Srđan MarinkovićEkonomski fakultet
Univerzitet u Nišu**Nataša Golubović**Ekonomski fakultet
Univerzitet u Nišu

DA LI JE SRBIJI POTREBNA RAZVOJNA BANKA?

DOES SERBIA NEED A DEVELOPMENT BANK?

Sažetak

Vlada Republike Srbije nedavno je objavila da namerava da osnuje posebnu razvojnu banku. U radu razmatramo različite mogućnosti osnivanja razvojne banke, njihove prednosti i nedostatke. Takođe, u radu analiziramo troškove i efekte koji se mogu očekivati od uspostavljanja ovakve organizacije. Institucionalni deo troškova će značajno zavisiti od modaliteta u kome će ovakva organizacija funkcionisati. Međutim, izvesni identifikovani strukturni troškovi regulacije značajno utiču na odnos između troškova i efekata, dovodeći u pitanje krajnji efekat ovakve intervencije. Ne očekujemo da se ovom intervencijom postignu postojani pozitivni efekti, osim kratkoročne stabilizacije, tj. prolaznih efekata na stanje na kreditnom tržištu. Umesto intervencije sa dodatnom kreditnom ponudom, predlažemo izvesne mere strukturnih ekonomskih reformi: jačanje politike zaštite konkurencije i institucionalne reforme u pravcu jače zaštite prava manjinskih akcionara.

Ključne reči: *troškovi regulacije, razvojna banka, kreditno tržište, finansijsko restrukturiranje*

Abstract

Recently, Serbian government announced its intention to create a development bank. This paper discusses policy options, advantages and disadvantages. The paper surveys costs and benefits of establishing such an entity. Institutional part of the costs will strongly depend on mode in which it will operate. However, a number of identified structural regulation costs significantly influences cost to benefit ratio and raise the issue of proportionality. This policy approach is expected to have nothing but fire fighting purpose with short lasting effects on credit market conditions. Instead of intervening with additional credit supply, we suggest some structural reform: strengthening competition policy and institutional reform toward stronger protection of minority shareholders rights.

Key words: *costs of regulation, development bank, credit market, financial restructuring*

Uvod

Ovaj rad koncipiran je kao analiza specifičnog problema iz domena ekonomske politike. Ovakve analize obično podrazumevaju jasno izoloavanje problema, diskusiju alternativa, njihovih ograničenja, prednosti i nedostataka. Konačno, ukoliko su bazirane na dobroj naučnoj i stručnoj argumentaciji trebalo bi da oblikuju proces donošenja odluke. Dakle, nauka je kod ovakvih radova stavljena u funkciju direktnog uticaja na ekonomsku stvarnost. Gde smo smatrali neophodnim problem je smešten u širi koncept.

Problem koji smo odabrali za analizu je danas u Srbiji onoliko aktuelno pitanje koliko su ozbiljna razmišljanja vlade da na ovaj način reaguje. Kao i bilo koja druga intervencija, i intervencija na kreditnom tržištu ograničava delovanje tržišnog mehanizma. Pitanje je takođe značajno, jer je sve ono što radi država značajno najmanje iz dva razloga, prvo jer je država važan učesnik, i drugo, jer država često svoje odluke donosi na bazi parametara drugačijih od onih kojima se rukovodi privatni sektor. Ovi elementi svrstavaju problem koji analiziramo u grupaciju političko-ekonomskih problema, pa će dobar deo koncepata koji koristimo u analizi biti pozajmljen iz oblasti ekonomskih nauka koje obično imaju kontekst koji je značajno širi od finansijske nauke.

Istorija: država predaje kontrolu nad kreditnom aktivnošću

Uticaj državnog vlasništva na stabilnost i efikasnost bankarskog sektora je kontraverzan. S jedne strane, potvr-

dena je teorija da dominacija državnog vlasništva povećava rizik političkog uticaja na izbor kriterijuma alokacije resursa preko bankarskog mehanizma, ugrožava efikasnost bankarskog i realnog sektora i povratno unosi klice inherentne nestabilnosti ekonomskog i finansijskog sistema. S druge strane ostaje nejasan fenomen visoke efikasnosti nekih bankarskih sistema sa zapaženim učešćem javnog sektora (Nemačka). Najčešće se ovaj fenomen objašnjava visokim učešćem privatnog sektora u realnoj ekonomiji, čime je presečeno direktno povezivanje interesa unutar javnog sektora, odnosno politički uticaj. Takođe, izvesni institucionalni faktori, kao što su razvijena pravna i regulativna infrastruktura, posebno efikasna zaštita prava izvedenih iz privatne svojine, značajno mogu izmeniti krajnje efekte državnog vlasništva u bankarskom sektoru. Pri tome treba imati u vidu da je konačan utisak o uticaju javnog sektora preko direktnog vlasničkog interesa u bankarskom sektoru verovatno još veći kada se uzme u obzir da država može ostvariti kontrolu i sa daleko manjim udelom u vlasništvu¹. Međutim, bez obzira na iznetu činjenicu da je teorija po ovom pitanju nedorečena, odnosno ne može objasniti baš sve empirijske pravilnosti, države koje su u prošlim decenijama prešle put ka tržišnoj ekonomiji gotovo redovno su se odlučivale da smanje ili potpuno isključe svoj vlasnički interes u bankarskim organizacijama². Privatizacija banaka bila je jedan od temelja reformi sprovedenih u poslednjoj deceniji u Republici Srbiji. Efekti pada učešća državnog kapitala u organizacijama sa kreditnom licencom uglavnom su bili pozitivni. Unapređena je efikasnost i profitabilnost bankarskog sektora³.

Sadašnjost: trenutna pozicija države na kreditnom tržištu

Privatizacijom najvećeg dela kapitala banaka u javnim oblicima vlasništva država je izgubila direktnu kontrolu nad kreditnom aktivnošću. Ipak, država i dalje utiče na

stanje na kreditnom tržištu. Ostavljajući po strani ulogu centralne banke, sledi da država svoj uticaj ostvaruje preko politike javnog duga, odnosno aukcijskih emisija blagajničkih zapisa i obveznica, ali i kroz uticaj na kreditnu ponudu. U bankarskim krugovima prisutna je ocena da se programima subvencioniranja kredita došlo do značajne saturacije kreditne tražnje i pada interesa za nesubvencioniranom ponudom bankarskih kredita.

Ministarstvo finansija svoje aukcije organizuje utorkom i četvrtkom, sa hartijama od vrednosti čije je dospeće između tri meseca i tri godine (dinarske hartije). U prvom tromesečju ove godine, po podacima Ministarstva finansija direktan unutrašnji javni dug centralnog nivoa vlasti narastao je za 725 miliona evra. Na osnovu plana aukcija sledi da je država planirala da u narednom tromesečju izvrši emisiju hartija od vrednosti čija nominalna vrednost iznosi preko 1,5 milijardi evra. Jedan deo sredstava prikupljenih novim emisijama usmeriće se na otplatu dospelog duga, ali i dalje ostaje jasan utisak da će se i narednom periodu država pojavljivati kao značajan korisnik finansijskih resursa.

