0% |
|                                                                                                                                                                             |            |    | 62.0% |
| Да ли би за Вашу одлуку о улагању у инвестиционе фондове допринела едукација и додатна промоција пословања инвестиционих фондова и предности улагања у фондове?             | 56         | 43 | 56.6% |
|                                                                                                                                                                             |            |    | 43.4% |
| Да ли мислите да би улагање у инвестиционе фондове повећало Ваш капитал?                                                                                                    | 50         | 50 | 50.0% |
|                                                                                                                                                                             |            |    | 50.0% |

Извор: аутор

Испитаници који су одговорили да су упознати са начином пословања инвестиционих фондова, навели су да су предности улагања у фондове принос на уложена средства и професионално улагање од стране портфолио менаџера које свакако није доступно сваком појединцу.

Надаље је разматран још један веома важан аспект, а то је извор информација о фондовима. Испитаницима је постављено питање на који начин су дошли до информације и пословању фондова и који је то био извор.

Највећи проценат одговора је био да су медији били извор информација (24%), а подједнак проценат одговора (23%) се односио на чињеницу да су испитаници сами долазили до информација. Интернет и сајтови су били одговор 14% испитаника, док је свега 6% одговорило да је до информације дошло преко кампања и позива самих фондова.

Последњи податак указује на тврдњу да сами фондови пре свега морају да буду много активнији по питању кампања које спроводе и да морају наћи најеефиксанији начин да пренесу квалитетну информацију до својих потенцијалних улагача. Такође интересантно је да се највећи проценат одговора, чак 48%, односио на став испитаника који су одговорили да до информација о пословању фондова нису дошли ни наједан од понуђених начина, а што све можемо видети у наредној табели.

**Слика 3.: Извори информација о пословању инвестиционих фондова**

|                                                        | Учесталост |    | %     |
|--------------------------------------------------------|------------|----|-------|
|                                                        | не         | да |       |
| Медији                                                 | 77         | 24 | 76.2% |
|                                                        | 24         | 77 | 23.8% |
| Кампање и позиви самих фондова                         | 95         | 6  | 94.1% |
|                                                        | 6          | 95 | 5.9%  |
| Сами сте сазнали јер Вас то интересује                 | 78         | 23 | 77.2% |
|                                                        | 23         | 78 | 22.8% |
| Са сајтова фондова и других институција                | 87         | 14 | 86.1% |
|                                                        | 14         | 87 | 13.9% |
| Чули сте преко кампања државе и државних орагана       | 99         | 2  | 98.0% |
|                                                        | 2          | 99 | 2.0%  |
| Нисте чули сте ни на један начин од понуђених одговора | 53         | 48 | 52.5% |
|                                                        | 48         | 53 | 47.5% |

Извор: аутор

## **ЗАКЉУЧАК**

Из истраживања које је спроведено и приказано у овом раду долази се до закључка да једва пар процената становника у Србији има информацију о пословању инвестиционих фондова. То је поражавајућа чињеница и то просто мора бити приоритет деловања. Испуњење ове мере се не може постићи у неком краћем року, већ захтева дугорочнији процес едукације, промоције и свих других метода појашњења могућности које нуди улагање у инвестиционе фондове. Ову меру не могу спровести сами фондови већ је потребно укључити што шири ниво подршке. Подршка треба да крене од државних институција које морају гарантовати законитост пословања на финансијском тржишту и пружити сигурност улагачима, до стручних мишљена и практичних позитивних примера из праксе. У Републици Србији је генерално веома ниска култура улагања у хартије од вредности те поред фокуса на улагање у инвестиционе фондове треба ићи у најширу промоцију и предстаљање позитивних резултата на целокупан економски систем који потиче од развијеног финансијског тржишта.

Наравно да све ове активности морају пратити и макроекономске мере које ће довести до већег развоја финансијског тржишта и већег пословања на истом што ће за последицу имати и веће приходе које ће инвестициони фондови остварити за своје улагаче.

## **ЛИТЕРАТУРА**

1. Божовић, Ј., Сарачевић М., (2013), Улога и значај инвестиционих фондова у Србији, *Економика*, 59(4), 94-102
2. Брзаковић Т., Брзаковић М., Златковић М., (2012), Тржиште капитала у функцији стварања новог пословног амбијента у Републици Србији, *Економски погледи*, 17(2), 38-47
3. Вуњак, Н., Миленковић, И., Зеленовић, В. (2013), Опште карактеристике финансијског тржишта Аутономне покрајине Војводина као дела финансијског тржишта Србије, *Економски погледи*, 31(1), 135-154
4. Дугалић, В. (2013), Финансијска едукација, *Банкарство*, 42(3), 6-11
5. Капор, П. (2012), Тржиште капитала у Србији, *Мегатренд ревија*, Београд, 9(4), 47-68

6. Lončar. I, Golemac. Z., (2015) Važnost ekonomskog obrazovanja za unapređenje finansijskog znanja, *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, 13(1), 147-163
7. Марковић, Д. (2015), *Улога и значај инвестиционих фондова у међународном кретању капитала и перспективе развоја инвестиционих фондова у Србији*, докторска дисертација, Београд
8. Марковић, Д. (2016), Појединачни улагачи у Републици Србији и инвестициони фондови – фактори који их раздвајају, *Економски сигнали*, 11(2), 17-28
9. Müller, S., Weber M., (2010), Financial Literacy and Mutual Fund Investments: Who Buys Actively Managed Funds? *Schmalenbach Business Review*, Munich School of Management, 62(2), 1-48
10. Павловић, В., Муминовић, С. (2010): Значај развоја финансијских тржишта за српску привреду, *Индустрија*, 38(4), 41-67
11. Сладојевић, С. (2016), Институционални допринос финансијској инклузији кроз активности финансијске едукације – пример банкарског сектора Србије, *Банкарство*, 45(2), 56-75
12. Агенција за привредне регистре (2013), *Сопштење о пословању финансијских институција у Републици Србији у 2012. години*, Београд
13. Извештај о раду Комисије за хартије од вредности Републике Србије и кретањима на тржишту капитала у Републици Србији у периоду: јануар – децембар 2013. године, (2014), Београд
14. Народна банка Србије, (2014) *Едукација*, Преузето дана 11.10.2015. са <http://www.nbs.rs/edukcija/cirilica/50/oedukaciji.html>
15. Закон о инвестиционим фондовима, Сл. гласник РС, број 46/06, 51/09, 31/11, 115/2014

Рад је примљен: 16.09.2016.

Рад се враћа на корекцију: 16.11.2016.

Рад је прихваћен за штампање: 22.11.2016.

## ВИШЕКРИТЕРИЈУМСКА АБЦ КЛАСИФИКАЦИЈА ПРОИЗВОДА НА ПРИМЕРУ ПРЕДУЗЕЋА „ФОРМА ИДЕАЛЕ“

MULTICRITERIA ABC CLASSIFICATION OF PRODUCT IN CASE OF  
COMPANIES "FORMA IDEALE"

Жељко Миловановић<sup>1</sup>  
ЈКП „Водовод“, Зајечар, Србија  
Милан Стојановић  
Србија

**Сажетак:** У савременим тржишним условима, један од највећих изазова са којима се суочавају компаније је ефикасно управљање залихама. Ефикасан алат за ефикасно управљање залихама јесте АБЦ метода. У првом делу рада дат је теоријски оквир АБЦ методе са циљем упознавања својстава и начина примене при класификацији производа. Други део рада садржи резултате истраживања спроведеног у компанији „Форма Идеале“ из Крагујевца. На тржишту намештаја је дошло до значајних промена, те се полази од чињенице да управљање залихама групе производа предсобља није оптимално. Предмет истраживања овог рада огледа се у примени вишекритеријумске АБЦ класификације на групу производа предсобља из производног асортимана компаније „Форма Идеале“. Циљ истраживања је доношење одређених закључака који ће унапредити пословање, оптимизовати управљање залихама разматране групе производа и појачати конкурентску позицију предузећа.

**Кључне речи:** управљање, залихе, оптимизација, АБЦ метода, Форма Идеале

**Abstract:** In today's market conditions, one of the biggest challenges faced by the company is an effective inventory management. An effective tool for efficient inventory management is ABC method. In the first part of the paper the theoretical framework of ABC methods in order to introduce the properties and methods of application in the classification of the product. Second part of the work contains the results of research conducted in the company "Forma Ideale" from Kragujevac. In the furniture market there have been significant changes, and the proceeds from the fact that inventory management product groups lobby is not optimal. The subject of this work is reflected in the application of multi-criteria ABC classification of the product group hallway from the product range of the company "Forma Ideale". The aim of the research is making certain conclusions that will improve management, optimize inventory management considered product groups and reinforce the competitive position of the company.

**Key words:** management, inventory, optimization, ABC method, Forma Ideale

---

<sup>1</sup>zeljkomilovanovicrs@gmail.com



## **УВОД**

Савремено пословање је врло комплексно и захтева ефикасно управљање свим пословним јединицама предузећа. Без обзира да ли се ради о трговинском или производном предузећу, за несметано функционисање и пословање су неопходне залихе. Један од главних задатака логистике огледа се у ефикасном управљању залихама у предузећу.

Под појмом залихе се подразумевају резерве које су неопходне како би одређени привредни субјект могао да послује без прекида и да превазиђе евентуалне реакције на промене на тржишту или у производњи (Elsayed et al, 2016, pp.65-80).

Процес управљања залихама је врло комплексан из разлога што привредни субјекти послују у динамичном окружењу, где су промене велике и честе. Тржиште је непредвидиво у погледу потражње за одређеном врстом производа. Најбоља ситуација је она у којој је потражња на неким производом позната на дужи временски период. Ипак, оваква ситуација је врло ретка у пракси. У складу са тим, највећи задатак управљања залихама јесте минимизација истих, али уз присуство довољне количине за подмирење потреба клијената компаније.

У оквиру управљања залиха, потребно је руководити одређеним алатима и методама за ефикасно управљање. Код компанија са великим производним асортиманом, врло је тешко оптимално управљати залихама. Један од алата који помаже при класификацији производа великих компанија јесте АБЦ метода. Предмет истраживања овог рада огледа се у класификацији производа посредством АБЦ методе.

Рад се састоји из два дела. Први део рада има задатак да прикаже теоријски оквир АБЦ методе, објасни њен начин функционисања и примене у пракси. У другом делу рада биће приказан практични пример класификације производа АБЦ методом на примеру предузећа „Форма Идеале“.

## **1. АБЦ МЕТОД ЗА УПРАВЉАЊЕ ЗАЛИХАМА**

### **1.1. Управљање залихама**

У савременим условима пословања, све је теже донети исправну пословну одлуку а поготово када се ради о инвестиционим одлукама и то како у профитним тако и у непрофитним, државним

или приватним предузећима (Милачић, Ђукић, Павловић, 2015, стр.190).

Будући да свако држање залиха значи залеђивање финансијских средстава, одређивање оптималне величине залиха једно је од битнијих питања економичности и рационалности пословања (Куртановић, 2015, стр.81).

Контрола инвентара (проблем инвентарисања, теорија инвентарисања, проблеми са управљањем залихама) као научна и техничка дисциплина помаже у доношењу одлуке о броју предмета у складишту (колико) и време постављања налога (када) за новим количинама, узимајући у обзир неколико супротстављених страна. Када говоримо о производним предузећима, најчешће су залихе потребне за сопствену производњу - производњу залиха или готових производа намењених за тржиште. Из тог разлога, залихе подржавају производњу или су резултат производње. Поред тога, оне су неопходне услед различитог интензитета понуде и тражње (Leber et al, 2014, pp.135-146; Wu, 2014, pp.102-115; Buchmeister et al, 2012, pp.196-210).

Питање залиха је врло важно питање савремених предузећа. Из тог разлога, велика пажња је посвећена класификацији залиха у различитим класама или групама. Постоји велики број алата за управљање и начини управљања залихама (Šarić et al, 2014, pp.1109-1115).

## **1.2. АБЦ метода**

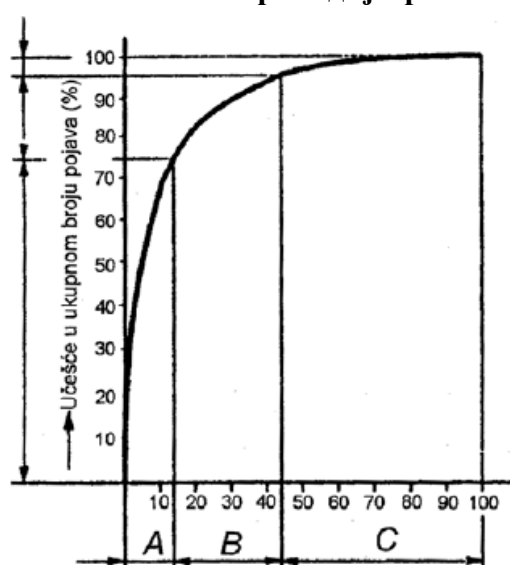
Током 18-ог века, Вилфред Парето је у студији расподеле богатства у Милану открио да 20% људи контролише 80% богатства. Принцип важности неколицине у односу на скуп је проширен и назван Парето принцип. Овај принцип је заживео у системима за инвентарисање у којима неколико ставки чини највећи део улагања одређене компаније. Постоје привредни субјекти који имају врло широк производни асортиман и у којима није могуће контролисати сваки производ са једнаком пажњом. Из тог разлога, појавила се класификација производа АБЦ методом (Chu et al, 2008, pp.841-851).

