

UTICAJ RIZIKA ZEMLJE I POLITIČKOG RIZIKA NA ALOKACIJU KAPITALA U SAVREMENIM MEĐUNARODNIM USLOVIMA POSLOVANJA

THE IMPACT OF COUNTRY RISK AND POLITICAL RISK ON CAPITAL ALLOCATION IN THE CONTEMPORARY INTERNATIONAL BUSINESS CONDITIONS

MSc, Ana Randelović, student doktorskih studija⁶⁸

Sadržaj: *Pojava globalizacije uslovila je promenu postojećeg privrednog okruženja što je dovelo i do promene uloga privrednih subjekata. Proces globalizacije utiče na stvaranje jedinstvenog svetskog sistema u kome najznačajnija uloga pripada multinacionalnim kompanijama kao nosiocima investicione i finansijske aktivnosti na globalnom tržištu. U ovom radu biće izložena problematika seljenja kapitala multinacionalnih kompanija koje u osnovi imaju za cilj maksimiranje prinosa uz minimiziranje rizika investicionih projekata. Posebna pažnja biće usmerena na uticaj rizika zemlje i političkog rizika u procesu odlučivanja o međunarodnom investiranju. Razmatranje rizika zemlje i političkog rizika je podjednako važno, kako za potencijalne investitore, tako i za zemlje u koje se kapital alokira, jer pored činjenice da će plasmanom sredstava multinacionalne kompanije ostvariti odgovarajući profit, mnogo bitnija strana međunarodnog investiranja, sa aspekta potencijalnih zemalja-domaćina, sadržana je u atraktivnosti zemlje pogodnoj za strane investitore jer ekonomski napredak zemlje leži u povećanju stepena investicione, finansijske i privredne aktivnosti.*

Ključne reči: *rizik zemlje, politički rizik, alokacija kapitala*

Abstract: *The emergence of globalization has caused the change in the current economic environment which led to the change of the role of economic operators. The process of globalization influences the creation of a single world system in which the most significant role belongs to multinational companies as holders of investment and financial activities in the global market. This paper presents the problem of moving the capital from multinational companies which basically aim to maximize returns while minimizing risk investment projects. Special attention will be paid to the impact of country risk and political risk in decision-making on international investment. Consideration of country risk and political risk is equally important for both potential investors and countries in which capital is allocated, despite the fact that with the sale of assets multinational companies will achieve an appropriate profit, more important aspect of foreign international investment, in terms of potential host countries, is contained in the attractiveness of the country and its favorability for foreign investors because economic progress of one country lies in increasing the level of investment, financial and economic activities.*

Key words: *country risk, political risk, capital allocation*

⁶⁸ Ekonomski fakultet, Univerzitet u Nišu, Trg Kralja Aleksandra 11, 18000 Niš

1. UVOD

Nacionalne privrede vođene stvaranjem visokih stopa privrednog rasta i brzim privrednim razvojem dovele su do pojave jedne nove kategorije koju nazivamo globalizacijom. Univerzalne definicije globalizacije nema, a s obzirom na one koje postoje, svakoj se može pripisati njena okrenutost i fokusiranost na jednom ili manjem broju aspekata koje obuhvata. Globalizacija se odnosi na intenziviranje i dinamiziranje društvenih i ekonomskih odnosa izvan državnih granica, što za posledicu ima sve veće i usko povezane međusobne uticaje globalnih i lokalnih dešavanja [1]. Kada se kaže globalizacija, shodno temi koja se obrađuje, misli se na proces koji utiče na povezivanje i jačanje saradnje između privrednih subjekata na svetskom nivou a što ima za cilj poboljšanje performansi preduzeća. Ekonomski aspekt globalizacije podrazumeva slobodna tržišta i princip liberalizma u ekonomskoj nauci uz minimiziranu ulogu države tj. ekonomske politike u smislu regulisanja slobodno formiranih, perfektno funkcionišućih tržišnih mehanizama, pri čemu ova pojava ima podršku tri osnovna institucionalna stuba u međunarodnoj ekonomiji, a to su Međunarodni monetarni fond (IMF), Međunarodna banka za obnovu i razvoj (IBRD) i Svetska trgovinska organizacija (WTO).