Prosečna ponderisana kamatna stopa ostvarena u aukcijama koje su do sada obavljene kretala se do 15 procenata. Zabrinjava da i sa takvim kamatnim stopama država nije uspešla da plasira značajniji iznos dugoročnih emisija. Na primer, emisija trogodišnjih obveznica sa kupon-skom kamatnom stopom od deset procenata i polugodišnjom isplatom, održana 30. marta ove godine, realizovana je samo sa 11,51 procenat, iako je prosečna ponderisana kamatna stopa dosegla 14,05 procenata. Nešto bolji procenat realizacije (48,68 %) ostvaren je kod emisije petnaestogodišnjih obveznica sa kupon-skom kamatnom stopom od 5,85 procenata, i polugodišnjom otplatom, denominovanih u evro, koja je dakle samo polovično realizovana 14. februara. Napominjemo da se u praksi britanskih emisija državnih hartija od vrednosti uspešnom smatra samo ona emisija kod koje odnos između ukupne vrednosti svih primljenih ponuda i nominalne vrednosti obveznica namenjenih konkretnoj aukciji prevazilazi 1,5. Ovaj indikator se popularno naziva „stepen pokrića“⁴. U pro-

1 La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes and Andrei Shleifer (2000) „Government ownership of banks“, *NBER Working Paper*, 7620, National Bureau of Economic Research, p. 35.

2 Marinković, Srdan (2008) „Organizacioni aspekti internacionalizacije i stabilnost bankarskog sektora Srbije“, *Finansije*, 63 (1-6), tabela 1, p. 83.

3 Marinković, Srdan i Isidora Ljumović (2011) „Efekti vlasničke transformacije bankarskog sektora Srbije – teorijska i empirijska analiza“, *Teme*, 35 (1): 189-208.

4 Choudhry, Moorad (2003) *The bond & money markets: strategy, trading, analysis*, Butterworth Heinemann, Oxford, p. 213.

seku, na do sada organizovanim aukcijama u Srbiji ovaj nivo pokrića nije dostizan.

Druga važna nepovoljna odrednica domaćih aukcija državnih hartija od vrednosti je vrlo mali broj učesnika. Po pravilu, u dosadašnjim aukcijama na strani tražnje pojavljivalo se jedva desetak učesnika, od čega ne svi sa kompetitivnim ponudama. U najvećem broju slučajeva to su bile domaće banke. U ovakvom ambijentu prisutna je mogućnost kolektivne manipulacije tržišta⁵.

Na osnovu ovih informacija nameću se dva pitanja: Prvo, da li tako pribavljeni resursi omogućavaju državi da kreira ponudu značajnu da promeni osnovne parametre kreditnog tržišta i da uz to osigura urednu naplatu kreditnih potraživanja, čak i ako funkcioniše na neprofitabilnoj osnovi?

Drugo, ako država isušuje kreditno tržište povlačeći značajne resurse sa kreditnog tržišta (kao učesnici aukcija dominiraju banke), zašto bi se onda pojavljivala sa kreditnom ponudom? Šta može biti neto efekat ovako kombinovanih mera. Da li će država sa grupacijom krupnih korporacija ostati jedini vitalan element?

Intervencija koja stvara uslove za naredne intervencije, odnosno začarani krug intervencija, u ekonomiji regulacije poznata je kao fenomen preterane regulisanosti, ili *preteranog regulisanja*. Proces u kome se regulacija stalno širi na nove oblasti u teoriji regulacije se objašnjava uvođenjem koncepta *dijalektike regulacije*. Ovim konceptom opisuje se ciklična interakcija između političkih i ekonomskih pritisaka u ambijentu regulisanog tržišta, pri čemu se politički procesi regulacije i ekonomski procesi izbegavanja njenog uticaja posmatraju kao suprotstavljene sile koje su u neprekidnoj međusobnoj adaptaciji, dovodeći time do sužavanja i širenja područja regulacije. Međutim, u kraćim vremenskim periodima, pre nego što se ciklus zatvori, analitičar može uočiti postojan trend ka širenju uloge države. Konačno, ovaj proces će sigurno doživeti reverziju. Ali, ključno je pitanje sa kakvim će rezultatima ekonomija sa kojom se previše manipuliše funkcionisati u međuvremenu.

Nesavršenost kreditnog tržišta i državna intervencija

Tradicionalni teorijski mehanizmi, koji se oslanjaju na aksiom ponude i tražnje, a koji po definiciji pretpostavljaju automatsko postizanje ravnoteže na tržištu uz korekciju cenovne varijable (u ovom slučaju kamatne stope), po Stiglitz i Weiss⁶ predstavljaju samo specijalan slučaj, koji se karakteriše nepostojanjem efekta na pobude učesnika (engl. incentive effect) i kvalitet tržišnog materijala (engl. sorting effect). Uobičajen rezultat u ekonomskim teorijama – da cene čiste tržišta, je specijalan za model, a ne opšte svojstvo tržišta.

Postojanje ova dva efekta, od kojih prvi generiše problem devijantnog odnosa prema riziku (engl. moral hazard), a drugi problem nepovoljnog izbora (engl. adverse selection) razlozi su zbog čega rast kamatne stope iznad određenog nivoa ne dovodi do rasta očekivanog prinosa od kreditne aktivnosti. Ako kreditor može sa sigurnošću proceniti nivo ove kamatne stope, logično je da će se kamatna stopa i ustaliti na ovom nivou. Kreditor će na eventualni višak kreditne tražnje reagovati odbijanjem kreditnih zahteva, tj. racionisanjem kreditne aktivnosti, iako bi po tradicionalnoj analizi trebalo da dođe do rasta kamatne stope.

Zbog ove osobine kreditnog tržišta, postojanje nerizičnog dužnika može znatno ugroziti finansiranje rizičnih dužnika. Na makroekonomskom nivou analitike ovaj fenomen izučavan je pod nazivom efekat istiskivanja. Javni sektor koji u poziciji dužnika prihvata visoku kamatnu stopu postavlja lestvicu koju privatni sektor ne može da dosegne.

Na taj način eksplozija tržišta javnog duga stvara smanjenje dva nepovoljna efekta u oblasti finansiranja privatnog sektora. Prazni kreditno tržište, vezujući značajan deo kreditne ponude, što možemo okvalifikovati kao kvantitativni efekat, i postavlja neprirodno visoku barijeru za privatni sektor (cenovni efekat). Ovaj poslednji efekat smanjuje kreditnu tražnju bonitetnih preduzeća iz privatnog sektora i aktivira pomenute probleme nepovoljnog izbora i devijantnog odnosa prema riziku.

5 Bikhchandani, Sushil and Chi-fu Huang (1993) „The economics of treasury securities markets”, *Journal of Economics Perspectives*, 7 (3): 117-134.

6 Stiglitz, E. Joseph and Andrew Weiss (1981) „Credit rationing in markets with imperfect information”, *American Economic Review*, 71 (3), p. 409.