Коришћење АБЦ анализе у индустрији има дугорочан карактер. Употреба АБЦ анализе у управљању залихама је почела раних 1950-их и постала основа за управљање и контролу система инвентара (Dickie, 1951, pp.92-94). Циљ коришћења АБЦ анализе се огледа у контроли квалитета, смањењу трошкова, мерењу рада, побољшању метода унутар предузећа, управљању залихама и друго (Chu, 1994, pp.78-80; Slaybaugh, 1968, pp.8-19).

АБЦ метода током класификације групише производе. Групе које се користе при класификацији АБЦ методом су: (Swamidass, 2000, p.2)

- Производи А (висока вредност производа): 15-20% ових ставки чини 75-80% укупне вредности годишњих залиха;
- Производи Б (средња вредност производа): 30-40% ових ставки чини око 15% укупне годишње вредности залиха;
- Производи Ц (мала вредност производа): 40-50% ових ставки чини 10-15% укупне вредности годишњих залиха.

Слика 1.: Парето дијаграм



Извор: Chen et al, 1994, pp.61-80.

АБЦ класификација се спроводи кроз неколико корака: (Chu et al, 1987, pp.66-70)

1. Одабрати одговарајући мерни критеријум. Одабир критеријума зависи од циља класификације;
2. Прикупити и потврдити тражене податке. Сви прикупљени подаци морају да буду потврђени. Поред тога, сви подаци морају да буду у истој јединици мере;
3. Извршити неопходне прорачуне. За примену управљања залихама је потребно израчунати годишњу употребну вредност, распоредити ставке у опадајућем редоследу и израчунати кумулативне вредности и њихове одговарајуће проценте;

4. Одредити број категорија за груписање јединица. Потребно је креирати и класификационо правило за сваку класу;
5. Класификовати ставке у групе према утврђеном правилу.

## **2. МЕТОДОЛОГИЈА ИСТРАЖИВАЊА**

Методологија истраживања се заснива на класификацији одређене групе производа организације „Форма Идеале“ посредством АБЦ методе. Група производа која ће бити разматрана јесу предсобља.

Први корак у истраживању подразумева прорачун детерминистичке вредности критеријума оптималности. Елем, производи ће бити ранжирани на основу два критеријума: обим тражње и јединична цена коштања. Обими тражње одређених група производа су непознати и потребно их је прорачунати на основу података евиденције за месец октобар 2016. године. Критеријуми нису од једнаке важности за предузеће, већ ће обим тражње и цена коштања бити стављени у однос 7:3. На основу поменутих критеријума биће извршен прорачун детерминистичке вредности критеријума оптималности.

Други корак подразумева рангирање производа на основу јединственог сложеног критеријума оптималности. При рангирању производа ће важити правило да артикал са већом вредношћу критеријума оптималности има приоритет.

Трећи корак примене АБЦ методе представља прорачун кумулатива јединственог критеријума оптималности. Као увод у последњи корак, потребно је израчунати кумулатив месечне вредности.

Четврти корак представља последњи корак примене класификације. У овом кораку долази до формирања група производа. Производи ће бити ранжирани према правилу: група А-80% кумулатива, група Б-15% кумулатива и група Ц-5% кумулатива.

## **3. ВИШЕКРИТЕРИЈУМСКА АБЦ КЛАСИФИКАЦИЈА ПРОИЗВОДА НА ПРИМЕРУ ПРЕДУЗЕЋА „ФОРМА ИДЕАЛЕ“**

Менаџмент компаније „Форма Идеале“ је установио одређене промене које су се десиле на тржишту намештаја. Промене у највећем степену су се десиле на тржишту предсобља, те је борд организације одлучио да изврши класификацију ове групе производа посредством АБЦ класификације ради редефинисања обима

производње и производног асортимана производа у складу са насталим променама на тржишту.

Предузеће „Форма Идеале“ производи 11 типова предсобља. Ради једноставнијег приказа података, називима артикала из групе предсобља ће бити додељена обележја. Пуни називи предсобља и њихова обележја су приказани у Табели 1.

**Табела 1.: Називи предсобља са обележјима**

| Обележје производа | Назив предсобља                       |
|--------------------|---------------------------------------|
| П <sub>1</sub>     | Предсобље „Равена“                    |
| П <sub>2</sub>     | Предсобље „Мареа Плус“                |
| П <sub>3</sub>     | Предсобље „Мартин“                    |
| П <sub>4</sub>     | Елемент предсобља „Феликс“<br>чивилук |
| П <sub>5</sub>     | Чивилук „Харизма Хангер“              |
| П <sub>6</sub>     | Чивилук „Баланс Хангер“               |
| П <sub>7</sub>     | Предсобље „Фламенго“                  |
| П <sub>8</sub>     | Елемент предсобља „Феликс“<br>1К      |
| П <sub>9</sub>     | Предсобље „Капри“                     |
| П <sub>10</sub>    | Предсобље „Рондо Софт“                |
| П <sub>11</sub>    | Предсобље „Никдо 3“                   |

Извор: Форма идеале, 2016, стр.15

АБЦ класификацију производа је могуће извршити посредством више критеријума. Предузеће „Форма Идеале“ ће класификацију производа извршити на основу два критеријума: обим тражње и јединична цена коштања.

Традиционална АБЦ анализа подразумева коришћење једног критеријума за класификацију производа. У одређеним ситуацијама, коришћење једног критеријума није довољно за доношење одлуке о управљању залихама. Из тог разлога, у савременим тржишним условима се користе методе вишекритеријумског одлучивања. Унапређени облик АБЦ методе има могућност вишекритеријумског одлучивања, односно доношења одлука на основу више критеријума (Agarski et al, 2012, pp.221-226). У реалним условима пословања, важности критеријума за класификацију се разликују. Промене у значају критеријума се дешавају у складу са променама у одређеном привредном субјекту у којем се врши класификација.

На примеру предузећа „Форма Идеале“ се разматра случај у којем је обим тражње значајнији критеријум у односу на јединичну цену. Однос ова два критеријума је 7:3.

Дакле, за класификацију предсобља су потребни подаци о јединичним ценама коштања и обиму тражње (у овом примеру, узима се обим тражње на месечном нивоу). Обими тражње пете, седме и осме врсте производа се не могу тачно одредити. Обим тражње пете врсте производа се процењује на основу података о обиму тражње из евиденције: Подаци о обиму тражње и фреквенцијама учесталости пете врсте производа су приказани у Табели 2.

**Табела 2.: Обим тражње и фреквенција учесталости производа П<sub>5</sub> за месец октобар 2016. године**

| Обим тражње (комади) | Фреквенција учесталости |
|----------------------|-------------------------|
| 4865                 | 1                       |
| 4866                 | 2                       |
| 4867                 | 1                       |
| 4868                 | 3                       |
| 4869                 | 2                       |
| 4870                 | 1                       |
| 4871                 | 1                       |
| 4872                 | 4                       |
| 4873                 | 1                       |
| 4874                 | 1                       |
| 4875                 | 1                       |
| 4876                 | 2                       |
| 4877                 | 1                       |
| 4878                 | 1                       |
| 4879                 | 2                       |
| 4880                 | 1                       |
| 4881                 | 1                       |
| <b>Сума:</b>         | <b>26</b>               |

Извор: Израда аутора

Уколико претпоставимо да је емпиријска расподела случајне величине  $d_1$ , према којој је описан обим производње предсобља П<sub>5</sub> једнака нормалној расподели, онда теорија вероватноће указује да је математичко очекивање случајне величине са нормалном расподелом једнака параметру нормалне расподеле.

У конкретном случају математичко очекивање случајне величине се може изразити путем аритметичке средине. Аритметичка средина обима тражње производа П<sub>5</sub> се може представити на следећи начин:

$$M(d_5) = \bar{x} = \frac{1}{26} = (4865*1 + 4866*2 + 4867*1 + 4868*3 + 4869*2 + 4870*1 + 4871*1 + 4872*4 + 4873*1 + 4874*1 + 4875*1 + 4876*2 + 4877*1 + 4878*1 + 4879*2 + 4880*1 + 4881*1) = \frac{126683}{26} = 4872,42 \quad (1)$$

Просечан обим тражње пете врсте производа за октобар 2016. године износи 4872,42 јединица производа.

Обими тражње седме врсте производа је описан посредством емпиријске расподеле:

$$d_7 = \left( \frac{6200}{0,15} \frac{6500}{0,20} \frac{6700}{0,35} \frac{7100}{0,20} \frac{7400}{0,10} \right) \quad (2)$$

Емпиријска расподела седме врсте производа се може апроксимирати детерминистичком вредношћу која је једнака математичком очекивању на основу расподеле:

$$M(d_7) = \sum_{i=1}^5 x_i * p_i = \left( \frac{6200*0,15 + 6500*0,20 + 6700*0,35 + 7100*0,20 + 7400*0,10}{7400*0,10} \right) = 6735 \quad (3)$$

Просечан обим тражње седме врсте производа за октобар 2016. године износи 6735 јединица производа.

Обим тражње осме врсте производа је приказан емпиријском расподелом:

$$d_8 = \left( \frac{9000}{0,25} \frac{9300}{0,10} \frac{9600}{0,15} \frac{10000}{0,25} \frac{10300}{0,25} \right) \quad (4)$$

Емпиријска расподела осме врсте производа се може апроксимирати детерминистичком вредношћу која је једнака математичком очекивању на основу расподеле:

$$M(d_8) = \sum_{i=1}^5 x_i * p_i = \left( \frac{9000*0,25 + 9300*0,10 + 9600*0,15 + 10000*0,25 + 10300*0,25}{10300*0,25} \right) = 9695 \quad (5)$$

Просечан обим тражње осме врсте производа за октобар 2016. године износи 9695 јединица производа.

Прорачуном обима тражње за пету, седму и осму врсту производа, познати су подаци о обиму тражње свих разматраних категорија. Други критеријум расподеле је цена коштања. Цене коштања су познате и са обимима тражње приказане у Табели 3.

**Табела 3.: Вредност јединичних цена ( $c_i$ ) и обима тражње ( $d_i$ )**

| Производ        | Јединична цена | Обим тражње |
|-----------------|----------------|-------------|
| П <sub>1</sub>  | 6990,00        | 8420        |
| П <sub>2</sub>  | 9690,00        | 7650        |
| П <sub>3</sub>  | 14990,00       | 9114        |
| П <sub>4</sub>  | 3448,00        | 5827        |
| П <sub>5</sub>  | 7640,00        | 4872,42     |
| П <sub>6</sub>  | 7640,00        | 9374        |
| П <sub>7</sub>  | 7872,00        | 6735        |
| П <sub>8</sub>  | 8240,00        | 9695        |
| П <sub>9</sub>  | 13672,00       | 6895        |
| П <sub>10</sub> | 17800,00       | 8176        |
| П <sub>11</sub> | 11880,00       | 7356        |

Извор: Форма идеале, 2016, стр.23

Након прикупљања података о јединичној цени и прорачуну обима тражње, могуће је извршити класификацију производа. АБЦ анализа се врши кроз четири корака. Први корак подразумева додељивање детерминистичких вредности критеријума оптималности. Пошто се у овом случају рангирање врши на основу два критеријума, потребно је да се дефинише јединствени сложени критеријум оптималности који садржи и обим тражње и јединичну цену. Поменути критеријум ће бити означен као месечна вредност производа. Месечна вредност ће бити прорачуната као:

$$MV_i = c_i^{w1} * d_i^{w2} = c_i^{0,3} * d_i^{0,7} \quad (6)$$

**Табела 4.: Прорачун детерминистичке вредности критеријума оптималности**

| Производ       | $MV_i = c_i^{0,3} * d_i^{0,7}$ | $MV_i (\%)$ |
|----------------|--------------------------------|-------------|
| П <sub>1</sub> | 7962,723                       | 8,88        |
| П <sub>2</sub> | 8212,212                       | 9,15        |
| П <sub>3</sub> | 10581,25                       | 11,80       |
| П <sub>4</sub> | 4978,307                       | 5,55        |



|                 |                 |            |
|-----------------|-----------------|------------|
| П <sub>5</sub>  | 5576,341        | 6,22       |
| П <sub>6</sub>  | 8816,079        | 9,83       |
| П <sub>7</sub>  | 7057,678        | 7,87       |
| П <sub>8</sub>  | 9233,4          | 10,29      |
| П <sub>9</sub>  | 8466,884        | 9,44       |
| П <sub>10</sub> | 10325,35        | 11,51      |
| П <sub>11</sub> | 8493,646        | 9,47       |
| <b>Сума:</b>    | <b>89703,86</b> | <b>100</b> |

Извор: Израда аутора

Други корак АБЦ класификације подразумева рангирање производа на основу месечне вредности, тј. на основу јединственог сложеног критеријума оптималности. Рангирање производа према месечној вредности је извршено у Табели 5.

**Табела 5.: Рангирање производа према месечној вредности**

| Производ        | MV <sub>i</sub> (%) |
|-----------------|---------------------|
| П <sub>3</sub>  | 11,80               |
| П <sub>10</sub> | 11,51               |
| П <sub>8</sub>  | 10,29               |
| П <sub>6</sub>  | 9,83                |
| П <sub>11</sub> | 9,47                |
| П <sub>9</sub>  | 9,44                |
| П <sub>2</sub>  | 9,15                |
| П <sub>1</sub>  | 8,88                |
| П <sub>7</sub>  | 7,87                |
| П <sub>5</sub>  | 6,22                |
| П <sub>4</sub>  | 5,55                |
| <b>Сума:</b>    | <b>100</b>          |

Извор: Израда аутора

Након рангирања производа, потребно је извршити прорачун кумулатива. Трећи корак у примени АБЦ класификације захтева прорачун кумулатива јединственог сложеног критеријума оптималности (месечне вредности). Прорачун кумулатива месечне вредности је приказан у Табели 6.