Pojava globalizacije uslovlila je promenu postojećeg privrednog okruženja što je dovelo i do promene uloga privrednih subjekata. Usled nastanka i razvoja procesa globalizacije, koji ima za cilj stvaranje jedinstvenog svetskog sistema, najznačajniju ulogu imaju multinacionalne kompanije kao nosioci investicione i finansijske aktivnosti na globalnom tržištu. To su kompanije koje posluju u više zemalja i bave se upravljanjem i kontrolom proizvodnje koja se odvija u tim zemljama pri čemu postoji matična kompanija koja ostvaruje vlasništvo pa samim tim i kontrolu nad poslovanjem svojih afilijacija [2].

Multinacionalne kompanije opravdano imaju ulogu finansijskih i institucionalnih nosioca jer globalizacija predstavlja međunarodnu integraciju dobara, tehnologija, rada i kapitala, a ove



Ana Randelović rođena je 24.08.1988. godine u Nišu. Osnovnu i srednju Ekonomsku školu završila sa odličnim uspehom u Nišu. Godine 2007, upisala je Ekonomski fakultet Univerziteta u Nišu i završila osnovne studije 2011. godine sa prosečnom ocenom 9,62. Na kraju četvrte godine studija nagrađena kao najbolji student u generaciji na smeru Računovodstvo, revizija i finansijsko upravljanje pri čemu je dobitnik nagrade Saveza računovođa i revizora Srbije za 2011. godinu. Stipendista Fonda za mlade talente od 2010-2012. godine. Master studije upisala 2011. i završila 2013. godine sa prosečnom ocenom 9,83. Upisala doktorske studije na Ekonomskom fakultetu u Nišu 2013. godine. Trenutno **stipendista Ministarstva prosvete, nauke i tehnološkog razvoja** i uključena na projektu Ekonomskog fakulteta pod nazivom „**Unapređenje konkurentnosti javnog i privatnog sektora umrežavanjem kompetencija u procesu evropskih integracija Srbije**”. Pored toga, u svojstvu studenta-demonstratora učestvuje u izvođenju nastave na osnovnim studijama na predmetima Teorija i analiza bilansa, Revizija.

kompanije po svojoj veličini, organizacionoj strukturi, obimu poslovanja i visini kapitala u najvećoj meri ispunjavaju uslove da transfer dobara, rada, tehnologija i kapitala bude najefikasniji. Ove kompanije nastale su usled postojanja tržišnih imperfekcija na nacionalnim tržištima proizvoda, faktora proizvodnje i finansijskim tržištima i na tržišne imperfekcije gledaju kao na šanse za ostvarivanje profita na svim nacionalnim tržištima gde su imperfekcije prisutne. Ono što predstavlja jedno od ključnih pitanja za svaku multinacionalnu kompaniju je: koja je to najrelevantnija investiciona alternativa kojoj se kompanija treba prikloniti a po osnovu koje će najefektivnije i najefikasnije kapital biti upotrebljen.

Multinacionalne kompanije vođene ostvarenjem visokih profitnih stopa kreiraju i razvijaju strategije rasta i razvoja svojih kompanija i ogranaka u drugim zemljama vršeći efikasnu alokaciju kapitala. Vremenom, u dinamičnom i globalizovanom poslovnom okruženju, došlo je do promena u načinu međunarodnog investiranja kapitala zbog čega se menja i intenzitet međunarodnog investiranja shodno promenama globalne investicione klime.

2. RIZIK ZEMLJE - pojam, značaj i merenje

Nerazvijene zemlje i zemlje u razvoju u uslovima globalizacije, zbog niske produktivnosti i nerazvijenosti privrede postaju zavisne od međunarodnih finansijskih institucija i velikih svetskih kompanija koje se nalaze u ulozi investitora ili kreditora. Putem tih sredstava dolazi do rasta i razvoja ovih privreda dok sa druge strane i multinacionalne kompanije ostvaruju određene koristi. Multinacionalne kompanije, u cilju izbegavanja političke kontrole u matičnoj zemlji, osnivaju svoja sedišta u zemljama u kojima je finansijska i fiskalna kontrola veoma liberalna. Međutim, ukoliko ovo nije slučaj, onda se ova vrsta investitora odlučuje da alokira kapital u određenu zemlju kroz osnivanje svojih ogranaka kako bi ostvarila svoje profitne ciljeve.