Priroda poremećaja i intervencija

Prethodno pitanje na koje treba naći odgovor je da li stanje na domaćem kreditnom tržištu ima obeležja kreditne kontrakcije uzrokovane kontrakcijom izvora, ili kreditne kontrakcije izazvane nespremnošću kreditnih organizacija da sredstva usmere u sektor privrede. Izvesnim istraživanjima utvrdili smo da je kreditna kriza koja je zahvatila Srbiju na jesen 2008. godine⁷ zaista bila izazvana kontrakcijom izvora, pre svega odlivom depozita iz bankarskog sektora, ali manjim delom i oticanjem sredstava ka inostranstvu. Dalja istraživanja ovog fenomena⁸ ukazala su da nakon inicijalnog prilagođavanja bankarskog sektora, već nakon par meseci u narednoj godini dolazi do ponovnog oživljavanja kreditnog tržišta. Naravno, predkrizna dinamika rasta ključnih kreditnih agregata nije povraćena.

Ukoliko poremećaj na domaćem kreditnom tržištu pripada takozvanom racionisanju kreditne ponude, onda intervencija treba da relaksira uslove za one segmente korisnika kredita koji su najviše pogođeni, odnosno za mala i srednja preduzeća. Na osnovu informacija koje su do sada saopštene javnosti državna razvojna banka će delovati u oblasti „finansiranja izvoza i delatnosti koje doprinose privrednom rastu“, za koje ne postoji interes komercijalnog bankarskog sektora, odnosno „infrastrukture, poljoprivrede, razvoj malih i srednjih preduzeća, turizam, zaštitu životne sredine i održivi razvoj“. Ovako široko definisana politika alokacije otvara prostor da se sredstva u značajnijem iznosu usmeravaju i izvan onih segmenata ekonomije najizrazitije pogođenih racionisanjem kreditne ponude. Modaliteti državne intervencije na kreditnom tržištu, koji su do sada primenjivani kod nas, i pored korektno postavljenog cilja, nisu davali očekivane efekte, upravo zbog toga što tehnologija rada nije bila usklađena sa proklamovanim ciljem.

Prethodna iskustva sa funkcionisanjem mreže razvojnih i garancijskih fondova ukazuju na značaj ovog pitanja. Naime, državni razvojni fondovi, koji su za plasman sred-

stava zahtevali garanciju banke, zasnovani su na pogrešnoj pretpostavci da je kontrakcija kreditne aktivnosti posledica kontrakcije izvora⁹, a ne posledica diskriminacije malih i srednjih preduzeća u politici alokacije bankarskih kredita.

Budućnost: efekti i troškovi intervencije preko državne razvojne banke

Odgovor na pitanje postavljeno u naslovu potražićemo u analitičkom aparatu ekonomije regulacije. Direktno prisustvo države u oblasti kreditne aktivnosti može se posmatrati kao specifičan oblik regulacije kreditnog tržišta i tržišta bankarskih usluga¹⁰. Moderni sistemi regulacije banaka i tržišta bankarskih usluga oslanjaju se na sistem indirektnih mera usmerenih na nekoliko ciljeva¹¹: očuvanje stabilnosti, kontrola troškova koji padaju na teret korisnika usluga i društvene zajednice u slučaju bankrotstva banaka, sprečavanje nelegalnog ponašanja, odnosa prema riziku, ali i unapređenje alokativne i informacione efikasnosti tržišta. Intervencija o kojoj govorimo može se svrstati u one motivisane poslednjim ciljem regulacije.

Jedan od očiglednih pozitivnih efekata ovakve intervencije svakako je korekcija alokativnih grešaka kreditnog tržišta. Budući da se osniva sa posebnim ciljem, državna razvojna banka bi trebalo da se pojavi kao nov igrač na tržištu. Nov sa aspekta dodatne kreditne ponude, ali i drugačije kreditne politike. Takođe, od državne razvojne banke može se očekivati da podsticajno deluje na jačanje cenovne konkurencije, za koju se ocenjuje da nepotpuno deluje u oligopolskoj tržišnoj strukturi. Stoga bi se moglo očekivati da državnom intervencijom dođe do sniženja kamatnih stopa na kredite.

S druge strane, lista argumenata protiv intervencije znatno je duža. Shodno sistematizacijama poznatim iz teorije regulacije prva kategorija troškova mogla bi biti pripisana takozvanim direktnim troškovima regulacije,

7 Marinković, Srđan (2009) „Tri talasa ekonomske krize u Srbiji“, *Ekonomika preduzeća*, 57 (5-6): 199-213.

8 Marinković, Srđan (2010) „Serbian credit market during and after the storm: Causes and remedies“, *The Challenges of Economic Science and Practice in the 21st Century*, Faculty of Economics, Niš, pp. 239-246.

9 Marinković, Srđan (2003) „Kreditne garancije: podsticaj razvoju malih i srednjih preduzeća“, *Ekonomске teme*, 41 (5): 177-187.

10 Barth, R. James, Gerard Caprio Jr., and Ross Levine (2004) „Bank regulation and supervision: what works best?“, *Journal of Financial Intermediation*, 13: 205-248.

11 Szegő, Giorgio (1993) „Introduction“, *Journal of Banking and Finance*, 17, p. 774.

odnosno podgrupi institucionalnih troškova¹². Ovi troškovi prate uspostavljanje organizacije preko koje se vrši regulacija, odnosno u ovom slučaju intervencija. Ostale kategorije troškova spadaju u takozvane strukturne troškove. Pod strukturnim troškovima podrazumevamo nepovoljne efekte koje samo prisustvo intervencije može stvarati preko izmena ponašanja učesnika na tržištu. Kao važne navodimo sledeće kategorije:

- a) troškovi uspostavljanja organizacije,
- b) finansiranje i obim intervencije,
- c) jednokratnost,
- d) refinansiranje dugova,
- e) uticaj na pobude učesnika (engl. moral hazard),
- f) narušavanje principa slobodnog tržišta.

Troškovi uspostavljanja organizacije:

Obezbediti kanalisane sredstava nije moguće bez ulaganja koje prati uspostavljanje organizacije koja će se time baviti. Nivo resursa koji je potrebno izdvojiti u ove svrhe zavisi od opredeljenja za konkretan modalitet. Jedna od dilema je da li se opredeliti za „banku u državnom vlasništvu ili državnu razvojnu banku?“ Kako program kreditne podrške nosi elemente subvencije, ukoliko se kao mehanizam alokacije iskoristi postojeća banka u delimičnom državnom vlasništvu ostaje problem usklađivanja interesa sa ostalim interesnim grupama, pre svega sa ostalim akcionarima i poveriocima banke. Problem je nešto blaži kada se kao modalitet koristi banka u potpunom državnom vlasništvu. Ovo je razlog zbog čega se u svetskoj praksi ovakvo rešenje odbacuje, a država svoj program kreditne podrške sprovodi isključivo preko specijalizovanih organizacija u potpunom vlasništvu države.

U svetu postoji niz primera vrlo uspešnih razvojnih organizacija, ali su redovno uspostavljene i funkcionišu u razvijenim ekonomijama, dakle po jednako strogim pravilima korporativnog upravljanja kao i u slučaju privatnog sektora.