**Табела 6.: Израчунавање кумулатива месечне вредности**

| Производ        | MV <sub>i</sub> (%) | Кумулатив |
|-----------------|---------------------|-----------|
| П <sub>3</sub>  | 11,80               | 11,80     |
| П <sub>10</sub> | 11,51               | 23,31     |

|                 |            |       |
|-----------------|------------|-------|
| П <sub>8</sub>  | 10,29      | 33,60 |
| П <sub>6</sub>  | 9,83       | 43,43 |
| П <sub>11</sub> | 9,47       | 52,90 |
| П <sub>9</sub>  | 9,44       | 62,34 |
| П <sub>2</sub>  | 9,15       | 71,49 |
| П <sub>1</sub>  | 8,88       | 80,37 |
| П <sub>7</sub>  | 7,87       | 88,24 |
| П <sub>5</sub>  | 6,22       | 94,46 |
| П <sub>4</sub>  | 5,55       | 100   |
| <b>Сума:</b>    | <b>100</b> |       |

Извор: Израда аутора

Завршни корак АБЦ класификације представља формирање група производа на основу кумулатива. Наиме, разматрана група производа ће бити распоређена поделом кумулатива на три целине: производи А-80% кумулатива, производи Б-15% кумулатива и производи Ц-5% кумулатива. Формирање група производа је приказано у Табели 7.

**Табела 7.: Формирање група производа**

| Назив групе | Производи                                                                                                                               |
|-------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Група А     | П <sub>3</sub> , П <sub>10</sub> , П <sub>8</sub> , П <sub>6</sub> , П <sub>11</sub> , П <sub>9</sub> , П <sub>2</sub> , П <sub>1</sub> |
| Група Б     | П <sub>7</sub> , П <sub>5</sub>                                                                                                         |
| Група Ц     | П <sub>4</sub>                                                                                                                          |

Извор: Израда аутора

Производи класификовани у групу А су од највећег значаја за привредни субјект на основу критеријума цена коштања и обим тражње. Менаџмент компаније би своју пажњу требало да усмери на ове производе у разматраном периоду. Такође, стратегија предузећа би требало да буде усклађена са овом групом производа.

Производи из групе Б су од мањег значаја за предузеће у односу на производе из групе А. Ипак, менаџмент овог предузећа би требало да поменуте производе остави у производном програму. Поред тога, пажња би требало да буде сконцентрисана на усавршавању дизајна и начина производње ових производа, како би производи из групе Б, прешли у групу А.

Производ П<sub>4</sub> има најмањи значај за организацију. Овај производ ствара вишак трошкова производње. Предложена мера за овај производ јесте избацивање из производног програма и замена са новим производом.

## **ЗАКЉУЧАК**

Залихе представљају неизоставан део успешних предузећа у савременим тржишним условима. Оне су потребне ради пословања без прекида производње или процеса продаје. Залихе представљају основу за несметано одвијање свих процеса у оквиру предузећа. Управљање залихама се поставља као императив ради стицања конкурентске предности и стварања профита на тржишту.

У овом раду, управљање залихама је извршено посредством АБЦ методе. На основу спроведеног истраживања, добијени су одређени резултати које је могуће представити на следећи начин:

Производи група А су од приоритетног значаја за пословање компаније „Форма Идеале“. У циљу наставка успешног пословања, потребно је да за ову групу производа менаџмент компаније обезбеди сигурносне залихе, како у случају одређеног поремећаја на тржишту не би дошло до проблема у задовољавању потреба купаца. Даље, на основу обима тражње и јединичне цене коштања, ови производи су од највећег значаја за предузеће те би будуће пословање требало да буде усмерено на ове производе из групе А. Трошкови производње ових производа су минимални, те није потребно мењати начин производње. Такође, с обзиром на велики обим тражње, у овом тренутку није потребно мењати дизајн производа из групе А.

Сви производи из групе Б су значајни за предузеће, али не у обиму у којем су значајни производи групе А. У складу са тим, залихе ових производа требају да буду на нижем нивоу у односу на групу А. Поред тога, трошкови производње ових производа нису оптимални, те је потребно унапређење у самом начину производње ради минимизације трошкова. Оптимално управљање ове групе производа може да доведе до преласка неког од производа из групе Б у групу А, што је свакако стратешки циљ у погледу управљања ове групе производа.

Предсобље П<sub>4</sub>, које је распоређено у групу Ц има најмањи значај за пословање предузећа. Највећи део залиха овог производа у укупној структури залиха учествује са минималном вредношћу. Услед врло малог обима тражње и ниске јединичне цене коштања овог производа, по финансијски резултат предузећа би најбоље утицало избацивање поменутог производа из производног програма и убацивање новог са циљем привлачења купаца са одређеног тржишта.

## ЛИТЕРАТУРА

1. Elsayed, K. Wahba, H. (2016). *Reexamining the relationships between inventory management and firm performance: An organization life cycle perspective*, Future Business Journal. 2/2016, 65-80.
2. Милачић, Љ. Ђукић, Т. Павловић М. (2014). *Примена вишекритеријумског приступа у оцени ефикасности инвестиционих пројеката*, Економски погледи, 16(2), 189-201.
3. Куртановић, З. (2012). *Промена рачуноводствених политика залиха*, Економски погледи, 3/2012, 80-90.
4. Leber, M. Weber, C. Adam, F. Leber, M. (2014). *Mobile Application as an Innovative Supply Chain Concept and the Impact of Social Capital*. International Journal of Simulation Modelling. 13(2), 135-146.
5. Wu, G. D. (2014). *Project-Based Supply Chain Cooperative Incentive Based on Reciprocity Preference*. International Journal of Simulation Modelling. 13(1), 102-115.
6. Buchmeister, B.; Friscic, D. Lalic, B. Palcic, I. (2012). *Analysis of a Three-Stage Supply Chain with Level Constraints*. International Journal of Simulation Modelling. 11(4), 196-210.
7. Šarić T. Šimunović K. Pezer D. Šimunović G. (2014). *Inventory classification using multi - criteria ABC analysis, neural networks and cluster analysis*. Tehnički vjesnik 21(5), 1109-1115.
8. Chu, C. W. Liang, G. S. Liao, C. T. (2008). *Controlling inventory by combining ABC analysis and fuzzy classification*. Computers & Industrial Engineering 55, 4/2008, 841-851.
9. Dickie, H. F. (1951). *ABC Inventory Analysis Shoots for Dollars. Not Pennies*. Factory Management and Maintenance, 109(7), 92-94.
10. Chu, C. H. (1974). *ABC analysis: A Management by Exception Tool*. Journal of IE. Chung Yuan University, Taiwan, 78-80.
11. Slaybaugh, C. J. (1968). *Pareto's Law and Modern Management*, Production and Inventory Management, 8-19.
12. Swamidass, P. M. (2000). *ABC analysis or ABC classification*, In P. M. Swamidass (Ed.). Encyclopedia of production and manufacturing management, Boston: Kluwer Academic Publishers, Vol.1-2, 2.
13. Chen, Y. S. Chong P. P. Tong M. Y. (1994). *Mathematical and Computer Modelling of the Pareto Principle*, Mathematical Computer Modelling, 19(9), 61-80.
14. Chu, C. H. Chu, Y. C. (1987). *Computerized ABC analysis: The basic for inventory management*, Computers industrial Enginere, 13, 66-70.
15. Форма идеале. (2016). *Месечни извештај - предсобља*, Крагујевац, 15-23.

16. Agarski, B. Kljajin, M. Budak, I. Tadic, B. Vukelic, D. Bosak, M. Hodolic, J. (2012). *Application of multi-criteria assessment in evaluation of motor vehicles' environmental performances*. Tehnicki vjesnik-Technical Gazette. 19(2), 221-226.

*Рад је примљен: 13.11.2016.*

*Рад је прихваћен за штампање: 16.12.2016.*

## РИЗИЧНИ КАПИТАЛ И ПРЕПРЕКЕ ЗА ЊЕГОВО УЛАГАЊЕ

### VENTURE CAPITAL AND OBSTACLES TO THE VENTURE CAPITAL INVESTMENTS

Ахмедин Лекпек<sup>1</sup>

Државни универзитет у Новом Пазару, Департман за економске  
науке, Нови Пазар, Србија

**Сажетак:** Предмет истраживања у овом раду је концепт ризичног капитала, једног од најатрактивнијих модела финансијског посредовања у савременим условима пословања. Рад ће најпре представити концепт ризичног капитала, његову заступљеност на глобалном нивоу, форме у којима се јавља и фазе овог типа улагања. Потом ће бити анализирани изазови који су везани за примену овог финансијског аранжмана, посебно се осврћући на земље у транзицији. Циљ истраживања је да се сагледају кључне одлике ризичног капитала и могућност његове имплементације у различитим друштвеним и економским условима, имајући у виду препреке са којима се суочавају улагачи овог капитала.

**Кључне речи:** ризични капитал, новооснована предузећа, земље у транзицији, инвестирање, агенцијски проблем.

**Abstract:** The subject of this article is the concept of venture capital, one of the most attractive model of financial intermediation in the modern business environment. The paper will first present the concept of venture capital, its presence on a global level, the form in which it occurs and stages of this type of investment. Then it will be analyzed the challenges related to the implementation of this financial arrangement, especially in the transition countries. The aim of the research is to look at the key features of venture capital and the possibility of its implementation in different social and economic conditions, given the obstacles faced by the venture capital investors.

**Keywords:** venture capital, startup companies, transition countries, investment, agency problem.

## УВОД

Због променљивих услова привређивања, флексибилност предузећа је постала један од кључних предуслова њиховог опстанка. С обзиром на то да се велики пословни системи, који су деценијама били покретачи убрзаног привредног развоја већине земаља, запошљавали највећи део радне снаге и били водећи иноватори и носиоци конкурентности националних привреда, често нису могли похвалити флексибилношћу, отворен је простор за мање пословне ентитете, који се лакше прилагођавају изазовима променљивог окружења. Међутим, ови субјекти су у неповољнијем

---

<sup>1</sup> alekpek@np.ac.rs

положају кад је у питању доступност квалитетних извора финансирања у односу на корпорације. Финансијска моћ корпорацијама омогућава повољније финансирање, најчешће путем емисије и продаје хартија од вредности. С друге стране, мала и средња предузећа најчешће немају приступ берзама и другим сегментима организованог финансијског тржишта. Тај проблем је још израженији код предузећа у земљама у транзицији, чије су могућности екстерног финансирања додатно ограничене.

У условима неразвијеног финансијског тржишта, што је одлика доброг дела земаља у транзицији, предузећа су, углавном, приморана да финансијска средства обезбеђују путем узимања кредита од банака, који представљају један од ретких стабилних екстерних извора финансирања. Међутим, банкарски кредити у овим земљама су веома скупи и за значајан део предузећа недоступни. То се посебно односи на предузећа која се налазе у почетним фазама развоја. У развијеним земљама проблем финансирања ових предузећа значајно је ублажен постојањем могућности финансирања на бази ризичног капитала, на чијој анализи се овај рад темељи. У првом делу рада биће представљен концепт ризичног капитала, његов историјски развој, улога коју имају инвеститори ризичног капитала у финансираним предузећима, као и форме у којима се ризични капитал може јавити. Други део се односи на анализу улоге малих и средњих предузећа у привредама на националном и глобалном нивоу, могућности њиховог финансирања и улоге ризичног капитала у том процесу. У последњем делу, анализиране су препреке које ограничавају улагање ризичног капитала и доводе до његове веома мале заступљености у финансирању пословања предузећа.

## 1. КОНЦЕПТ РИЗИЧНОГ КАПИТАЛА

Предузећа која се налазе у почетној фази развоја тржиште углавном перципира као веома ризична, па се стога оваква предузећа сусрећу с проблемом доступности финансијских средстава неопходних за пословање, било у облику кредита или власничких улагања. У тржишним привредама овај проблем је значајно ублажен постојањем могућности финансирања путем тзв. ризичног капитала (енг. *venture capital*). Ризични капитал представља средства која имућни појединци или институције улажу у млада, првенствено технолошки оријентисана, предузећа. С обзиром на то да се налазе у почетној фази пословања, ова предузећа су тржишту недовољно позната и за улагање високоризична, али имају изузетан развојни

потенцијал. Институције и појединци који инвестирају на бази ризичног капитала постали су кључни финансијери младих и перспективних предузећа, јер је финансирање таквих пословних субјеката, услед изражене *асиметричне информисаности* улагача и предузетника, недовољно привлачно осталим актерима на финансијском тржишту (Gompers & Lerner 2001, стр. 145). Ризични капитал, углавном, има форму власничког улагања у новонастала предузећа на дуже стазе, где се, осим финансијске помоћи, менаџменту предузећа помаже и у управљању, с циљем повећања тржишне вредности финансираног предузећа и остварења капиталне добити (Durrani & Wooscock 2006, стр. 37).