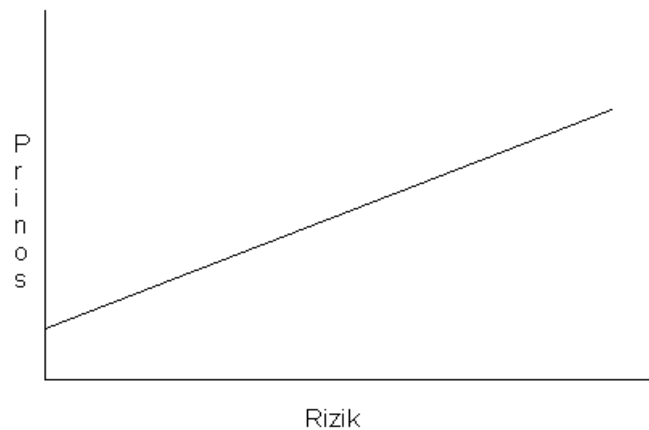
Kako govorimo o investiranju i poslovanju kompanija u savremenom globalizovanom ambijentu, kome je imanentan visok stepen rizika i mogućnost izbivanja kriza, onda ne treba zanemarati i činjenicu da je u poslednjih nekoliko godina zabeleženo osetno smanjenje obima međunarodnih investicija, što se objašnjava, s jedne strane, smanjenjem sposobnosti investiranja multinacionalnih kompanija zbog pada profita, čestog narušavanja likvidnosti i znatno višim cenama kapitala na šta je uticala poslednja svetska finansijska kriza i, s druge strane, povećanom averzijom prema riziku poslednjih godina usled nastanka krize, što dovodi do smanjene spremnosti kompanija da investiraju.

Može se zaključiti da postoje dve različite kategorije problema. S jedne strane problemi koji se tiču pribavljanja kapitala, odnosno problemi koji se odnose na finansiranje preduzeća dok, s druge strane, treba posvetiti isto toliko pažnje efikasnom izboru najprofitabilnije alternative u koju treba investirati. Prilikom obavljanja ove dve aktivnosti bitno je da krajnji ishod bude maksimalni profit koji je moguće ostvariti u datim uslovima poslovanja pri čemu, grubo gledano, profit treba biti razlika između cene kapitala i prinosa na kapital.

Postoje različiti motivi koji navode investitore-multinacionalne kompanije, na donošenje odluka o alokaciji kapitala. Neki od njih su visoke profitne stope, subvencije države – domaćina, niže poreske stope, niži stepen rizika, jeftina radna snaga, mogućnost izvlačenja profita iz tih zemalja, osvajanje novih tržišta, nepostojanje barijera za ulazak na tržišta zemalja – domaćina i dr. Prilikom donošenja odluka u pogledu međunarodne alokacije kapitala izdvajaju se i pojedine vrste rizika. Misli se, pre svega, na politički rizik i rizik zemlje u kojoj će potencijalni investitori, tj. multinacionalne kompanije biti spremne da ulože.

Nivo rizika, prinos i cena kapitala kompanije nalaze se u pozitivnom korelativnom odnosu. Ako se rizik definiše kao „odstupanje prinosa od onih koje smo očekivali, onda se uopšteno može reći da je rizik ustvari verovatnoća nastanka nekog neželjenog događaja[3]. Obzirom na to javila se potreba za kvantifikacijom rizika kako bi finansijski stručnjaci bili efektivniji i efikasniji kada je u pitanju upravljanje finansijama. Efekat investiranja finansijskih sredstava kvantifikuje se očekivanim stopama prinosa, pri čemu, ukoliko je veći spektar mogućih prinosa veća je i nepredvidivost stvarnog prinosa pa s obzirom na to zaključujemo da se radi o rizičnijem ulaganju [4]. Racionalan ulagač izbegava rizik ukoliko je to moguće, odnosno između dve alternative sa istim očekivanim prinosom uvek preferira onu sa manjim stepenom očekivanog rizika. Ovakvo ponašanje investitora poznato je kao averzija investitora prema riziku, pri čemu takvo ponašanje ne znači izbegavanje rizika po svaku cenu već, pre svega, nespremnost da se prihvati dodatni rizik ukoliko nije kompenzovan dodatnim očekivanim prinosima (premijom za rizik) [5]. Znači, kao uslov za prihvatanje i ulaganje investitori će na svaku rizičniju varijantu zahtevati sve veću očekivanu stopu prinosa. Naravno, kao alternativa ovakvim ulaganjima stoje na raspolaganju plasmani u projekte sa vrlo malim rizikom ili potpuno nerizične projekte, sa aspekta ostvarenja očekivanih prinosa. Takvim ulaganjima smatra se npr. kupovina državnih obveznica u SAD odnosno obveznica centralnih banaka ekonomski najjačih zemalja, čiji je jedini nedostatak niska stopa prinosa (3-4% na godišnjem nivou). Veza rizika i zahtevane stope prinosa, u finansijskoj teoriji označena je kao međuzavisnost rizik-prinos i predstavlja fundamentalni aksiom koji je inkorporiran u teoriju finansija. Na osnovu rečenog možemo zaključiti da averzija prema riziku ustvari objašnjava postojanje pozitivne veze između rizika i prinosa.