U Srbiji već postoji mreža razvojnih i garancijskih fondova, pa čak i razvojna banka za područje Vojvodine.

Sa izuzetkom poslednje organizacije, za sve ostale bi sa sigurnošću mogli oceniti da izostaje transparentnost u radu i kompetentna kontrola. Ovi mehanizmi nikada nisu adekvatno evaluirani. Identičan problem opterećivao bi i funkcionisanje državne razvojne banke, jer bi po najavama razvojna banka bila izvučena iz kontrolne nadležnosti centralne banke.

Po najavama, jedno od rešenja je da se početni kapital za osnivanje državne razvojne banke preusmeri iz postojećih fondova, pre svega Fonda za razvoj i Agencije za osiguranje i finansiranje izvoza. Time bi došlo do stapanja ovih organizacija. Drugo rešenje je da ove organizacije nastave da funkcionišu, ali sa prenosom izvesnih kapaciteta na novu državnu razvojnu banku. Ipak, čak i da se u potpunosti iskoristi, organizacioni kapacitet postojećih državnih organizacija i agencija nije resurs koji može garantovati kompetentnu alokaciju kredita.

Jedno od rešenja koje bi svakako dovelo u sklad potrebu da se snize troškovi uspostavljanja ovakve kreditne šeme, iskoristi ekspertiza u oblasti procene kreditne sposobnosti, kao i administrativni i ekspertski resursi (organizacioni i informacioni kapital) privatnog bankarskog sektora, je kreiranje posebnih kreditnih linija, uz angažovanje banke (ili banaka) agenta. Ekonomska teorija oko ovoga nema dileme. Stiglitz i Greenwald¹³ beleže da kreditne informacije nisu transferibilne, te stoga ostaje važno da se sačuva informacioni kapital akumuliran kroz postojeći odnos između zajmoprimca i zajmodavca. Novi kreditor će zbog ovog efekta uvek biti inferiorno organizaciono rešenje za kreditnu alokaciju.

Finansiranje i obim intervencije:

Drugi problem na koji želimo da ukažemo je *problem finansiranja* ovakve šeme. Bez obzira na dilemu izbora između različitih modaliteta, od čega će zavisiti nivo prethodne kategorije troškova, obim potrebnog inicijalnog kreditnog potencijala će uglavnom biti nezavisan od konkretnog modaliteta. Eventualni pozitivni efekti intervencije direktno će zavisiti od obima intervencije koji dalje otvara problem finansiranja. Iz kojih izvora država može obezbediti sredstva? Ako ih obezbeđuje zaduživanjem na domaćem finansijskom tržištu, troškove pribavljanja resursa svakako

12 Vidi više u Franks, Julian, Stephen Schaefer and Michael Staunton (1998) "The direct and compliance costs of financial regulation", *Journal of Banking and Finance*, 21: 1547-1572; ili Goodhart, Charles, Philipp Hartmann, David Llewellyn, Liliana Rojas - Suárez and Steven Wisbrod (2001) *Financial regulation: why, how and where now?* Routledge, London, p. 151.

13 Stiglitz, E. Joseph and Bruce Greenwald (2003) *Towards a new paradigm in monetary economics*, Cambridge University Press, Cambridge, p. 242.

treba ugraditi u kamatnu politiku. Zbog visine ovih troškova pitanje je koliko se zaista može delovati podsticajno na suženje kamatne marže. Drugi problem na koji želimo da ukažemo je da lokalni izvori do sada nisu bili raspoloživi na rok koji omogućuje ozbiljniji angažman u razvojnom finansiranju. Ukoliko bi se država ipak odlučila da na ovaj način pribavlja sredstva izložila bi se značajnom riziku likvidnosti. Održivost šeme kreditne intervencije zavisila bi od sposobnosti države da refinansira svoje obaveze o dospeću.

U samim najavama osnovnih principa funkcionisanja državne razvojne banke naglašeno je da se u kasnijim fazama očekuje oslanjanje i na sredstva međunarodnih razvojnih institucija. Međutim, ovi izvori se mogu koristiti i bez izlaganja dodatnim troškovima i rizicima koje prate uspostavljanje nove specijalizovane organizacije bez adekvatne kontrole centralne banke.

Jednokratnost:

Da bi državna razvojna banka mogla funkcionisati kao održiva šema za kreiranje dodatne kreditne ponude potrebno je obezbediti inicijalna sredstva, ali i omogućiti obnavljanje kreditnog potencijala. Jednokratnost može biti posledica nedovoljnih izvora, ali i loših plasmana.

Gubici postaju očigledni godinama nakon donošenja kreditne odluke, pa se i loša kreditna politika može dugo održavati bez jasnog signala da nešto nije u redu. Ova dva problema mogu ugroziti održivost ovakvog oblika intervencije na kreditnom tržištu, svesti ga u okvire privremene relaksacije onih preduzeća koja će imati privilegovan pristup kod alokacije inicijalno raspoloživih resursa.

Refinansiranje dugova:

Pojava nove, subvencionirane kreditne ponude dolazi u momentu kada se priprema Predlog zakona o zaštiti korisnika finansijskih usluga¹⁴. Ovaj zakon otvara prostor da se uz značajno niže troškove izvrši pre vremena otplate duga. Važeći Zakon o obligacionim odnosima¹⁵ dozvoljava vraćanje kredita „i pre roka određenog za vraćanje“, ... ali „korisnik kredita dužan [je] nadoknaditi štetu ukoliko ju je davalac kredita pretrpeo“. Takođe u zakonu stoji¹⁶ da „banka ne može da zaračuna kamatu za vreme od dana

vraćanja kredita do dana kada je po ugovoru trebalo da bude vraćen“. Novina Predloga zakona sadržana je u članu¹⁷ ovog zakonskog teksta, u kome su ograničene naknade koje se mogu zaračunavati u slučaju prevremene otplate „u visini gubitka koji ima zbog prevremene otplate, a najviše do 1 % iznosa prevremeno otplaćenog kredita ako je period između prevremene otplate i roka ispunjenja obavezi iz ugovora o kreditu duži od jedne godine. Ako je ovaj period kraći, naknada ne može biti veća od 0,5 % iznosa prevremeno otplaćenog kredita“. Pravo na naknadu banka ima samo ukoliko je „u periodu prevremene otplate ugovorena fiksna nominalna kamatna stopa“¹⁸.

Zbog pomenutih izmena najavljenih Zakonom o zaštiti korisnika finansijskih usluga rizik da se kreditna infuzija značajnije iskoristi za refinansiranje postojećih bankarskih kredita postaje realan. Samim refinansiranjem dolazi do prenosa kamatnog rizika na banke. Međutim, kakvu će poziciju imati banke, konačno zavisi od karaktera portfelja koji će biti refinansiran. Ukoliko se refinansira portfelj zajmova ugrožene naplativosti dolazi do prenosa kreditnog rizika sa privatnog bankarskog sektora na državnu razvojnu banku, odnosno izvesnog restrukturiranja dela portfelja privatnih banaka. Došlo bi do amnestije kako dužnika tako i poverilaca za pogrešno odabrane i vođene projekte.