Први фондови који су се специјализовали за инвестирање у форми ризичног капитала настали су након Другог светског рата, при чему су пионири у овој области биле америчке фирме *American Research and Development Corporation (ARDC)* и *J.H. Whitney & Company*, које су настале 1946. године (види Ante, 2008). Међутим, концепт ризичног капитала је далеко старији. Овај концепт финансирања води порекло с Блиског и Средњег истока, где су вековима трговачке активности финансиране на бази поделе профита и губитака, што су трговци са Апенинског полуострва преузели пре једног миленијума и пренели у Европу (Çizakça, 1995, наведено у Durrani & Wooscock, 2006, стр. 37). Данас је финансирање на бази ризичног капитала од изузетног значаја за привредни развој. Томе у прилог говори и чињеница да многи пословни гиганти, попут *Microsoft-a*, *Google-a*, *Starbucks-a*, *Intel-a*, *Staples-a* и *FedEx-a*, свој пословни успех добрим делом дугују финансирању на бази ризичног капитала у почетним фазама њиховог развоја (Chemmanur, Krishnan & Nandy, 2010, стр. 277).

Појединци и институције који инвестирају на бази ризичног капитала (енг. *venture capitalists*), осим финансирања, пружају и знатно већу подршку финансираним предузећима него што то чине остали финансијски посредници, јер они активно учествују у дефинисању пословне политике, корпоративне културе, конципирања кадровске политике и помоћи при тржишном позиционирању предузећа (види Hellmann & Puri, 2002, стр. 194). Инвеститори овим предузећима преносе своја експертска знања из области финансија, пословања и познавања тржишта и обезбеђују пословне и личне контакте с утицајним пословним и регулаторним субјектима, који су већини, чак и пословно зрелијих предузећа, тешко доступни. На бази ризичног капитала углавном се финансирају предузећа која послују у експанзивним секторима,



попут сектора информационих технологија, софтвера и биотехнологије, који бележе високе стопе раста (Preqin, 2012).

Тржиште ризичног капитала састоји се од више сегмената, односно мањих тржишта, на којима се нуде различите форме ризичног капитала. *Институционални или формални ризични капитал* се односи на фирме које имају улогу посредника између финансијски моћних институција и појединаца (попут великих предузећа, пензијских фондова, имућних породица итд.), од којих прикупљају средства, и младих предузећа, у која се прикупљена средства улажу (Landström, 2007, стр. 5). *Корпоративни ризични капитал* је форма ризичног капитала код које су корпорације једини извор средстава који фондовима за улагање ризичног капитала стоји на располагању, за разлику од институционалног ризичног капитала, где се као извор могу јавити и финансијске институције. Притом, фондови могу бити независни од корпорација са којима сарађују (екстерно вођене инвестиције) или под контролом корпорација (интерно вођене инвестиције) (види McNally, 1994, наведено у Landström, 2007, стр. 7-8). *Неформални ризични капитал* се тиче финансирања новонасталих предузећа од стране имућних појединаца (Wong, 2010, стр. 75), који могу бити *пословни анђели* или *неформални инвеститори*, који улажу мање износе и остварују нижи ниво контроле над пословањем финансираног предузећа него што је то случај с пословним анђелима (Landström, 2007, стр. 8-9).

Циклус улагања на бази ризичног капитала састоји се из неколико повезаних и међусобно условљених фаза (види Gompers & Lerner, 2001, стр. 152), при чему успешност у реализацији сваке од њих зависи од ефикасности у реализацији претходних фаза. **Прва фаза** циклуса улагања ризичног капитала је везана за прикупљање финансијских средстава неопходних за инвестирање. У овој фази, фондови морају упознати потенцијалне инвеститоре с инвестиционим плановима и потенцијалним приносима на улоге. **Друга фаза** је састављена од више етапа. Прва етапа је **иницијална провера** (енг. *initial screening*) и током ње менаџери фонда морају у што краћем року издвојити квалитетне и реалне пројекте и одбацити оне за које сматрају да нису довољно атрактивни, полазећи од унапред дефинисаних критеријума и очекивања инвеститора. Друга етапа је **комплетна процена предузећа** (енг. *due diligence*), током које се врши детаљна анализа менаџмента, производа и пословног потенцијала предузећа, одабраних приликом иницијалне анализе понуђених пројеката (Duttani & Woosock, 2006, стр. 62). Ова фаза је посебно захтевна код улагања ризичног капитала, јер су у питању млада предузећа, чији се приноси потенцијали не могу

процењивати на основу пословних резултата из прошлости (види Christofidis & Debande, 2001). У трећој етапи, **одобравања и структурирања** (енг. *approval and structuring*), фондови упознају предузећа која су одабрана за финансирање с условима под којим ће се реализовати инвестиције. Услови се тичу облика и висине улагања, као и дефинисања управљачких права фонда у финансираном предузећу, при чему предузеће нема право да утиче на понуђене услове (Christofidis & Debande, 2001, стр. 14). Последња етапа друге фазе је **надзор и унапређење пословања предузећа** (енг. *monitoring and add value*) и оквиру ње се врши нагледање активности финансираног предузећа, да би се осигурала реализација инвестиционог плана и спречило штетно деловање менаџмента предузећа. Контролу над пословањем предузећа првенствено спроводи представник фонда у борду директора предузећа, што је вишеструко корисно и за само предузеће (преношење знања и искустава, јачање тржишне позиције предузећа кроз утицај фонда и инвеститора и привлачење нових инвеститора) (види детаљније Hellmann & Puri, 2002; Durrani & Wooscock, 2006; De Clercq & Manigart, 2007).

**Трећа фаза** циклуса улагања ризичног капитала је фаза у којој се циклус завршава и тражи се оптимално решење за излазак фонда из финансираног пројекта, које ће инвеститорима обезбедити атрактивне приносе, а фонду ојачати тржишну позицију и омогућити да прикупи средства и за нове циклусе улагања ризичног капитала. Фондовима на располагању стоји више различитих могућности за излазак из финансираног пројекта, попут продаје удела: *путем иницијалне јавне понуде акција, стратешком инвеститору, постојећим власницима или менаџерима предузећа, другим инвеститорима* или окончавања пословања, у случају неуспешног улагања (Alemany & Scarlata, 2010, стр. 146).

На различитим тржиштима преферирају се различите форме изласка. Тако је у САД, Канади, Великој Британији и Француској најзаступљенији начин изласка фонда из пројекта иницијална јавна понуда акција, док се у већини европских земаља за излазак углавном користе ванберзанске продаје удела (види Durrani & Wooscock, 2006).

## **2. УЧЕШЋЕ РИЗИЧНОГ КАПИТАЛА У ФИНАНСИРАЊУ МАЛИХ И СРЕДЊИХ ПРЕДУЗЕЋА**

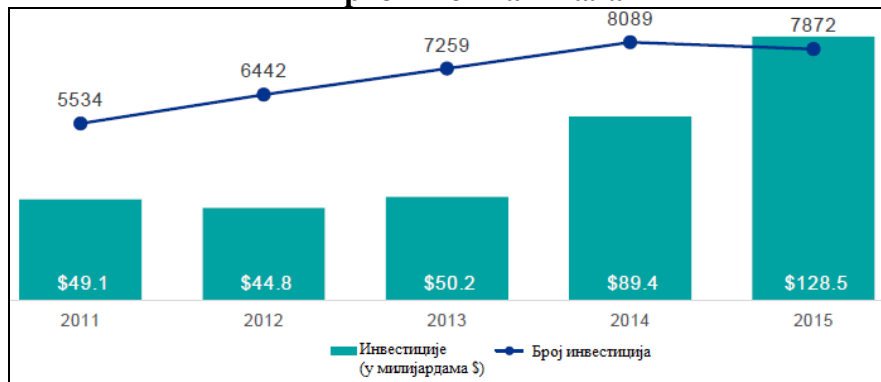
Многе земље у развоју, па чак и делови развијених земаља, који су недовољно интересантни великим предузећима, свој

привредни раст и развој темеље на пословању малих и средњих предузећа (МСП).

У земљама *OECD*-а, преко 95% предузећа спада у категорију МСП и у њима ради скоро 60% запослених у приватном сектору (Dalberg, 2011, стр. 7). Њихов значај је посебно велики за земље у развоју, о чему више него јасно говоре следећи подаци Светске банке: у земљама у развоју 45% укупно запослених ради у МСП, МСП доприносе БДП-у ових земаља у износу од преко 33% и отварају 4 од 5 нових радних места (World Bank, 2015). Међутим, за разлику од великих предузећа, којима на располагању стоје бројни повољни извори финансирања, приступ изворима финансирања за МСП је веома отежан (Ерић и остали, 2012). Светска банка указује да преко 70% МСП у земљама у развоју нема приступ кредитима и да мањак потребних кредита достиже износ од чак 2,6 билиона америчких долара (World Bank, 2015).

Да би се превазишао проблем финансирања МСП, који постоји и у развијеним земљама, приступило се стварању алтернативних извора финансирања, међу којима се посебно истиче ризични капитал. Тржиште ризичног капитала већ годинама бележи константан раст, о чему сведоче подаци са Графика 1.

**График 1.: Глобални тренд финансирања предузећа на бази ризичног капитала**



Извор: KMPG & CB Insights (2016, стр. 11)

Приказани график показује да је глобални тренд финансирања предузећа на бази ризичног капитала у последњих пет година растући. Извесна одступања су се јавила 2012. године (пад износа инвестиција на бази ризичног капитала) и 2015. године, када је број инвестиција на бази ризичног капитала смањен у односу на претходну годину, али је зато износ инвестиција порастао за импресивних 43,7%.

Посматрано по *секторима*, у последњем кварталу 2015. године, ризични капитал је највише улаган у сектор интернета (50%), телекомуникација (16%), здравствене заштите (13%), софтвера (6%), потрошачких производа и услуга (4%) и остало (12%) (KMPG & CB Insights, 2016, стр. 17). Посматрано по *континентима*, у 2015. години доминирали су Северна Америка (74,2 милијарде долара улагања и 4890 инвестиција), Азија (39,7 милијарди долара улагања и 1442 инвестиције) и Европа (13,4 милијарде долара улагања и 1387 инвестиција) (Ибид, стр. 19). Посматрано по *земљама*, у 2014. години по улагањима на бази ризичног капитала издвајају се САД (49.532,43 милиона долара), док су далеко иза њих Јапан (1.862,79 милиона долара у 2013. години), Канада (1.464,82 милиона долара), Израел (1.165 милиона долара) и Велика Британија (1.112,62 милиона долара) (OECD, 2015, стр. 103).<sup>2</sup>

Иако сектор ризичног капитала у многим земљама, а нарочито у оним које су у фази транзиције и развоја, убрзано расте<sup>3</sup>, значај овог облика финансијског посредовања за националне привреде и финансирање предузећа је и даље веома мали. О томе говори висина инвестиција на бази ризичног капитала изражена у проценту од БДП-а појединих земаља (наведено према OECD, 2015, стр. 103). Највећа вредност овог показатеља забележена је у Израелу (0,38%), затим у САД (0,28%), Канади (0,08%) и Шведској (0,07%). У земљама у транзицији и у развоју, тај проценат је још нижи: Јужна Африка (0,06%), Мађарска (0,03%), Русија (0,01%). Без обзира на константан раст сектора ризичног капитала, његово учешће у финансирању МСП је занемарљиво и у САД износи 1%, док је у Европској унији, заједно са свим осталим облицима власничких улагања (енг. *equity*), остварио учешће у финансирању МСП од свега 3% (ESBG, 2016, стр. 8).

У наставку ће бити анализирани разлози минорне заступљености ризичног капитала као модела финансијског посредовања на глобалном нивоу, с посебним освртом на земље у транзицији.

---

<sup>2</sup> Од земаља бивше СФРЈ, у наведеном извору подаци су доступни једино за Словенију, где је 2014. године било 3,32 милиона долара инвестиција на бази ризичног капитала.

<sup>3</sup> Полазећи од 2007. године као базне, инвестиције на бази ризичног капитала у 2014. години су порасле у Мађарској 2,97 пута, у Јужној Африци 2,75 пута и у Русији 2,31 пута (наведено на основу графика из OECD, 2015, стр. 103).

### 3. ПРЕПРЕКЕ ЗА УЛАГАЧЕ РИЗИЧНОГ КАПИТАЛА

Специфична природа ризичног капитала као облика финансијског посредовања, доводи до тога да је његова имплементација у пракси праћена бројним изазовима и потешкоћама. Један од проблема који је чврсто повезан са имплементацијом овог финансијског аранжмана је агенцијски проблем. Наиме, инвестирањем на бази ризичног капитала, у већини случајева, фондови за улагање ризичног капитала стичу власнички удео у финансираном предузећу. Тиме се између фондова и предузетника, односно већинских власника финансираних предузећа, формира агенцијски однос, где фондови (или менаџери фондова) постају принципиали, док предузетници (већински власници предузећа) добијају улогу агената. Агенцијски однос, који је детаљно анализиран у оквиру агенцијске теорије фирме (види Jensen & Meckling, 1976), карактерише неједнака информисаност уговорних страна, односно асиметрична информисаност, где су агенти углавном знатно боље информисани о свим аспектима финансираног пројекта. Млада предузећа из сектора високе технологије су посебно проблематична с тог аспекта, јер њихова имовина, која би могла послужити као колатерал улагачима, најчешће се јавља у облику патената и друге нематеријалне имовине, а уз то, њихове профитне потенцијале је веома тешко проценити због њихове кратке пословне историје (Gompers, Lerner, 2001, стр. 155). Асиметрична информисаност агентима ствара простор да делују у сопственом интересу, често занемарујући интересе принципала или чак радећи на њихову штету, што се у пословној теорији и пракси препознаје као агенцијски проблем, који се углавном манифестује кроз негативну селекцију (неадекватан избор предузећа за финансирање) и морални хазард (непожељно пословно деловање предузетника) (види De Clercq & Manigart, 2007).