Odnos rizika i prinosa možemo grafički ilustrovati na sledeći način [5]:



Slika 1: Odnos rizika i prinosa

Ova slika ilustruje jedno od najvažnijih i najosnovnijih koncepata finansija: Da biste ostvarili veći prinos, morate preuzeti veći rizik [5]. Sa slike vidimo da prilikom ulaganja čak i kada je rizik jednak nuli imamo određeni prinos. To bi bio slučaj ukoliko bi investirali u državne hartije od vrednosti o čemu je bilo reči. Srazmerno visini rizika koju određena investiciona alternativa nosi sa sobom, raste i očekivani prinos od investicionog ulaganja. Ovo pravilo ostavlja izbor investitorima ulagati u alternative sa manjim stepenom rizika i niskim stopama prinosa ili ulagati u visokorizične, ali i vrlo profitabilne investicije. Odgovor na ovo pitanje zavisi od stepena averzije prema riziku koju imaju investitori. Naravno da bi svi investitori želeli da ulažu u finansijska sredstva u niskorizične alternative sa visokim prinosima, ali čak i,

da usled imperfekcija tržišta, ovakve alternative i ako postoje, one vrlo brzo nestaju s obzirom na funkcionisanje tržišta i ponašanje investitora na sledeći način: *Ukoliko bi se na tržištu pojavila aktiva koja povlači za sobom visoke očekivane stope prinosa koje se mogu ostvariti bez dodatnog rizika svi investitori bi želeli da kupe tu aktivu.* Povećanje tražnje, saglasno osnovnim tržišnim zakonima, dovede do povećanja cene određene aktive što će usloviti nižu stopu prinosa. Tako će se smanjiti interesovanje za investiranje u ovu alternativu, jer sa povećanjem cena dolazi do smanjenja očekivanih stopa prinosa.

Iz prethodno rečenog, dolazimo do zaključka da je očekivani prinos srazmeran određenom stepenu rizika, odnosno, „Kada investitor odredi rizičnost sredstva, tržište dopušta da se cena sredstva prilagodi očekivanom prinosu kojim sredstva kompenzuju investitora za predviđeni rizik [5].“

Rizik predstavlja objektivnu kategoriju koja prati sve oblasti ljudskog delovanja i nikada se u potpunosti ne može izbeći. Sa aspekta poslovnih događaja, rizik je normalna pojava, pa racionalni investitor mora proceniti da li je očekivani prinos na ulaganje dovoljan da kompenzuje rizik koji projekat nosi. Merenje očekivanog rizika svodi se na procenu neizvesnosti – šanse ili verovatnoće neželjenog ishoda. U rešavanju ovog problema od velike pomoći su zakon verovatnoće i statistika, gde je razvijeno više metoda za merenje i izražavanje rizika. Pored poslovnog, finansijskog i ukupnog rizika koji prate poslovanje multinacionalnih kompanija, u procesu međunarodnog investiranja najpoznatiji rizici sa kojima se susreću multinacionalne kompanije prilikom međunarodnog investiranja su [2]:

- 1) rizik zemlje,
- 2) politički rizik,
- 3) kreditni rizik,
- 4) valutni rizik (rizik deviznog kursa),
- 5) tehnološki rizik.