Uticaj na pobude učesnika:

Ukoliko se u kreiranju ove šeme ostvari prethodni efekat u toliko će razornije biti posledice. Akcija države će uticati na stvaranje očekivanja da su i naredne akcije države izvesne. Intervencijom država prihvata deo odgovornosti za narastao kreditni rizik, koji će teško moći da negira u narednom periodu.

Narušavanje slobodnog tržišta:

Ukoliko zbog obima intervencije ili problema sa rekreiranjem kreditnog potencijala intervenijent nije u stanju da obezbedi održivost šeme kreditne podrške, problem inicijalne alokacije sredstava se izmešta iz oblasti alokativne efikasnosti tržišta ka problemu „korišćenja rente“. Postoji ozbiljan rizik da ovakva šema funkcioniše po principu „ko pre devojci njemu devojka“. Čak i ukoliko ignoriramo prethodni efekat, intervencija se ne bi mogla sagle-

14 Predlog zakona o zaštiti korisnika finansijskih usluga, Narodna banka Srbije.

15 Zakon o obligacionim odnosima, *Službeni list SFRJ*, br. 29/78, 39/85, 45/89, 57/89 i 31/93, Član 1068, tačke 2 i 3.

16 Ibidem, Član 1068, tačka 4.

17 Predlog zakona o zaštiti korisnika finansijskih usluga, Narodna banka Srbije, Član 36, stav 2.

18 Ibidem, Član 36, isti stav.

davati kao efikasna društvena odluka, već kao odluka sa dominantnim redistribucionim obeležjima.

Zašto kreditno tržište nema alternativu?

Debata o kvalitetu kreditnog tržišta jednim delom je svakako inspirisana nesporno prisutnim problemima, ali je po našem mišljenju prenaplaćena. Razlog za ovakvu ocenu je činjenica da se izvesne alternative kreditnom tržištu potpuno ignorišu. Pitanje ćemo formulisati na sledeći način: Zašto je naša „knjiga spala na jedno slovo?“

Dinamičan razvoj velikih svetskih korporacija nužno je vodio u proces otvaranja i smanjenja stepena koncentracije vlasništva. Henry Ford (1863 – 1947) je 1999. godine od strane organizacije Gallup proglašen za jednu od osamnaest ličnosti koju su amerikanci najviše poštovali za dela učinjena u dvadesetom veku. On je svakako jedan od najznačajnijih preduzetnika dvadesetog veka, jer je osnovao dve firme (Henry Ford Company, 1901 (kasnije Cadillac Motor Company) i Ford Motor Company, 1903) od kojih su nastala dva džina američke automobilske industrije. Tek 1956. godine Ford Motor Company je postala otvoreno akcionarsko društvo. Naknadne emisije akcija smanjile su učešće porodice u vlasništvu nad korporacijom Ford na nešto ispod deset procenata¹⁹. Dakle, porodica Ford odlučila je da svoje poslovne snove podeli sa mnogim drugima, kako bi snovi konačno postali stvarnost.

Najveće domaće kompanije uporno ostaju zatvorene za širu investicionu javnost. Većina ovih poslovnih imperija ima kratku istoriju. U svega par decenija prošle su put od malih firmi do regionalnih lidera, obezbeđujući eksponencijalni rast poslovne aktive. Zbog načina finansiranja rasta uporedo sa multipliciranjem poslovne aktive došlo je do velike zaduženosti. Većina ovih kompanija iscrpla je dužnički kapacitet. Odredbe Zakona o bankama²⁰ o velikoj izloženosti, kojima se sprečava koncentracija prema jednom licu ili grupi povezanih lica, vešto se zaobilaze. Takođe, prezaduženost je uočena i na stranim kreditnim

i forfeting tržištima. Svetska kreditna kriza dodatno je zaoštrila problem.

Teorija hijerarhije izvora finansiranja ovde pokazuje svoju potpunu primenljivost. Najveće domaće kompanije u svom finansiranju koriste nekoliko glavnih izvora. Prvi izvor, s obzirom na poziciju ovih kompanija na tržištu, gotovo je apsolutno bez ikakvih troškova. To su obaveze iz redovnog poslovanja. Drugi izvor su interno generisana sopstvena sredstva. Treći izvor su krediti, iz domaćih ili međunarodnih izvora.

Izvor finansiranja najvišeg prioriteta

Šta kreira mogućnost nekoj firmi da se ozbiljnije oslanja na obaveze iz redovnog poslovanja u svom finansiranju? Odgovor na ovo pitanje potražićemo u teorijskom aparatu teorije firme. Smatra se da je istraživanje ovog problema pokrenuto Coase-ovim radom²¹. U fokusu autorove teorije transakcionih troškova je interakcija firme sa okruženjem, tj. granice veličine firme. Ključni problem koji je zaokupljao teoriju transakcionih troškova u njenim inicijalnim fazama razvoja je problem integracije firme. Klasičan problem koje je postavio autor svodi se na izbor kada svoje proizvodne potrebe firme treba da obezbede interno (integracijom unazad, unapred ili bočno), a kada treba da se snabdevaju sa tržišta. Odgovor koji nudi ova teorija je da razlika u transakcionim troškovima između tržišta i organizacije (hijerarhije) ima glavni značaj u odluci da se transakcije obave na tržištu ili unutar organizacije.

Teorija transakcionih troškova naglašava *ex post* troškove. Po Williamson-u²² u transakcione troškove se uključuju „(1) troškovi neprilagođenosti, koji nastaju zbog toga što uslove u ugovoru nije moguće prilagođavati promenama u okruženju (2) troškovi reugovaranja koji nastaju ako su neophodni bilateralni naponi da se isprave *ex post* neusklađenosti, (3) troškovi uspostavljanja i funkcionisanja strukture upravljanja na koju se spor odnosi (često ne sudski), i (4) troškovi koje povlači uzajamno osiguranje da će se obaveza ispuniti“. Prvi tip troškova je naznačajniji i on je isključivo posledica nemogućnosti kreiranja savršene

19 Iako familija raspolaže sa svega tri procenta običnih akcija, apsolutni je vlasnik takozvanih akcija klase B, koje, iako čine svega šest procenata ukupnog akcijskog kapitala, po statutu korporacije daju čitavih 40 procenata glasova kod izbora uprave.