За ублажавање агенцијског проблема код инвестирања на бази ризичног капитала користе се различите методе, попут *улагања по фазама*, сходно реализацији пројекта, *заједничког улагања* са другим фондовима, *уласка представника фонда у одбор директора* и *условљености бенефиција предузетника* (попут висине накнада и стицања права на опције на акције) пословним успехом предузећа (Gompers & Lerner, 2001, стр. 155).

Осим поменутог, код ризичног капитала је заступљен још један агенцијски однос у којем фондови имају улогу агената, док су финансирана предузећа принципиали. Ни у овој пословној релацији се не може искључити могућност појаве агенцијског проблема, односно

могућност опортунистичког понашања менаџера фонда на штету финансираног предузећа (види Cable & Shane, 1997). Опортунистичко и по предузетника штетно понашања менаџера фонда за улагање ризичног капитала може се јавити у више облика (наведено према De Clercq & Manigart, 2007, стр. 198-199). *Прво*, у случају инвестирања у више предузећа, нека од њих могу бити занемарена од стране фонда, што угрожава њихову пословну будућност. *Друго*, улагање по фазама може пружити шансу фондовима да константно условљавају предузетника побољшањем положаја фонда у њиховом пословном односу. *Треће*, постоји опасност да, услед тежње фонда да што пре изађе из предузећа, предузеће изврши иницијалну јавну понуду акција иако за то није довољно спремно.

Осим са аспекта агенцијске теорије фирме, концепт ризичног капитала је проблематичан и са становишта *теорије хијерархије структуре капитала* (у оригиналу *pecking order theory*) (Myers & Majluf, 1984). Према овој теорији, предузећа избегавају власничко финансирање (енг. *equity*), где спада и ризични капитал, те се, приликом одабира извора финансирања, пре одлучују за финансирање сопственим изворима и задуживањем. Сматра се да одабиром власничког финансирања (углавном путем емисија акција), предузеће, услед асиметричне информисаности уговорних страна, ризикује да недовољно информисани инвеститори то протумаче као негативан сигнал. Ова теорија се углавном потврђује код финансирања зрелих предузећа, док се млада предузећа, нарочито из области високе технологије, често одлучују на власничко финансирање (Brili R., Majers, S. i Markus, A., 2010, стр. 415-416), што даје основу за опстанак ризичног капитала као облика финансирања.

Поред наведених ограничења, имплементација ризичног капитала, као облика финансијског посредовања, компликована је и због бројних предуслова које треба испунити да би она била успешна. Основни предуслови за успешно и ефикасно инвестирање ризичног капитала у једној земљи су: стимулативна економска политика државе, правна заштита инвеститора, постојање и примена одговарајућих стандарда корпоративног управљања, велики број образованих и искусних предузетника и развијено финансијско тржиште. У литератури постоји низ теоријских модела, у оквиру којих су дефинисани критеријуми за избор пројеката за финансирање на бази ризичног капитала. Један од најчешће коришћених модела је модел који су развили Hisrich & Jankowicz (1990), а унапредили Fried & Hisrich (1994). Овај модел се заснива на три основна стуба (Fried &

Hisrich, 1994, стр. 30): а) *концепту* - потенцијали пројекта; б) *управљању* - знање, искуство и карактер предузетника; и ц) *приносима* - могућности остварења високих приноса. На основу овог модела, бројни аутори (Bliss, 1999; Leeds & Sunderland, 2003; Ahlstrom & Bruton, 2006; Klonowski, 2007 и други) су анализирали услове за рад фондова ризичног капитала у земљама у транзицији и земљама у развоју. Према њиховим налазима, три кључна ограничавајућа фактора за улагања ризичног капитала у земљама у транзицији су : а) неповољан утицај владе, б) неискусни и недовољно образовани предузетници и ц) неразвијено финансијско тржиште.

За креирање економског и правног пословног окружења у једној држави задужена је **влада**. Иако је са процесом транзиције у бившим социјалистичким земљама започет и процес демократизације друштва, утицај политичке елите је и даље непримерено висок, што проузрокује бројне проблеме. Издвајају се две битне последице негативног утицаја владе. *Прва последица* је неефикасан правни систем и неадекватна правна заштита инвеститора. Правни системи у земљама у транзицији и земљама у развоју не пружају адекватну заштиту потписницима уговора, па стога потписан уговор није довољна гаранција да ће уговорне стране испоштовати своје обавезе (види Leeds & Sunderland, 2003, стр. 115). То је нарочито проблематично за фондове ризичног капитала, који улажу у млада и неафирмисана предузећа, што је само по себи веома ризично, тако да их правна несигурност у једној земљи може демотивисати и одвратити од инвестирања. *Друга последица* је неуспешна економска политика, која резултира ниским извозом, слабом конкурентношћу, високом задуженошћу и, што је за инвеститоре посебно проблематично, нестабилном валутом и високом инфлацијом. Нестабилна домаћа валута и висока стопа инфлације спречавају инвеститоре да реално процене очекивани принос, јер се вредност локалне валуте, као и цене роба, сировина и радне снаге константно мењају (види Bliss, 1999). Поред тога, земље у транзицији се често одликују компликованим и нетранспарентним пореским системима, који привреднике оптерећују великим бројем намета, као и веома скупим и обимним административним апаратима, чија неефикасност знатно успорава инвеститоре при испуњавању њихових права. Препрека за улагање ризичног капитала је и неефикасно спровођење приватизације државних предузећа, за која су (или могу бити) заинтересовани фондови ризичног капитала (види Bliss, 1999).

**Предузетници** у земљама у транзицији могу бити значајан ограничавајући фактор имплементације модела ризичног капитала из два разлога (наведено према Bliss, 1999, стр. 251). *Први разлог* је отежана процена менаџерске способности, услед недостатка искуства и остварених резултата предузетника, на основу којих је тешко проценити да ли су они способни за вођење финансираног пројекта. *Други разлог* су нереална очекивања предузетника, као директна последица недостатка знања и искуства предузетника, који нису способни да реално процене своје домете, као и домете пројекта који желе да реализују. Осим наведеног, проблем представљају и ниски стандарди корпоративног управљања у земљама у транзицији и земљама у развоју. Наиме, односи између инвеститора и предузетника су комплексни и у развијеним земљама, али је та комплексност још израженија у земљама у транзицији, услед неефикасног правног система и непостојања адекватне екстерне ревизије, што омогућава предузетницима да послују нетранспарентно и скривају од инвеститора кључне информације о свом финансијском положају (види Leeds & Sunderland, 2003, стр. 114). Због тога је инвеститорима додатно отежана процена атрактивности пројекта и менаџерских способности предузетника у земљама у транзицији. „Релативно одсуство формалних институција као што су закони и рачуноводствени стандарди, отежава појединцима и институцијама који инвестирају на бази ризичног капитала (енг. *venture capitalist*) да процене да ли су предложени пројекти оно што се чини да јесу, а не средство за 'доливање' новца на иностране рачуне“ (The Economist, 2004, наведено у Ahlstrom & Bruton, 2006, стр. 307).

У већини земаља у транзицији **финансијско тржиште** није развијено, што доводи до отежане реализације иницијалне јавне понуде, као најатрактивније излазне опције. Стога, фондови ризичног капитала у земљама у транзицији морају користити друге излазне опције, попут „откупа од стране управе, продаје стратешким инвеститорима или финансијским инвеститорима“ (Leeds & Sunderland, 2003, стр. 115). Наведене опције изласка пружају инвеститорима далеко мање профитабилне могућности, јер су број купаца власничких удела и њихова куповна моћ ограничени, за разлику од развијених финансијских тржишта, које карактерише велики број платежно способних купаца.



#### **4. ЗАКЉУЧАК**

Мала и средња предузећа су један од кључних покретача привредног развоја на националном и глобалном нивоу, чему у прилог говори чињеница да је то доминантан облик привредног организовања, као и то да ова предузећа запошљавају највећи део радне снаге. Ипак, недовољна финансијска снага и мало тржишно учешће појединачних МСП, чине их ризичним за финансирање, што отежава приступ јефтиним и стабилним изворима финансирања. Овај проблем је делимично ублажен захваљујући ризичном капиталу. Финансирање на бази ризичног капитала спроводе имућни појединци и институције, чиме омогућавају новонасталим, перспективним предузећима, која имају ограничен приступ изворима финансирања, да убрзају свој развој, стекну стабилну тржишну позицију и обезбеде себи место на берзи. Тренд финансирања предузећа на бази ризичног капитала је константно растући, али су и даље традиционални облици финансирања далеко заступљенији. Главни узрок мале заступљености финансирања на бази ризичног капитала је агенцијски проблем који је код овог финансијског аранжмана, базираног најчешће на власничком улагању, веома изражен. Такође, у хијерхији извора финансирања, власничко финансирање се узима као последњи избор. Примена ризичног капитала је посебно ретка у земљама у транзицији, иако улазак фондова ризичног капитала на тржишта ових земаља може допринети њиховом привредном опоравку и јачању националног тржишта. Разлог томе су бројни проблеми који прате улагање ризичног капитала у поменутих земљама, попут: неефикасног правног система, нестабилности привреда, дестимулишуће економске и пореске политике, неадекватног искуства и образовања предузетника, често спремних на скривање битних пословних информација од улагача, као и неразвијеног финансијског тржишта, што спречава улагаче да користе иницијалну јавну понуду као најефикаснију опцију изласка. Постојећа ситуација је штетна како за фондове ризичног капитала, тако и за владу и предузетнике у поменутих земљама. Стога, да би се постојећи проблеми превазишли на општу корист, неопходне су корените реформе привредног и правног система држава у транзицији, као и чвршћа и отворенија сарадња између владе, фондова ризичног капитала и предузетника.

## ЛИТЕРАТУРА

1. Ahlstrom, D. & Bruton, G. (2006). Venture Capital in Emerging Economies: Networks and Institutional Change. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30 (2), 299-320.
2. Alemany, L. & Scarlata, M. (2010). *Philanthropic Venture Capital: A New Model of Financing for Social Entrepreneurs*. In Cumming D. J. (ed.). *Venture Capital: Investment Strategies, Structures and Policies*. John Wiley & Sons, 131-150.
3. Ante, S. (2008). *Creative Capital: Georges Doriot and the Birth of Venture Capital*. Harvard Business School Press.
4. Bliss, R. (1999). A venture capital model for transitioning economies: the case of Poland. *Venture Capital*, 1(3), 241-257.
5. Brili R., Majers, S. i Markus, A. (2010). *Osnovi korporativnih finansija*. Mate Beograd.
6. Cable, D. M. & Shane, S. (1997). A prisoner's dilemma approach to entrepreneur – venture capitalist relationships. *Academy of Management Review*, 22(1), 142–176.
7. Chemmanur, T. J., Krishnan, K. & Nandy, D. (2010). *How Do Venture Capitalists Create Value for Entrepreneurial Firms? A Review of the Literature*. In Cumming D. J. (ed.). *Venture Capital: Investment Strategies, Structures and Policies*. John Wiley & Sons, 277-298.
8. Christofidis, C. & Debande, O. (2001). *Financing Innovative Firms Venture Capital*. European Investment Bank.
9. Çizakça, M. (1995). *Encyclopaedia of Islamic Banking and Insurance*. Institute of Islamic Banking and Insurance, London.
10. Dalberg. (2011). *Report on Support to SMEs in Developing Countries Through Financial Intermediaries*.
2. [http://www.eib.org/attachments/dalberg\\_sme-briefing-paper.pdf](http://www.eib.org/attachments/dalberg_sme-briefing-paper.pdf)
11. De Clercq, D. & Manigart, S. (2007). *The venture capital post-investment phase: Opening the black box of involvement*. In Landström, H. (ed.). *Handbook of Research on Venture Capital*. Edward Elgar, 193-218.
12. Durrani, M. & Boocock, G. (2006). *Venture capital, islamic finance and SME's: Valuation, structuring and monitoring practices in India*. Palgrave Macmillan.
13. Erić, D., Beraha, I., Đuričin, S., Kecman, N. i Jakišić, B. (2012). *Finansiranje malih i srednjih preduzeća u Srbiji*. Institut ekonomskih nauka, Beograd, Privredna komora Srbije.
14. ESBG. (2016). *Financial systems in Europe and the United States: Structural differences where banks remain the main source*

- of finance for companies. European Savings and Retail Banking Group, Bruxelles.
15. Fried, V. H. & Hisrich, R. D. (1994). Toward a model of venture capital investment decision-making. *Financial Management*, 23(3), 28-37.
  16. Gompers, P. & Lerner, J. (2001). The Venture Capital Revolution. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 145-168.
  17. Hellmann, T. & Puri, M. (2002). Venture Capital And The Professionalization of Start-Up Firms: Empirical Evidence. *The Journal Of Finance*, 57(1), 169-197.
  18. Hisrich, R. D. & Jankowicz, A. D. (1990). Intuition in venture capital decisions: an exploratory study. *Journal of Business Venturing*, 5(1), 49-62.
  19. Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
  20. KMPG & CB Insights. (2016). *Venture Pulse Q4 2015 – Global Analysis of Venture Funding*. <https://www.cbinsights.com/research-venture-capital-2015>.
  21. Klonowski, D. (2007). The venture capital investment process in emerging markets: Evidence from Central and Eastern Europe. *International Journal of Emerging Markets*, 2(4), 361-382.
  22. Landström, H. (2007). *Pioneers in venture capital research*. In Landström, H. (ed.). *Handbook of Research on Venture Capital*. Edward Elgar, 3-65.
  23. Leeds R. & Sunderland, J., (2003). Private Equity Investing in Emerging Markets. *Journal of Applied Corporate Finance*, 15(4), 110-120.
  24. McNally, K. N. (1994). Sources of finance for UK venture capital funds: the role of corporate investors. *Entrepreneurship and Regional Development*, 6(3), 275-297.
  25. Myers, S. C. & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
  26. OECD. (2015). *Entrepreneurship at a Glance 2015*. OECD Publishing, Paris. [http://dx.doi.org/10.1787/entrepreneur\\_aag-2015-en](http://dx.doi.org/10.1787/entrepreneur_aag-2015-en).
  27. Preqin Ltd. (2012). *Preqin Special Report: Venture Capital*.  
3. [http://www.preqin.com/docs/reports/Preqin\\_Special\\_Report\\_Venture\\_Capital\\_May12.pdf](http://www.preqin.com/docs/reports/Preqin_Special_Report_Venture_Capital_May12.pdf).
  28. The Economist. (2004). *A disorderly heaven*. <http://www.economist.com/node/2495184>.