Ekonomska međuzavisnost pojedinih delova svetske privrede postaje sve izraženija, a uspešna preduzeća sve više unapređuju svoju internu fleksibilnost i eksternu otvorenost uz konstantno širenje svojih tržišta. Usled prekogranične saradnje, multinacionalne kompanije svesne su rizika sa kojima se susreću u međunarodnom okruženju. S obzirom na to razrađene su odgovarajuće tehnike odbrane od tih rizika i načini kako treba upravljati tim rizicima kako bi se oni eliminisali ili sveli na prihvatljiv nivo. Postoji veliki broj koncepata (metodologija) upravljanja rizicima. Neki od njih predstavljeni su sledećom tabelom:

British Standard [6]	Steve Frostdick [7]	College Simmons [8]
Identifikacija rizika	Identifikacija rizika	Identifikacija rizika
Analiza rizika	Kvantifikacija rizika	Procena verovatnoće
Postavljanje kriterija	Postojanje praga tolerancije	Razvoj <i>risk management</i> planova
Postavljanje praga tolerancije		Praćenje <i>risk management</i> napora

Tabela 1: Različite metodologije upravljanja rizicima

Posmatrajući napred navedene koncepcije možemo zaključiti da se one u velikoj meri podudaraju, međutim u cilju upotpunjavanja ove problematike navešćemo još jedan koncept prema kome upravljanje rizikom međunarodnih investicija obuhvata [2]:

- 1) identifikaciju rizika,

- 2) merenje rizika u smislu utvrđivanja potencijalnog gubitka,
- 3) tehnike, strategije i mehanizme za otklanjanje i smanjenje rizika stranih ulaganja i
- 4) finansiranje rizika kao niz procedura kojima se smanjeni ili prihvaćeni rizici apsorbuju.

Obzirom da su multinacionalne kompanije usmerene na alokaciju kapitala u strane zemlje-zemlje domaćine, svaka od ovih kompanija predviđa rizike koji se mogu javiti ukoliko bi se ona odlučila da investira u određenu zemlju. Predviđanje i ocena rizika su sastavni delovi politike planiranja međunarodne investicione aktivnosti. Tako, ocena rizika podrazumeva [2]:

- identifikovanje rizika,
- procenu verovatnoće (rangiranje rizika),
- procenu uticaja – određivanje osetljivosti poslovanja na rizike,
- određivanje prioriteta – u zavisnosti od uticaja na poslovanje i verovatnoću pojavljivanja.

Prilikom donošenja odluka o međunarodnom investiranju treba sagledati sve faktore rizika. Nakon toga, treba proučiti rizike koji će pratiti tu međunarodnu investiciju i proceniti njihov uticaj kako bi preduzeća donela adekvatnu odluku u pogledu dileme da li investirati u određenu zemlju ili ne. Smatra se neophodnim, pre donošenja konačne odluke o međunarodnom investiranju, analizirati određene segmente funkcionisanja privrednog, političkog i zakonskog sistema zemlje domaćina. Najčešće razmatrana pitanja su pitanja vezana za iznos inicijalnog kapitalnog ulaganja, vreme trajanja eksploatacije projekta i iznos rezidualne vrednosti projekta, cenu proizvoda i usluga koji će se prodavati ukoliko se realizuje ovaj međunarodni investicioni projekat, iznos inflacije, kako će otvaranje još jedne afilijacije multinacionalne kompanije uticati na inkrementalni neto novčani priliv, šta će biti u slučaju neuspeha, itd. Takođe, postavljaju se i pitanja u vezi sa visinom poreskih stopa za strana ulaganja u zemlji u koju se investira, pokreće se i pitanje poreskih olakšica i jedno od možda ključnih pitanja a to je: koliko je stabilna vlada zemlje domaćina koja obećava sve te uslove.