20 Zakon o bankama, Službeni glasnik RS, br. 107/2005, Član 33, stav 3.

21 Coase, Ronald (1937) „The nature of the firm“, *Economica*, 4: 386-405

22 Williamson, Oliver (1988) „Corporate finance and corporate governance“, *Journal of Finance*, 43 (3), p. 572.

nog ugovora. Ukoliko bi ovakav ugovor bio moguć, onda bi i kreiranje takvog ugovora generisalo *ex ante* kompleks troškova nastalih u pregovorima, izradi ugovora, obezbeđenju integriteta ugovora. Williamson²³ naglašava da kreiranjem firme menjamo oportunizmu podložan „tržišni ugovor“ upravljanjem u organizacijama, pri čemu i jedan i drugi mehanizam nose određene troškove, čiji međusobni odnos postaje ključan kada firma donosi odluku koji deo reprodukcionog procesa će obaviti sama, a koji deo će prepustiti drugim organizacijama

Međutim, ovakva sistematizacija troškova ignoriše jedav vrlo važan element. Naime, teorija transakcijskih troškova ostaje dobrim delom nezainteresovana za problem tržišne strukture. Teorija industrijske organizacije, s druge strane, posmatra interakciju firmi na tržištu homogenog proizvoda, u zavisnosti od prisustva većeg ili manjeg broja firmi. U ovoj teoriji u središtu je interakcija konkurenata u različitim tržišnim strukturama, savršenoj, ograničenoj konkurenciji, oligopolima ili monopolima²⁴. Za objašnjenje fenomena kojim se bavimo potrebno je integrisati doprinose i jedne i druge teorije firme. Naime, manje očigledno od horizontalnih integracija, i vertikalne integracije će uticati na tržišnu strukturu, ali će i sama postojeća tržišna struktura predstavljati input važan za rezultat nejednačine troškova. U monopolskoj strukturi tržišta izbor između internalizacije i snabdevanja sa tržišta donosiće se na bazi strukture troškova koja više neće biti identična strukturi troškova koja postoji na konkurentnom tržištu. Ugovor koji diktira monopol biće daleko od opisanog „tržišnog“ ugovora. Sistematizovane kategorije troškova biće u senci pozitivnih efekata.

Vertikalnim integracijama menja se tržišna struktura. U ekstremnim slučajevima ovaj proces vodi do nestanka nekih segmenata tržišta. Međutim, da li je razumno očekivati da će ovaj proces dovesti do kompletne integracije duž lanca reprodukcione povezanosti. Po našem mišljenju odgovor je negativan. Upravo zbog toga što bi kompanije sa monopolskim položajem na ovaj način izgubile svoj najkvalitetniji izvor finansiranja. Ako potpunom integracijom duž reprodukcionog lanca nastane mega-firma, ponovo se

uspostavlja tržište. Mega-firma će sada biti izložena konkurenciji kojoj su bili izloženi njeni dobavljači i kupci.

Dakle, opredeljenje da se neki reprodukcioni segmenti ne pokriju nastaje zbog toga što se time uklanja prostor za eksploataciju reprodukcione povezanih firmi. Prevaljivanje tereta politikom cena, uslovima plaćanja i drugim metodama, unazad na dobavljače, ili unapred na kupce, način je da se realizuje monopolna renta. Brojni su primeri ovakve prakse. Veliki trgovinski lanci ne guše samo svoju direktnu konkurenciju, već i svoje dobavljače.

Posebno nepovoljan aspekt formiranja ovakvih centara ekonomske moći je uticaj na položaj subjekata upućenih na poslovnu saradnju sa ovakvim centrima ekonomske moći. Pokušali smo da pokažemo da zloupotrebom svog položaja monopsoni i oligopsoni sebi obezbeđuju prvorazredni izvor finansiranja. Međutim, kakve posledice ovaj model finansiranja može imati na preduzeća upućena na poslovnu saradnju sa monopolima? Na ovaj način finansijski se iscrpljuju reprodukcione povezana preduzeća. Kakva je alternativa ovim preduzećima? Pribavljanje vlasničkih izvora na prethodno opisan način nije raspoloživo. Kreditno tržište takođe ostaje zatvoreno za ovakva preduzeća, jer im nezavidni položaj na tržištu narušava bonitet, pa su isti akteri diskriminirani i na kreditnom tržištu. Na taj način, veliki deo problema koji se danas pripisuje kreditnom tržištu ima svoje izvoriste u samoj strukturi domaće ekonomije.

Ako ste dovoljno veliki postajete društveni interes

Koncentracija ekonomske moći izlaže čitavo društvo jednom posebnom obliku „troška“, koji potiče od veze između ekonomske i političke moći, odnosno uticaja snažnog privatnog interesa na državu. Više puta u novijoj svetskoj ekonomskoj istoriji pokazano je da je državu lako uvući u rešavanje privatnih ekonomskih problema. Već pomenuta automobilska kompanija, kao i njeni glavni nacionalni konkurenti, spašavani su više puta eksplicitnim (direktna kreditna podrška) ili implicitnim programima državne podrške (javne nabavke).

Ovaj problem je Kornai²⁵ definisao kao problem mekih budžetskih ograničenja. Sam autor objasnio je da „mekim

²³ Williamson, op. cit.

²⁴ Spulber, Daniel (1999) *Market microstructure: intermediaries and the theory of the firm*, Cambridge University Press, Cambridge, p. 15.

²⁵ Kornai, Janos (1986) „The soft budget constraint“, *Kyklos*, 39 (1): 3-30

budžetskim ograničenjima“ možemo okvalifikovati ambijent u kome je za privatnog aktera ovakva reakcija države izvesna, odnosno da je on može sa velikom sigurnošću očekivati i prilagoditi svoje ponašanje takvoj reakciji države.

Velike kompanije vrše pritisak na vladu dajući svom privatnom interesu smisao šireg društvenog interesa. I zaista, u mnogim dimenzijama krupni ekonomski akteri mogu imati veliki uticaj na uspešnost države u ostvarenju proklamovanih ciljeva. Postavimo hipotetičko pitanje! U kojoj meri ova država može suvereno voditi spoljnotrgovinsku politiku kad petinu izvoza ostvaruje jedna kompanija?

Alternativna budućnost

Ako pođemo od pomenute teorije hijerarhije izvora finansiranja jasno je da će finansiranje obavezama iz redovnog poslovanja za monopsona/monopole i oligopsona/oligopole uvek imati primat u odnosu na kreditne izvore. Međutim, prvi tip izvora je ograničen, pa će kreditni izvori svakako doći na red. Ostaje da odgovorimo da pitanje zašto finansiranje javnom emisijom akcijskog kapitala dolazi poslednje na red. Odgovor ćemo potražiti u specifičnoj oblasti korporativnih finansija i kontrole korporacija. Argumentacija koju iznosimo ostaje u domenu ekonomske teorije, jer se procena relativnog značaja različitih razloga u konkretnom slučaju ne može dati sa potrebnom akademskom preciznošću.

Savremena finansijska teorija prepoznaje posebnu vrednost kontrole nad kompanijom direktan je izraz troškova. U brojnim slučajevima vrednost kontrole direktno je proporcionalna „troškovima“ kojima su izloženi oni koji nisu u poziciji da ostvare kontrolu. Izraz „tunneling“ (engl. tunneling), koji je u anglo-saksonsku literaturu uvezen iz češkoj jezika opisuje situaciju u kojoj oni koji imaju kontrolu nad kompanijom ostvaruju privatne koristi od kontrole, tj. vrše eksproprijaciju manjinskih (spoljnih) akcionara, često ne kršeći ni jednu odredbu zakona (vrednost firme otiče kroz podzemne tunele).