29. Wong, A. (2010). *Angel Finance: The Other Venture Capital*. In Cumming D. J. (ed.). *Venture Capital: Investment Strategies, Structures and Policies*. John Wiley & Sons, 71-110.
30. World Bank. (2015). *Small and Medium Enterprises (SMEs) Finance*.  
<http://www.worldbank.org/en/topic/financialsector/brief/smes-finance>

*Рад је примљен: 15.07.2016.*

*Рад се враћа на корекцију: 08.09.2016.*

*Рад је прихваћен за штампање: 22.09.2016.*



## ПОКАЗАТЕЉИ ПОСЛОВАЊА БЕОГРАДСКЕ БЕРЗЕ

### PERFORMANCE INDICATORS OF THE BELGRADE STOCK EXCHANGE

Александра Ракита<sup>1</sup>  
Србија

**Сажетак:** Успешано пословање берзе је један од кључних показатеља развијености тржишта капитала једне земље. Основна карактеристика домаћег тржишта капитала је да се ради о тржишту капитала у фази иницијалног развоја које се, између осталог, карактерише недовољним обимом трговине хартијама од вредности на берзи. Стога је главни проблем и предмет овог рада анализа показатеља пословања Београдске берзе са циљем увида у актуелно стање и давањем неких општих закључака и смерница за побољшање њеног пословања. Након кратког теоријског осврта на технике фундаменталне и техничке анализе, у раду су дати прикази кретања показатеља пословања Београдске берзе.

**Кључне речи:** тржишна капитализација, BELEX sentiment, рацио показатељи

**Abstract:** Successful functioning of stock exchange is one of the key indicators of development of capital market of the country. The main characteristic of the domestic capital market is that it is a market in a phase of initial development which is, among other things, characterized by insufficient volume of traded securities on the stock exchange. Therefore, the main problem and the subject of the paper is analysis of the indicators of the Belgrade stock exchange with the aim of insight into the current situation and providing some general conclusions and directives for improvement of its work. After a brief theoretical overview of the techniques of fundamental and technical analysis, the paper presents the overview of indicators movements on Belgrade Stock Exchange.

**Key words:** market capitalization, BELEX sentiment, financial ratios

## 1. УВОДНА РАЗМАТРАЊА

Прве идеје везане за развој берзанског пословања у Србији су се појавиле 30-тих година XIX века. Доношењем закона о јавним берзама 1886. године, основана је прва берзанска институција, а осам година касније, Београдска берза је отпочела са радом. За Београдску берзу је карактеристично да организује и надгледа трговање са хартијама од вредности, проверава пословну способност емитента, прати закључивање послова, салдира рачуне и обезбеђује јавност информисања. Најзаступљенији предмет трговања на берзи су краткорочне хартије од вредности и то пре свега комерцијални записи и краткорочне обвезнице Народне банке Србије. (Вуњак Н. и други (2014) *Финансијске берзе*, Пролетер а.д. Бечеј, Бечеј, стр. 346-349)

---

<sup>1</sup> aleksandra.rakita91@gmail.com

Без обзира на примену нових облика трговања и увођење BELEX info система, берзанско пословање је још увек слабо развијено. Један од разлога слабе развијености берзанског пословања је недовољна заштита инвеститора, а ради унапређења заштите инвеститора неопходно је да све информације потребне за доношење инвестиционих одлука буду јавно доступне. У том циљу, од изузетне је важности да Београдска берза правилно и благовремено обавештава јавност о показатељима свог пословања, чије објављивање има за циљ повећање транспарентности што олакшава инвеститорима доношење инвестиционих одлука и утиче на повећање обима трговања на берзи. (Вуњак Н. и други (2014) *Финансијске берзе*, Пролетер а.д. Бечеј, Бечеј, стр. 350)

## 2. ФУНДАМЕНТАЛНА И ТЕХНИЧКА АНАЛИЗА ЦЕНА АКЦИЈА

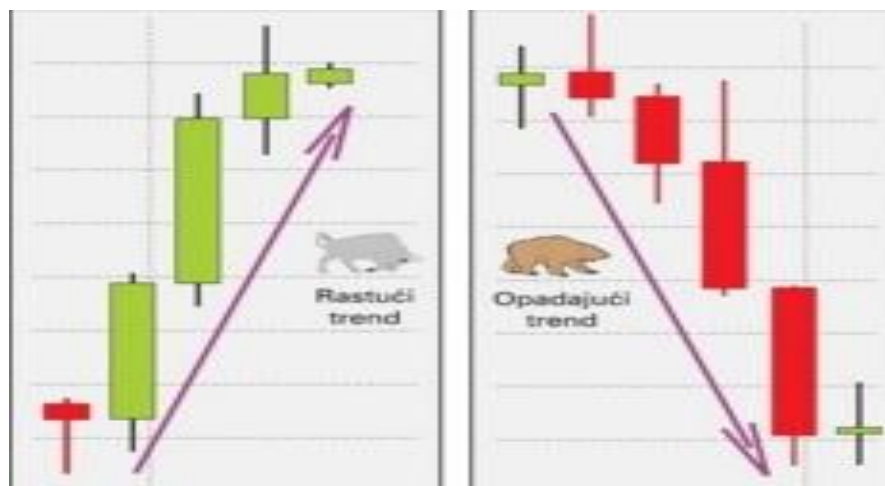
У циљу израчунавања ценовне ефикасности на тржишту капитала, користе се два основна метода: 1. фундаментална анализа (анализирају се релевантне информације на тржишту капитала) и 2. техничка анализа (анализира се кретање цена у прошлости). (Вуњак Н. и други (2014) *Финансијске берзе*, Пролетер а.д. Бечеј, Бечеј, стр. 394)

Фундаментална анализа полази од: 1. макроекономског окружења, 2. индустријских услова и 3. финансијских извештаја. Она има за циљ да на основу изведених закључака и предвиђања омогући стварање добити у зависности од будућег кретања цена акција на тржишту капитала. Фундаментална анализа се може схватити као вештина читања финансијских извештаја компанија која им омогућава инвеститорима да донесу мудре одлуке. Неке од главних користи фундаменталне анализе за инвеститоре су следеће: 1. она је базирана на конкретним чињеницама, а не на мишљењу, 2. добра је за указивање на промене у здрављу предузећа, 3. представља добру основу за процену вредности предузећа, 4. омогућава увид у рад менаџмента компаније кроз остварене резултате. (Krantz M. (2010) *Fundamental analysis for dummies*, Wiley Publishing Inc., Indianapolis, стр. 22-23)

Техничка анализа полази од прогнозе будућег кретања цена акција анализом историјских података уз претпоставку да се познате информације учесника на тржишту могу искористити за будућу пројекцију њиховог понашања. Она обухвата статистичке методе као што су: покретни просеци, индикатори и осцилатори, праћење трендова и слично. Најзначајнији алат техничке анализе односи се на

тренд смера кретања хартија од вредности на тржишту капитала, при чему постоје две основне стратегије: стратегија „бикова“ и „медведа“ (Вуњак Н. и други (2014) *Финансијске берзе*, Пролетер а.д. Бечеј, Бечеј, стр. 394). Стратегија „бикова“ се примењује када се очекује раст цена акција и тада инвеститори купују акције очекујући да ће њихова вредност у будућности порастати, те да ће продајом акција остварити профит („купи сада, продај касније“). Стратегија „медведа“ се примењује када се очекује пад цена акција, па тада инвеститори продају акције јер очекују да ће њихова вредност у будућности опасти да бу купили акције по нижој цени („продај сада, купи касније“). (Ерцеговац Д., Момчиловић М. (2012) *Инвестициона стратегија пословних банака на финансијским тржиштима, Школа бизниса*, Нови Сад, стр. 43) У моменту када је борба између „бикова“ и „медведа“ изједначена, долази до заустављања кретања и до потенцијалне промене тренда, што је на наредној слици приказано малим телом свеће јер нема велике разлике између времена отварања и времена затварања датог временског интервала.

**Слика 1.: Кретање тренда и стратегије „бикова“ и „медведа“**



Извор: [www.trading-school.com](http://www.trading-school.com) (Преузето са сајта: <http://www.trading-school.com/pages/mala-skola-forex-a/grafikoni-japanske-svecice.php>, 27.04.2016.)

С обзиром на недовољну развијеност тржишта капитала у Србији, инвеститори се углавном ослањају на податке који су доступни на финансијској берзи, док у доношењу инвестиционих одлука не примењују фундаменталну анализу. (Вуњак Н. и други (2014) *Финансијске берзе*, Пролетер а.д. Бечеј, Бечеј, стр. 401)



### 3. АНАЛИТИЧКА МОЋ ПОКАЗАТЕЉА БЕОГРАДСКЕ БЕРЗЕ

#### 3.1. Показатељ тржишне капитализације

Тржишна капитализација представља производ укупног броја акција и тржишне цене. Овај показатељ се односи на меру величине финансијског тржишта. На развијеним берзанским тржиштима, тржишна капитализација често служи као један од критеријума за пријем компанија на листинг секундарног финансијског тржишта. То је термин који је веома важан за финансијске инвеститоре и финансијске аналитичаре, а уопштено и за сагледавање и анализу макроекономске политике. Неопходно је напоменути да је код израчунавања тржишне капитализације Београдске берзе урачуната трговина и акцијама и обвезницама. (Вуњак Н. и други (2014) *Финансијске берзе*, Пролетер а.д. Бечеј, Бечеј, стр. 363) У наставку је дат преглед тржишне капитализације по појединим сегментима тржишта од 2012. до 28.04.2016.

**Табела 1.: Тржишна капитализација по сегментима у периоду од 2012 – 2015. године (у дин.)**

| Тржишни сегмент    | Године                 |                        |                        |                        |
|--------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
|                    | 2012                   | 2013                   | 2014                   | 2015                   |
| <b>РЕГУЛИСАНО</b>  | <b>455.666.888.590</b> | <b>434.645.099.198</b> | <b>450.198.773.411</b> | <b>377.213.924.294</b> |
| Листинг            | 300.152.309.641        | 310.196.845.560        | 302.810.785.416        | 241.455.775.119        |
| Prime акције       | 152.703.972.730        | 185.104.715.690        | 178.227.466.400        | 161.919.940.142        |
| Prime обвезнице    | 132.567.808.621        | 107.300.683.160        | 80.317.399.196         | 42.239.036.373         |
| Standard акције    | 14.880.528.290         | 17.791.446.710         | 44.265.919.820         | 37.296.798.604         |
| Open market        | 155.514.498.949        | 124.448.253.638        | 147.387.987.995        | 135.785.149.178        |
| Open market акције | 154.021.663.949        | 124.448.253.638        | 147.387.987.995        | 135.643.899.175        |
| Open market обвез. | 1.492.835.000          | 0                      | -                      | 114.250.000            |
| МТР                | <b>320.528.245.094</b> | <b>338.099.077.814</b> | <b>346.436.652.110</b> | <b>306.147.478.008</b> |
| МТР акције         | 320.528.245.094        | 336.582.802.814        | 344.702.652.110        | 306.147.478.008        |
| МТР обвезнице      | 0                      | 1.516.275.000          | 1.734.000.000          | 0                      |
| <b>УКУПНО</b>      | <b>776.195.053.684</b> | <b>772.744.177.012</b> | <b>796.635.425.521</b> | <b>683.361.402.302</b> |

Извор: Аутор на основу података са сајта:  
<http://www.belex.rs/trgovanje/izvestaj/godisnji>, 28.04.2016.

На основу горе приказане табеле, јасно се уочава да је у Србији кретање показатеља тржишне капитализације у периоду од 2012-2014. године било на сличном нивоу, с тим што је највиши ниво достигнут у току 2014. године, док је у 2015. забележен њен значајнији пад у односу на претходно посматрани период. На основу

детаљнијег увида у годишње извештаје Београдске берзе, јасно се уочава да је тај пад последица значајног смањења обима трансакција у односу на претходну годину, нарочито на регулисаном тржишту где је у току 2014. године обим трансакција био 231.522, а у 2015. години 138.825. Оваква кретања су довела до смањења тржишне капитализације на регулисаном тржишту, а то је пре свега последица смањења обима трговања на листираном делу тржишта, које је било знатно веће у односу на смањење обима трговања на отвореном тржишту. То указује на чињеницу да је мањи број хартија од вредности испунио услове за листинг на берзи, што је нарочито случај са Prime акцијама. Услови за котацију хартија од вредности су најстрожи на Prime листингу, а када узмемо у обзир чињеницу да је мањи број хартија од вредности испунило услове за листинг, закључујемо да се више трговало са хартијама од вредности мањег квалитета које са собом носе и виши ниво ризика. Када је у питању нерегулисано (МТР тржиште), обим трговања је такође смањен у односу на претходни период, али не толико драстично као на регулисаном тржишту.