Multinacionalne kompanije moraju stalno pratiti poslovno okruženje u zemljama u kojima posluju. To bi značilo da svaka multinacionalna kompanija prilikom aktivnosti investiranja sagledava privredni sistem i poslovni ambijent zemlje za koju se odluči da investira. Ukratko rečeno, svaki investitor prvo sagledava rizik zemlje i u sklopu njega politički rizik. Obzirom da rizik zemlje predstavlja širi pojam od političkog rizika, to bi značilo da analiza rizika zemlje podrazumeva analizu potencijalnih ekonomskih i političkih rizika. Postoji veliki broj definicija rizika zemlje, međutim, sagledavanjem tih definicija rizik zemlje možemo definisati kao celokupni rizik sa kojim se suočava investitor kada odluči da investira u određenu zemlju, pri čemu on pored političkog rizika podrazumeva i rizike koji su u vezi sa pobunama, štrajkovima, itd. Tokom vremena, shvatanja rizika zemlje su se menjala u zavisnosti od teoretičara, a i faza u kojima je svetska privreda funkcionisala. Tako na primer, u vreme međunarodne kreditne krize tokom 90-tih rizik zemlje je mogao biti iskazan racionom otplate duga ili odnosom između priliva kapitala i plaćanja po osnovu izmirenja dugova jedne zemlje.

Podela rizika zemlje prema Longueville-u, podrazumeva dve forme navedenog rizika[9]:

- Rizik suverenosti – koji predstavlja rizik od eksproprijacije i uvođenje određenih mera koja se odnose na restrikcije u pogledu profita kao i povraćaj kapitala,
- Rizik transfera – koji podrazumeva nemogućnost Centralne banka da mobilizuje potrebnu količinu deviznih rezervi za konvertovanje novčanih sredstava u lokalnoj valuti u devizna sredstva plaćanja.

Obzirom da je rizik zemlje nezaobilazan to ne znači i da je on jednak za sve zemlje. U zavisnosti od averzije prema riziku međunarodni investitori se odlučuju za projekat shodno riziku koji su spremni da prihvate i prinosu koji se očekuje u skladu sa njim. Ono što predstavlja pravilo kada je u pitanju rizik zemlje je to da je u zemljama u tranziciji mnogo viši ovaj rizik u odnosu na druge razvijene zemlje. Zbog mogućnosti znatnog odstupanja ili čak izostanka stvarnog prinosa od očekivanog, zbog rizika zemlje, mora se izvršiti adekvatna ocena rizika. Ocena rizika zemlje svodi se na procenu investicione klime određene zemlje. „Smatra se da je rizik zemlje nizak: kada u određenoj zemlji vladaju stabilni uslovi privređivanja, postoji povoljan carinski, spoljno-trgovinski i devizni tretman inostranih investicija, vlada politička i socijalna stabilnost, kada vlada te zemlje ima pozitivan stav prema inostranim investicijama, kada je omogućen retransfer sredstava i dobiti, kada su izvršena prethodna ulaganja koja su razvila infrastrukturu te zemlje [3].

Veliki doprinos u oceni rizika pružaju rejting agencije koje redovno objavljuju podatke o riziku zemlje. Vodeće rejting agencije u svetu, prema kredibilitetu, su [10]:

- Euromoney
- Business Environmental Risk Index
- Standard and Poor`s
- Moody`s
- Fitch Ratings
- AM Best`s Country Risk Ratings
- Coface Rating

Prema Euromoney metodologiji [11] najznačajniji faktori koji utiču na rizik zemlje su:

- Ekonomski indikatori – sa 25%,
- Politički rizik- sa 25% - mišljenja analitičara, brokera, osiguranja, bankara,
- Indikatori duga – sa 10% (spoljni dug:BDP, analiza platnog bilansa zemlje),
- Neplaćeni ili odloženi dugovi – sa 10%,
- Kreditni rejting – sa 10% (Moody`s , Standard and Poor`s),
- Pristup bankarskom finansiranju – sa 5%,
- Pristup kratkoročnim izvorima – sa 5%,
- Pristup međunarodnim tržištima obveznica i kredita – sa 5%.

Izvor ekonomskog napretka svake zemlje je u privlačenju stranih investicija s obzirom da nerazvijene zemlje i zemlje u razvoju nemaju dovoljno domaćeg kapitala koji bi upotrebili za pokretanje domaće privrede. Da bi privukle strane investicije potrebno je da pomenute zemlje uredi privredni ambijent tako da zemlju učine atraktivnom i poželjnom stranim investitorima. Da bi u tome uspele potrebno je da svedu rizik zemlje na najmanju moguću meru, a onda i sve ostale rizike.