U jednom od prvih radova²⁶ koji se bavio analizom ovakve prakse u razvijenim državama utvrđeno je da je ova praksa prisutna i u razvijenim državama, kao i da tra-

dicija pravnog sistema može objasniti prisustvo različitih problema. Analizom nekolicine slučajeva utvrđeno je da države kontinentalnog građanskog prava (posebno francuske tradicije) često suočavaju sa ovakvom praksom. Pravni sistem Republike Srbije takođe pripada kontinentalnom sistemu prava, i najbliži je nemačkoj tradiciji.

Tunneling može obuhvatati različite pojave. U širem smislu može uključiti brojne pojavne oblike u kojima se izražava sukob interesa akcionara i menadžera, na primer nekompetentni menadžment, postavljanje rođaka i prijatelja na ključne pozicije, preterana i nedovoljna ulaganja i drugo. U užem smislu dobija različite forme²⁷. Kontrolni akcionar transferiše resurse iz firme u svoju ličnu korist (engl. self-dealing transactions). Ovo mogu biti tipične prevare i pronevere, zakonima sakcionisane, ali koje često ostaju neotkrivene i nekažnjene. Takođe, prodaja poslovne imovine ili sklapanje ugovora u korist kontrolnog akcionara, neopravdano visoke naknade članovima uprave, prisvajanje poslovnih prilika firme i drugo.

Praktični odgovor pravne profesije na prisustvo ovog rizika kreće se između dva ekstrema: prvo, ne činiti ništa već prepustiti da samo tržište reši problem, i drugi jednostavno zabraniti svaki oblik poslovne interakcije kontrolnih grupa u kompaniji sa kompanijom koju kontrolišu. Nijedan od ova dva ekstrema nije primenjen. Prvi jer tržište nije efikasno u suzbijanju ovakve prakse, a drugi jer bi na taj način bile eventualno uklonjene i one transakcije koje mogu stvarati vrednost.

Kada ovakvo ponašanje postane praksa koja se toleriše, posledice su nedovoljno razvijeno tržište akcija²⁸ i potcenjenost svih multilateralnih finansijskih instrumenata²⁹. U kojoj meri agentski konflikt može biti izražen govori primer koji su obradili Shleifer i Vishny³⁰:

„[U] privatizaciji, industrijske firme u Rusiji prodavane su po ceni od 100 dolara po jednom zaposlenom, što je hiljadu puta manje od vrednosti

²⁷ Ibidem, p. 22.

²⁸ La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny (1997) „Legal determinants of external finance“, *Journal of Finance*, 52 (3): 1131-1150.

²⁹ La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny (2002) „Investors protection and corporate valuation“, *Journal of Finance*, 57 (3): 1147-1170.

³⁰ Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny (1997) „A survey of corporate governance“, *Journal of Finance*, 52 (2), p. 748.

²⁶ Johnson, S., Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer (2000) „Tunneling“, *AEA Papers and Proceedings*, 90 (2): 23-27.

koje su zapadne firme dobijale na tržištu (100.000 dolara po zaposlenom). Ovakva razlika se ne može opravdati razlikama u životnom standardu, koji je u Rusiji desetak puta niži nego na zapadu. Čak i kada se uvažavaju te razlike, ostaje zaključak da je Ruska imovina prodavana uz 99 procenata diskonta. Slične dokaze imamo i u naftnoj industriji. Ruske kompanije su vrednovane ispod pet dolarskih centi po barelu utvrđenih rezervi, za razliku od četiri ili pet dolara za zapadne naftne kompanije. Veliki deo ovog diskonta od neverovatnih 99 procenata svakako potiče od prisustva eksproprijacija koje može sprovoditi vlada, a nastaje zbog regulacije ili sistema oporezivanja. Nekompetentan menadžment je verovatno deo čitave priče. Ali izgleda da je jednako važna mogućnost menadžera ruskih firmi da preusmere kako profit tako i poslovnu imovinu ka sebi. Ovi primeri iz ruske ekonomske stvarnosti ukazuju na to da je gornja granica agentskih troškova u režimu minimalne zaštite investitora čak 99 procenata vrednosti.“

Akcionarstvo koje uvodimo otvaranjem velikih privatnih kompanija preko početne javne ponude suštinski se razlikuje od akcionarstva koje nastaje uslovno rečeno „prisilno“, odnosno kroz proces privatizacije. Dok su spoljni akcionari u privatizovanim kompanijama neminovno izloženi ovom riziku, u drugom slučaju edukovani investitori ga mogu izbeći ignorisanjem ovakvih kompanija. U domenu finansiranja ovo će značiti da velikim kompanijama „otvaranje“ akcionarskog društva, nije raspoloživa, ili nije efikasna strateška poslovna odluka. Problem se ispoljava kao nedostatak interesa investicione javnosti i nepovoljnu cenu akcija kod eventualne javne ponude akcija.

Drugi strana istog problema, koju ne možemo potkrepiti relevantnim dokazima, je da je ekonomska moć u državama u tranziciji koncentrisana u rukama male grupe ljudi, koji kontrolišu krupne korporacije. Ako je jedno od obeležja i značajna uloga države (ekonomski etatizam), država postaje kreator poslovnih mogućnosti, a veze sa državom izvor ekonomske rente. Odluka da najveće kompanije ostanu zatvorene za širu investicionu javnost može biti motivisana potrebom da se eventualna renta zadrži u okviru male grupe vlasnika. Konačno možemo posumnjati

da efekat od izvesne preduzetničke ideje ne zavisi toliko od same ideje, već od toga ko ideju sprovodi u delo. Više puta u domaćoj javnosti je isticano da u mnogim krupnim poslovima (npr. privatizaciji) postoje posrednici koji uvode krajnje investitore na tržište.

Na taj način, činjenica da ne postoje početne javne ponude može biti posledica nespremnosti insajdera najvećih kompanija da dele svoju rentu, ali možda i svesti da bi zbog pomenutog problema eksproprijacije ovakvi programi bili ignorisani od strane šire investicione javnosti.

Zaključak

Efekti koji se mogu očekivati od direktne intervencije države na kreditnom tržištu zavisice od politike alokacije. Ukoliko se sredstva usmere ka krupnim korporacijama postoji rizik da dođe do „prikrivenog“ finansijskog restrukturiranja ovog segmenta privrede. Neosnovana su očekivanja da će ovo privremeno rasterećenje biti indirektno transferisano i reprodukcijom povezanim preduzećima. Ukoliko se planira alokacija u kojoj će prioritet biti dat malim i srednjim preduzećima, postavljaju se dva pitanja. Prvo pitanje je da li za ovakvom šemom zaista ima potrebe. Skromna sredstva uz adekvatni monitoring kroz postojeće šeme podrške mogu dati solidan efekat ukoliko za to postoji dobra volja. Drugo, u kojoj meri se efekti ovakve finansijske relaksacije mogu zadržati kod ove grupe preduzeća, a u kojoj meri postoji rizik da kroz proces prevajivanja ponovo završe kod preduzeća sa monopolskom pozicijom. Što se tiče bankarskog sektora, njegov položaj biće određen time koliko je kreditnog rizika iščišćeno iz bilansa banaka, uz istovremeni unos kamatnog rizika.