Када посматрамо однос акција и обвезница, извлачимо потпуно јасан закључак да се на финансијској берзи више трговало акцијама него обвезницама. Такав тренд се може приписати недовољном поверењу инвестиционе јавности када је у питању улагање у обвезнице, нарочито обвезнице приватног издања. Према доступним подацима на сајту Београдске берзе, на дан 28.04.2016. укупна тржишна капитализација је износила 642.248.709.006 динара, али за доношење релевантног суда и могућност компарације података за текућу годину, неопходно је сачекати крај године и званичне финансијске извештаје.

([www.belex.rs](http://www.belex.rs) (Преузето са:

<http://www.belex.rs/trgovanje/pregled/godisnji/4466>, 28.04.2016.))

### **3.2. BELEX sentiment**

Са циљем идентификације и презентовања тржишних очекивања инвеститора и аналитичара финансијских тржишта у Србији, Београдска берза је у мају 2005. године креирала индикатор BELEXsentiment. Ова врста показатеља има сврху да, на бази анкете релевантних и великих учесника, пружи смернице остатку инвестиционе јавности о будућим кретањима на тржишту. (Вуњак Н. и други (2014) *Финансијске берзе*, Пролетер а.д. Бечеј, Бечеј, стр. 363)

BELEXsentiment се израчунава као пондерисана вредност од стране три групе гласача:

1. најактивнији чланови берзе,
2. портфолио менаџери инвестиционих и добровољних фондова,
3. шира јавност.

Свим учесницима се нуди могућност одабрати између седам категорија којима изражавају смер и интензитет очекиваног будућег кретања на тржишту током наредног месеца. Категорије представљају следећа очекивања: снажан пад, умерен пад, благи пад, стагнација, благи раст, умерен раст и снажан раст. У гласању не учествују сви чланови берзе већ само они који су у претходном периоду имали значајан удео у промету и редовност у трговању током периода који претходи гласању. Након прикупљања електронских гласачких листића, врши се израчунавање BELEXsentimenta и његово објављивање на веб сајту Београдске берзе, уз списак чланова и институција које су учествовале у његовој изради за тај месец. Базна вредност овог показатеља је 100, а може узети вредност у интервалу од 0 до 200. Вредност мања од 100 указује на негативна очекивања учесника, док вредност виша од 100 указује на њихова позитивна очекивања.

([www.belex.rs](http://www.belex.rs) (Преузето са сајта:

<http://www.belex.rs/files/trgovanje/BELEXsentiment-objasnjenjekalkulacija.pdf>, 30.04.2016.))

Према подацима доступним на веб сајту Београдске берзе, вредност показатеља BELEXsentiment за мај 2016. износи 118,20 поена, што указује на то да су очекивања учесника позитивна. То је последица, пре свега, позитивног резултата берзанских индекса у априлу, односно раста вредности индекса BELEX15 за 1,89% и вредности индекса BELEXline за 1,09%. Посматрајући период од почетка године, вредност индекса је и даље негативна (BELEX15 је у минусу за 4,12%, док је BELEXline мањи за 2,58% од почетка године). Месец април је био један од најслабијих по броју трансакција, али је по оствареном промету био најбољи у протеклих годину дана и то пре свега захваљујући трговању домаћим обвезницама. Водеће иностране берзе су започеле годину са већом волатилношћу и минусима, највише под утицајем економског успоравања Кине, а индекси показују неуобичајену дисперзију. Народна банка Србије је референтну каматну стопу на последња два састанка задржала на истом нивоу од 4,25% уз опрезан приступ, имајући у виду дешавања у међународном окружењу. Европска комисија је подигла прогнозу раста БДП-а Србије на 2% за 2016.

годину у односу на 1,6% колико је прогнозирала у извештају у фебруару. Регионална платформа за трговање под називом SEE Link је почела са радом на тржиштима капитала у Бугарској, Хрватској и Македонији, а поред Словеније и Србије, очекује се приступ још неколико земаља из окружења што може позитивно утицати на ликвидност и прилив страних инвестиција. ([www.belex.rs](http://www.belex.rs) (Преузето са: <http://www.belex.rs/trgovanje/sentiment>, 30.04.2016.))

### **3.3. Рацио показатељи**

Најзначајнији рацио показатељи, чије се кретање прати на Београдској берзи, јесу Р/Е и Р/В. Показатељ Р/Е представља однос тржишне цене акције и добити по акцији. Он говори колико будућих зарада је инвеститор вољан да плати да би стекао одређену акцију. Низак Р/Е може указивати на то да је су акције компаније потцењене, тако да се неки инвеститори одлучују за улагање у овакве акције у нади да ће их тржиште правилно вредновати и да ће по том основу остварити добит. Међутим, он такође може указивати да су акције одређене компаније јефтине због финансијских тешкоћа са којима се она суочава, па се може очекивати да ће њена вредност у будућности наставити да опада, услед чега инвеститори могу да претрпе значајне губитке. Према томе, може се закључити да нам Р/Е показатељ не може пружити поуздане податке о финансијском стању компаније, већ само да може да нам пружи информације о очекиваној заради од улагања у акције одређене компаније. Раст овог показатеља указује на то да тржиште антиципира раст предузећа у будућности и да су улагачи спремни да плате већи износ за акције компаније, али се такође препоручује и опрез, с обзиром на чињеницу да висок Р/Е рацио може да указује на прецењеност акција компаније. Што је показатељ нижи, то је су акције те компаније атрактивније за инвестиције јер постоји могућност да се оствари виша стопа приноса по нижој тржишној цени акције. (Anderson K. (2012) *The essential P/E*, Hariman House Ltd., Hampshire, стр. 14-17)

Коефицијент Р/В представља цену према књиговодственој вредности акције. Књиговодствена вредност капитала по акцији се добија када се акционарски капитал, који се води у пасиви биланса стања предузећа, подели бројем акција компаније. Књиговодствена вредност капитала показује је једнака укупној вредности инвестираног капитала у компанију, док тржишна вредност акције рефлектује очекивања купаца и продаваца на тржишту капитала. (Јеремић З. (2012) *Финансијска тржишта и финансијски посредници*, Универзитет Сингидунум, Београд, стр. 121-122)

Поред ових показатеља, Београдска берза за листиране акције објављује податке о висини EPS и ROE показатеља. EPS (earnings per share) се дефинише као нето добит по акцији. Израчунава се тако што се укупна нето добит подели са бројем емитовних акција. Овај показатељ се, слично P/E показатељу, користи ради поређења предузећа која припадају истој индустрији или привредној делатности. Што је већа вредност овог показатеља, то значи да компанија остварује боље резултате. (Walton P., Walerts A. (2006) *Global financial accounting and reporting: Principles and Analysis*, Thomson Learning, London, стр. 240) ROE (return on equity) је ратио који представља принос на капитал. Израчунава се тако што се нето добит подели са трајним капиталом. Он показује колика је добит на уложени капитал, тј. колико ће компанија зарадити када ангажује новац акционара. Примењује се за упоређивање компанија у истој грани при чему је компанија која има виши ROE привлачнија за инвеститоре. (Walton P., Walerts A. (2006) *Global financial accounting and reporting: Principles and Analysis*, Thomson Learning, London, стр. 238)

Табела 2.: 10 предузећа са највишим P/E ратиом:

| Назив предузећа                | Цена  | P/E             | P/B   | EPS  | ROE  |
|--------------------------------|-------|-----------------|-------|------|------|
| Сокопревоз а.д., Сокобања      | 531   | <b>9.448,40</b> | 0,95  | 0,06 | 0,01 |
| Баг а.д., Бачко Градиште       | 640   | <b>5.007,82</b> | 0,94  | 0,13 | 0,01 |
| Пролетер а.д., Ариље           | 459   | <b>2.824,62</b> | 0,71  | 0,16 | 0,02 |
| Бетоњерка а.д., Сомбор         | 579   | <b>2.778,31</b> | 1,14  | 0,21 | 0,04 |
| Минел Концерн а.д., Београд    | 1.200 | <b>2.111,19</b> | 0,94  | 0,57 | 0,04 |
| Равнаја а.д., Мали Зворник     | 546   | <b>2.050,32</b> | 3,40  | 0,27 | 0,16 |
| Штампарија Борба а.д., Београд | 5.500 | <b>1.775,34</b> | 3,54  | 3,10 | 0,19 |
| Лепенски вир а.д., Пећинци     | 1.222 | <b>1.621,33</b> | 1,15  | 0,75 | 0,07 |
| Бечејска пекара а.д., Бечеј    | 530   | <b>1.395,47</b> | 0,57  | 0,38 | 0,04 |
| Космај а.д., Младеновац        | 895   | <b>1.218,35</b> | 42,60 | 0,73 | 3,49 |

Извор: [www.belex.rs](http://www.belex.rs) (Преузето са сајта: [http://www.belex.rs/trgovanje/pretraga\\_racia](http://www.belex.rs/trgovanje/pretraga_racia), 03.05.2016.)

Табела 3: 10 предузећа на регулисаном тржишту са најнижим P/E ратиом:

| Назив предузећа                         | Цена  | P/E         | P/B  | EPS      | ROE   |
|-----------------------------------------|-------|-------------|------|----------|-------|
| Дунав Ре а.д., Београд                  | 6.000 | <b>1,42</b> | 0,33 | 4.230,94 | 0,00  |
| Ваљаоница бакра Севојно а.д.            | 340   | <b>1,61</b> | 0,14 | 211,00   | 8,91  |
| Импол Севал а.д., Севојно               | 1.551 | <b>1,62</b> | 0,41 | 957,58   | 25,03 |
| Ласта а.д., Београд                     | 410   | <b>1,68</b> | 0,43 | 244,49   | 25,51 |
| Институт за стране језике а.д., Београд | 9.000 | <b>1,68</b> | 0,55 | 5.359,41 | 33,01 |
| Албус а.д., Нови Сад                    | 470   | <b>2,88</b> | 0,16 | 163,02   | 5,39  |

|                              |        |             |      |          |       |
|------------------------------|--------|-------------|------|----------|-------|
| Копаоник а.д., Београд       | 1.369  | <b>3,59</b> | 0,10 | 389,09   | 2,76  |
| Планинка а.д., Куршумлија    | 22.600 | <b>3,84</b> | 0,89 | 5.888,98 | 23,23 |
| Месер Техногас а.д., Београд | 10.000 | <b>5,84</b> | 0,69 | 1.713,65 | 11,83 |
| НИС а.д., Нови Сад           | 615    | <b>6,23</b> | 0,49 | 98,77    | 7,93  |

Извор: Аутор на основу података са сајта: <http://www.belex.rs/trgovanje/racia>

Горе приказане табеле илуструју међузависност посматраних показатеља. У табели бр. 2 се јасно уочава да сва предузећа са високим Р/Е показатељем, изузев предузећа Космај а.д., Младеновац, имају ROE коефицијент нижи од 1 што указује на то да менаџмент предузећа не управља на адекватан начин са капиталом тог предузећа, тако да инвеститори не могу да очекују висок поврат на уложена средства, због чега су иста предузћа неатрактивна за инвестициона улагања. У прилог томе говори и чињеница да дотична предузећа имају низак EPS што значи да остварују ниску зараду по акцији. Вредност Р/В показатеља је различита када се посматрају појединачна предузећа, а код оних предузећа где је виша од 1, указује на прецењеност цене акција. Дobar пример за то је предузеће Космај а.д., Младеновац, где је вредност овог показатеља изузетно висока (42,60) што указује да су акције овог предузећа значајно прецењене на тржишту. Код предузећа са ниским Р/В показатељем (нижим од 1) може да се ради о потцењеној тржишној цени акције, што би могло да указује на то да постоји простор за даљи раст цене акције, под условом да их тржиште правилно вреднује.

У табели бр. 3 представљена су предузећа са ниским Р/Е рациом. Ова предузећа углавном имају релативно висок ниво ROE, изузев предузећа Дунав Ре. Висок ниво ROE коефицијента указује да су ова предузећа атрактивна за инвеститоре јер менаџмент тог предузећа на адекватан начин управља расположивим капиталом, што омогућава инвеститорима висок поврат на уложена средства. Поред тога, EPS је за сва предузећа на високом нивоу, што значи да инвеститори могу да очекују велику зараду од купљених акција. Интересантно је приметити да су цене акција доста високе, а највишу цену су достигле акције предузећа Планинка а.д., Куршумлија (22.600). Имајући у виду чињеницу да је вредност Р/В показатеља за сва предузећа нижа од 1, може се закључити да постоји простор за даљи раст цене акција.