Prilikom investiranja u inostrane projekte svaki racionalni investitor, u trenutku donošenja odluke o alokaciji kapitala, sagledava pre svega rizike različitih zemalja, vrši njihovo upoređivanje i nakon toga i prvu selekciju između zemalja, nakon čega dalje sužava izbor sagledavajući ostale vrste rizika i druge faktore koji mogu uticati na donošenje odluka o investiranju. Isto tako, ukoliko dođe do rasta rizika zemlje koji prelazi neke „dozvoljene“ granice mnogi, kako domaći, tako i strani investitori odlučiće se na realociranje kapitala u druge zemlje. S obzirom da govorimo o savremenim globalizovanim uslovima u kojima se danas privređuje, investitorima alokacija kapitala ne predstavlja značajan problem jer danas postoji znatno veći broj investicionih opcija koji je na raspolaganju investitorima nego ranije, pri čemu je za ovo najvećim delom zaslužan proces globalizacije. Zato je težnja zemalja usmerena na smanjenje rizika koji u njima vladaju kako bi privukli neophodan kapital za

njihov dalji razvoj. Proizilazi zaključak u vezi odnosa alokacija kapitala-rizik, da smanjenje rizika podrazumeva veći obim investicija dok povećanje rizika zemlje kao najšire shvaćenog, a i ostalih vrsta rizika, odvodi zemlju u ekonomsku stagnaciju, pad privredne aktivnosti, stvaranje i povećanje budžetskog deficita, zaduživanje pod nepovoljnim uslovima itd.

Merenje rizika zemlje je veoma značajno obzirom da taj rizik ima dobar udeo u ukupnom riziku inostranog investicionog projekta. Za početak, treba objasniti pojam ERP – equity risk premium. ERP predstavlja premiju rizika zemlje pri čemu ona predstavlja sastavni deo ukupne premije rizika na akciju [2]. Premiju rizika akcije možemo definisati kao prinos koji investitor očekuje da dobije po osnovu ulaganja u određenu akciju pri određenom riziku kojem se izlaže po osnovu ulaganja u tu akciju [2]. Kako smo već istakli da dobar deo ukupnog rizika čini rizik zemlje onda ćemo se shodno kategoriji ERP-a potruditi da izvršimo kvantifikaciju ove vrste rizika.

Postoje dva pristupa po osnovu kojih se može vršiti ocena i merenje premija rizika zemlje. Prvi pristup zasniva se na praćenju istorijskih serija podataka koje se odnose na kretanje visina premija pri čemu se pretpostavlja da će se i u budućnosti one slično ponašati. Ovaj pristup se zasniva na posmatranju i analizi serija podataka o visini premija u prošlosti i na osnovu toga se izvlače zaključci o visini istih premija u budućnosti, pri čemu je opšti stav da neće doći do nekih značajnijih promena u budućnosti kako u pogledu faktora koji utiču na visinu premije tako i na faktore koji utiču na promene u poslovanju. Drugi pristup procenjuje vrednost ERP-a u budućnosti sagledavanjem kretanja dividendi, budućih prinosa, GDP-a, inflacije i drugih makroekonomskih i mikroekonomskih varijabli [12].

1. Istorijska metoda merenja premije rizika zemlje. Klasičan metod za izračunavanje premije rizika zemlje koristi procenu proseka, a po osnovu najduže poznatih vremenskih serija podataka, razlika tržišnog prinosa diversifikovanog portfolia i nerizične stope prinosa [12]. Za tržišni prinos diversifikovanog portfolia može se uzeti određeni indeks cena akcija pri čemu se smatra da je adekvatnije uzeti opšti indeks cena za razliku od selektivnog indeksa koji se zasniva na akcijama kojima se najviše trguje. Kada se radi o nerizičnom prinosu obično se vezujemo za državne obveznice, shodno tome, za iznos nerizične stope prinosa uzimamo iznos kamatne stope na državne obveznice.

Nedostaci ove metode su brojni. Neki od njih su: visok nivo standardne devijacije prilikom određivanja ERP-a koji je može učiniti neupotrebljivom, nedostatak kvalitetnih serija podataka po osnovu kojih se ne mogu pouzdano utvrditi određeni parametri, nedostatak vremenskih serija podataka za određena tržišta pri čemu se najpre misli na nerazvijena tržišta i tržišta u razvoju, problem vremenske stabilnosti ERP-a usled velikih fluktuacija itd.