Na taj način kreditna intervencija države ne može biti ništa drugo do sudijski prekid igre koji neko može iskoristiti da dâ gol. Ipak, nakon ovog prekida igra će se nastaviti po pravilima koja su važila do prekida, sa identičnim igračima i ne bitno promenjenim odnosom snaga. Najavljen intervencija ostavlja loptu na pomoćnom, umesto da je prebaci na glavni teren.

Prava rešenja nikada nisu na dohvata ruke. Po našem mišljenju ključni pravac u kome država treba strateški da deluje je zaštita konkurencije i zaštita manjinskih akcionara. Oba predloga imaju isto intelektualno izvišće. Predstav-

ljaju načine da se oslobode sile tržišta (finansijskog i tržišta dobara) od uticaja postojećih struktura moći. Po rečima Rajan i Zingales³¹: „slobodna tržišta uzdrmaće model poslovanja uspostavljen na nejednakom pristupu“. Ideja o državnoj razvojnoj banci samo bi udaljila državu od strateški delotvornih poteza, stvorila određene eksplicitne i implicitne troškove i verovatno omogućila samo „kratak predah“ ekonomiji opterećenoj ozbiljnim strukturnim problemima.

Literatura

- Barth, R. J., Caprio, G. Jr., and Levine, R., "Bank regulation and supervision: what works best?", *Journal of Financial Intermediation*, 13 (2004) 205-248.
- Bikhchandani, S., and Huang, C., "The economics of treasury securities markets", *Journal of Economics Perspectives*, 7 (1993) 117-134.
- Coase, R., "The nature of the firm", *Economica*, 4 (1937) 386-405.
- Choudhry, M., *The bond & money markets: strategy, trading, analysis*, Butterworth Heinemann, Oxford, 2003.
- Franks, J., Schaefer, S., and Staunton, M., "The direct and compliance costs of financial regulation", *Journal of Banking and Finance*, 21 (1998) 1547-1572.
- Goodhart, C., Hartmann, P., Llewellyn, D., Rojas-Suárez, L., and Wisbrod, S., *Financial regulation: why, how and where now?* Routledge, London, 2001.
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., and Shleifer, A., "Tunneling", *AEA Papers and Proceedings*, 90 (2000) 23-27.
- Kornai, J., "The soft budget constraint", *Kyklos*, 39 (1986) 3-30.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., and Shleifer, A., "Government ownership of banks", *NBER Working Paper*, 7620, National Bureau of Economic Research, 2000.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., and Shleifer, A., and Vishny, R., "Legal determinants of external finance", *Journal of Finance*, 52 (1997) 1131-1150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., and Shleifer, A., and Vishny, R., "Investors protection and corporate valuation", *Journal of Finance*, 57 (2002) 1147-1170.
- Marinković, S., "Kreditne garancije: podsticaj razvoju malih i srednjih preduzeća", *Ekonomске teme*, 41 (2003) 177-187.
- Marinković, S., "Organizacioni aspekti internacionalizacije i stabilnost bankarskog sektora Srbije", *Finansije*, 63 (2008) 75-105.
- Marinković, S., "Tri talasa ekonomske krize u Srbiji", *Ekonomika preduzeća*, 57 (2009) 199-213.
- Marinković, S., "Serbian credit market during and after the storm: causes and remedies", *The Challenges of Economic Science and Practice in the 21st Century*, Faculty of Economics, Niš, 2010, pp. 239-246.
- Marinković, S., i Ljumović, I., "Efekti vlasničke transformacije bankarskog sektora Srbije - teorijska i empirijska analiza", *Teme*, 35 (2011) 189-208.
- Predlog zakona o zaštiti korisnika finansijskih usluga, Narodna banka Srbije.
- Rajan, G. R., and Zingales, L., *Saving capitalism from the capitalists*, Random House Business Books, London, 2003.
- Shleifer, A., and Vishny, W. R., "A survey of corporate governance", *Journal of Finance*, 52 (1997) 737-783.
- Spulber, D., *Market microstructure: intermediaries and the theory of the firm*, Cambridge University Press, Cambridge, 1999.
- Stiglitz, E. J., and Weiss, A., "Credit rationing in markets with imperfect information", *American Economic Review*, 71 (1981) 393-410.
- Stiglitz, E. J., and Greenwald, B., *Towards a new paradigm in monetary economics*, Cambridge University Press, Cambridge, 2003.
- Szegö, G., "Introduction", *Journal of Banking and Finance*, 17 (1993) 773-783.
- Williamson, O., "Corporate finance and corporate governance", *Journal of Finance*, 43 (1988) 567-591.
- Zakon o bankama, *Službeni glasnik RS*, br. 107/2005.
- Zakon o obligacionim odnosima, *Službeni list SFRJ*, br. 29/78, 39/85, 45/89, 57/89 i 31/93.

31 Rajan, G. Raghuram and Luigi Zingales (2003) *Saving capitalism from the capitalists*, Random House Business Books, London, p. 168.

Srđan Marinković

je vanredni profesor Ekonomskog fakulteta u Nišu. Predaje na dodiplomskim studijama na predmetima Finansijski sistem i finansijske institucije, Finansijska tržišta i Bankarski menadžment. Takođe predaje i na master i doktorskim studijama. Ekonomski fakultet završio je u Nišu, magistrirao na Ekonomskom fakultetu u Beogradu i doktorirao na Univerzitetu u Nišu. Više puta je boravio na prestižnim univerzitetima u inostranstvu, od toga dva puta kao korisnik stipendije Foreign and Commonwealth Office na London School of Economics and Political Science. Dobitnik je postdoktorske stipendije Ministarstva za nuku i zaštitu životne sredine Republike Srbije. Njegov trenutni istraživački interes obuhvata oblast mikrostrukture finansijskih tržišta i funkcionisanje tržišta derivata. Autor je univerzitetskog udžbenika, tri naučne monografije i više desetina radova u domaćim i stranim naučnim časopisima.

Nataša Golubović

rođena je 1967. godine u Leskovcu, gde je završila osnovnu i srednju školu. Na Ekonomskom fakultetu u Nišu diplomirala je 1990. godine. Magistrsku tezu i doktorsku disertaciju odbranila je na Ekonomskom fakultetu u Beogradu. Zaposlena je na Ekonomskom fakultetu u Nišu u zvanju vanrednog profesora, gde predaje Osnove ekonomije i Političku ekonomiju. Objavila je više radova u naučnim i stručnim časopisima i učestvovala na brojnim naučnim skupovima u zemlji i inostranstvu. Bila je angažovana kao istraživač na nekoliko domaćih i jednom međunarodnom projektu. Trenutno je angažovana na dva projekta koje finansira Ministarstvo za nauku i tehnološki razvoj Republike Srbije. Član je Evropske Asocijacije za Evolutivnu Političku ekonomiju i član Predsedništva Naučnog društva ekonomista Srbije.