### **3.4. Учешће страних инвеститора у трговању**

Приликом анализе учешћа страних инвеститора у трговању на Београдској берзи, неопходно је поћи од следећих показатеља:

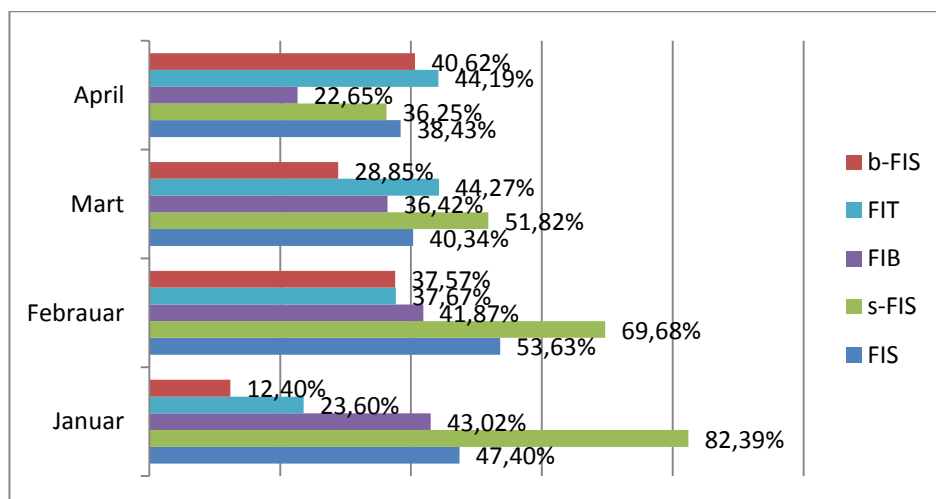
- FIS – учешће страних инвеститора у укупном промету акцијама;
- b-FIS – учешће страних инвеститора у укупном промету акцијама – куповна страна;
- s-FIS – учешће страних инвеститора у укупном промету акцијама – продајна страна;
- FIB – учешће страних инвеститора у укупном промету обвезницама;
- FIT – учешће страних инвеститора у укупном промету.

**Табела 4.: Показатељи учешћа страних инвеститора у трговању у периоду од 2012-2015**

| Показатељи | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| FIS        | 55,81% | 72,28% | 48,15% | 39,39% |
| b-FIS      | 53,16% | 66,79% | 45,77% | 31,54% |
| s-FIS      | 58,47% | 77,77% | 50,52% | 47,24% |
| FIB        | 11,26% | 25,04% | 22,33% | 50,15% |
| FIT        | 47,82% | 69,66% | 42,16% | 41,95% |

Извор – Аутор на основу података са сајта:  
<http://www.belex.rs/trgovanje/izvestaj/godisnji>, 05.05.2016.

**Слика 2.: Кретање показатеља учећа страних инвеститора у трговању у периоду од јануара до априла 2016. године:**



Извор: Аутор на основу података са сајта:  
[http://www.belex.rs/trgovanje/ucesce\\_stranaca](http://www.belex.rs/trgovanje/ucesce_stranaca), 05.05.2016.

На основу горе презентираних података, јасно се уочава да се учешће страних инвеститора из године у укупном трговању из године у годину смањује. Једино је у 2013. години забележен пораст учешћа страних инвеститора у укупном трговању акцијама на Београдској берзи, а од те године па надаље овај проценат константно опада да би у 2015. години достигао најнижи ниво, мада је укупан промет акција забележио раст од 9,9% у односу на претходну годину. (Годишњи извештај, 2015, стр. 8). Такође, пад је израженији на куповној у односу на продајну страну. Један од узрока смањења обима трговања страних инвеститора на Београдској берзи је низак ниво атрактивности акција предузећа листираних на берзи, односно нестабилност њиховог пословања што дестимулише инвеститоре да изврше улагања у њих. Поред тога, узрок треба тражити и у макроекономском окружењу, почевши од чињенице да је Србија земља у транзицији која се суочава са значајним проблемима што је чини високо ризичном за инострана улагања.

Када се посматра учешће страних инвеститора у трговању обвезницама, ситуација се битно разликује, зато што је из године у годину присутно повећање удела страних инвеститора у укупној трговини обвезницама. На Београдској берзи је забележен раст трговине обвезницама у 2015. у односу на претходну годину за 13,4%. Тај раст је остварен захваљујући порасту трговине државним обвезницама Републике Србије, при чему је најтргованија хартија од вредности била обвезница А2016.

#### **4. ЗАКЉУЧАК**

Тржиште капитала у Републици Србији карактерише чињеница да је у питању мало и изоловано тржиште капитала у иницијалној фази развоја, што је уједно заједничка карактеристика за све земље у транзицији. Ова чињеница се одражава и у недовољном обиму трговања хартијама од вредности на берзи, мада је у последње време присутна тенденција њеног пораста. Показатељ тржишне капитализације указује на то да се на Београдској берзи више тргује акцијама него обвезницама. Поред тога, у обиму трговања обвезницама највиши удео заузимају обвезнице које је емитовала Република Србија и то углавном краткорочне обвезнице због чињенице да због кратког рока доспећа са собом носе нижи ниво ризика. Веома мали број инвеститора се опредељује за трговину обвезницама које емитују компаније што је последица недовољног поверења инвестиционе јавности. Позитивна је чињеница да су на званичној веб страници Београдске берзе доступне информације о



најзначајнијим рацио показатељима компанија чије су акције листиране на берзи, што олакшава инвеститорима доношење одлуке о улагању својих средстава у акције, мада су за такву одлуку неопходне и друге информације о предузећу. Приметно је да је у протекле три године опао удео страних инвеститора у трговању хартијама од вредности на Београдској берзи, што је још један од показатеља недовољног поверења страних инвеститора да улажу своја средства у куповину домицилних хартија од вредности, пре свега због нестабилне макроекономске ситуације.

У последње време се чине напори да се повећа обим трговања на Београдској берзи, а то је могуће постићи, између осталог, укључивањем у међународне токове капитала, као и кроз повећану регионалну сарадњу. У том циљу, успостављен је програм сарадње са берзама у региону како би свака од њих, заједничким снагама, превазишла сопствене проблеме. Поред тога, неопходно је обезбедити бољи систем заштите инвеститора, пре свега преко повећања транспарентности и спречавања злоупотребе поверљивих информација.

#### ЛИТЕРАТУРА:

1. Anderson K. (2012) *The esential P/E*, Hariman House Ltd., Hampshire
2. Вуњак Н. и други (2014) *Финансијске берзе*, Пролетер а.д. Бечеј, Бечеј
3. Јеремић З. (2012) *Финансијска тржишта и финансијски посредници*, Универзитет Сингидунум, Београд
4. Krantz M. (2010) *Fundamental analysis for dummies*, Wiley Publishing Inc., Indianapolis
5. Walton P., Walerts A. (2006) *Global financial accounting and reporting: Principles and Analysis*, Thomson Learning, London
6. [www.belex.rs](http://www.belex.rs) (<http://www.belex.rs/trgovanje/izvestaj/godisnji>)
7. [www.belex.rs](http://www.belex.rs) (<http://www.belex.rs/trgovanje/pregled/godisnji/4466>)
8. [www.belex.rs](http://www.belex.rs) (Преузето са: [http://www.belex.rs/trgovanje/ucesce\\_stranaca](http://www.belex.rs/trgovanje/ucesce_stranaca))
9. [www.belex.rs](http://www.belex.rs) (Преузето са: <http://www.belex.rs/files/trgovanje/BELEXsentiment-objasnjenjekalkulacija.pdf>)
10. [www.belex.rs](http://www.belex.rs) (Преузето са: [http://www.belex.rs/trgovanje/pretraga\\_racia](http://www.belex.rs/trgovanje/pretraga_racia))

11. [www.belex.rs](http://www.belex.rs) (Презеро са:  
<http://www.belex.rs/trgovanje/sentiment>)
12. [www.trading-school.com](http://www.trading-school.com) (<http://www.trading-school.com/pages/mala-skola-forex-a/grafikoni-japanske-svecice.php>)

*Рад је примљен: 13.05.2016.*

*Рад је прихваћен за штампање: 13.09.2016.*



## УПУТСТВО ЗА ПИСАЊЕ РАДА INSTRUCTIONS FOR AUTHORS

(Сав текст на српском језику мора бити унет на ћириличном писму. И за текст на српском и за текст на енглеском важи да треба бити унет у фонту Times New Roman.

Page Setup – Margins: Top и Bottom 4,5cm, Left и Right 4,2cm, Paper A4)

(Entire text in English must be typed in Times New Roman.

Page Setup – Margins: Top and Bottom 4,5cm, Left and Right 4,2cm, Paper A4)

### НАСЛОВ РАДА(Велика слова, **Bold, Font 14,** **Alignement: Centred, максимално 3 реда)**

**TITLE IN ENGLISH (Capital Letters, Bold, Font 10, Alignement Centred,  
Maximum 3 rows)**

(If text is in English – Title in English should be typed in Capital Letters, Bold, Font 14, and Alignement: Centred, max. three rows; *no text in Serbian needed*)

**Име аутора<sup>1</sup> (не уносити титуле), (Bold, Font 12, Centred)**  
Институција на којој је аутор запослен, град (држава) (Font 12)  
**(Име коаутора (не уносити титуле), (Bold, Font 12, Centred)**  
Институција на којој је аутор запослен, град (држава) (Font 12)

**Author Name<sup>2</sup> (no titles such Ph.D., Professor or similar, please),  
(Bold, Font 12, Centred)**

Institution, City, Country (Font 12)

**(Co-author Name (no titles such Ph.D., Professor or similar, please),  
(Bold, Font 12, Centred)**

Institution, City, Country (Font 12))

**Сажетак:** Не би требало да има више од дванаест редова (*italic, font 10*).  
У сажетку навести по реченицу објашњења сваког поглавља, предмет истраживања, циљ истраживања, хипотезе од којих се пошло у истраживању, коришћене методе. *Обавезан је и превод сажетка на енглески или руски језик.*

**Кључне речи:** Кључне речи одвојене зарезом (не мање од три нити више од пет) (*italic, font 10*)

**Abstract:** Abstract should not be longer than twelve rows (*italic, font Times New Roman 10 pts*). In abstract should be one sentence of following elements: explanation of each chapter, subject of research, aim of research, hypothesis, methods/models used in research. No text in Serbian is needed if text is in English.

**Keywords:** Keywords (not less than three nor more than five), each separated by comma (*italic, font 10*)

---

<sup>1</sup> e-mail адреса

<sup>2</sup> e-mail address

**1. НАСЛОВИ**  
(Велика слова, **Bold, Font 12, Centered**, испред и иза наслова  
оставити по један празан ред)  
**1. HEADLINES**  
(**Capital Letters, Bold, Font 12, Centered**, before and after the  
title one blank row)

Рукопис би требало да буде обима 10-15 страна (Миленковић, 2013, стр. 8). Текст не би требало да има размак између пасуса, а пасуси би требало да буду као овај. (Font Times New Roman 12pt, Alignment: Justified, First line 1,27cm, Line spacing: Single).<sup>3</sup>

Manuscript should be 10-15 pages long. No blank rows between paragraphs. Paragraphs should be like this one. (Font Times New Roman 12pt, Alignment: Justified, First line 1.27cm, Line spacing: Single).<sup>4</sup>

Табеле и графикони треба **изнад (Bold, Font 12, Centred)** да буду обележени бројем и насловом, а извор **који је обавезан** треба написати **испод** табеле односно графикана (font 10, centred).

Tables and Graphs should be titled **above (Bold, Font 12, Centred)**, should be numbered; source that is mandatory should be stated under the Table/Graph(font 10, centred).

У закључку навести резултате истраживања.

In the conclusion results of the research should be stated.

**ЛИТЕРАТУРА (Велика слова, Bold, Font 12, Centred)**

(наведени су примери цитирања (наслови *искошено*) (чланци из часописа, публикација и са саветовања, година издања у загради, на другом месту, а *наслови ЧАСОПИСА се пишу искошено*)

**LITERATURE (Capital letters, Bold, Font 12, Centred)**

(examples: (articles from the magazines, publications should be quoted, with the year in parentheses, at the second position; titles *italic*) (APA)

1. BIS (2006). *Core Principles for Effective Banking Supervision*. Basel Committee on Banking Supervision, Basel.
2. Rose, P. & Hudgins, S. C. (2013). *Банкарски менаџмент и финансијске услуге*. Дата статус, Београд.
3. Smith, J. (2013). Styles of Management. *Journal of M.*, 2(2), 45-54.

---

<sup>3</sup> фусноте (Font 10, без уравниања) би требало користити само када је неизбежно. Када се наводи литература, онда се то ради истим редоследом као и на списку коришћене литературе (на крају рада) **са обавезним бројем странице на крају**. Пример: Перић, С. (2012). *Економија*. Научна књига, Београд, стр. 222

<sup>4</sup> Footnotes (Font 10, no alignment). When literature is cited, it should in the same order like in the list of references (at the end of the paper), *with the number of page at the very end*. Example: Peric, S. (2012). *Economics*. John Wiley&Sons, New York, p. 2



CIP - Каталогизација у публикацији  
Народна библиотека Србије, Београд

33

ЕКОНОМСКИ погледи : часопис за питања  
економске теорије и праксе = Economic  
outlook : magazine for economic theory and  
practice matters / главни и одговорни уредник  
Иван Миленковић. – Год. 1, бр. 1 (јан./март 1999)-  
. – Косовска Митровица : Научно-истраживачки центар  
Економског факултета Универзитета у Приштини,  
1999- (Краљево : Кварк). - 24 cm

Четири пута годишње. – Друго издање на другом  
медијуму: Економски погледи (Online) = ISSN  
2334-7570  
ISSN 1450-7951 = Економски погледи  
COBISS.SR-ID 65640962