2. CAPM modeli. Korišćenjem CAPM (Capital Asset Pricing Model) modela dobijamo globalnu cenu rizika s obzirom da se ovi modeli zasnivaju na kompletnoj tržišnoj integraciji. Ukoliko izvršimo diversifikaciju valutnog rizika, cena akcije neke kompanije x bi se mogla izraziti na sledeći način[12]:

$$\text{Cena akcije kompanije } x = r_f + \beta_{x,\text{world}} \times \text{ERP}_{\text{world}} \quad (1)$$

r_f - očekivani prinos na nerizičnu hartiju od vrednosti,

$\beta_{x,\text{world}}$ - beta koeficijent kompanije koji pokazuje sistematsko kretanje očekivanog prinosa od investiranja u određeni portfolio u odnosu na kretanje tržišnog prinosa na svetskom nivou,

$\text{ERP}_{\text{world}}$ – globalna cena nediversifikovanog rizika.

Osnovni nedostatak ovog obrasca leži u pitanju kolike su realne šanse da se izvrši perfektna integracija tržišta kapitala posebno kada su u pitanju tržišta u razvoju. CAPM grupi modela pripadaju prema svojim karakteristikama sledeći modeli[12]:

1. Model sprema rizika zemlje,
2. Model relativne standardne devijacije i
3. Modifikovana verzija modela relativne standardne devijacije.

2.1. Model sprema rizika zemlje. Ovaj model zasniva se na dodavanju određenog opsega premije za rizik neplaćanja – default spread a čija visina zavisi od specifičnosti i nivoa rizika u toj zemlji. Ovaj model cenu akcija izražava na sledeći način pri čemu koristi prevođenje svih elemenata koji čine model na US podatke, na taj način imamo[2]:

$$\text{Cena akcije} = \text{nerizična stopa}_{\text{us}} + \beta \times (\text{US premija rizika}) + \text{default spread} \quad (2)$$

nerizična stopa_{us} – označava iznos nerizične stope US,

β – beta koeficijent koji se u odnosu na $\beta_{x,\text{world}}$ izračunava prema lokalnom tržišnom portfoliju,

default spread – koji meri i na taj način amortizuje razliku između dolardenominirane obveznice određene države i US Treasury bond stope.

Razlog zašto smo premiju rizika zemlje poistovetili sa razlikom između dolardenominirane obveznice određene države i US Treasury bond stope je taj što se ovaj model zasniva na pretpostavci da većina faktora koja utiče na default rizik na tržištu obveznica takođe utiče na rizik akcija [2].

Međutim, analizirajući ovaj model Damodaran smatra da treba izvršiti određene izmene kada je u pitanju ovaj model. On smatra da ukoliko dođe do situacije da postoje velike dnevne fluktuacije spread-a obveznice da je u tom slučaju bolje izračunati prosečan default spread svih zemalja sa rejtingom ispod i iznad određene nerizične kamatne stope. Kao alternativa mogu se koristiti vrednosti kreditnih rejtinga zemalja koji su publikovani od strane institucija koje su specijalizovane za obavljanje ovih poslova[13].

Kao nedostatak ovog modela navodi se to što on polazi od ekvivalentnosti ERP zemlje i US ERP-a što nije uvek slučaj.

2.2. Model relativne standardne devijacije. Ovaj model nastoji da izračuna relativnu standardnu devijaciju zemlje stavljanjem u odnos standardne devijacije te zemlje i standardne devijacije US. Odnosno [2]:

$$\text{Relativna standardna devijacija zemlje} = \frac{\text{(standardna devijacija zemlje)}}{\text{(standardna devijacija US)}} \quad (3)$$

Obzirom da se ovaj model temelji na upoređivanju investicija na tržištima akcija koja su daleko manje razvijena u odnosu na US tržište i na primenjivanju US ERP premije shvatamo da nam je izračunavanje relativne standardne devijacije preko potrebno za izračunavanje ERP- a određene zemlje i to na sledeći način[2]:

$$\text{ERP}_{\text{zemlje}} = \text{ERP}_{\text{us}} \times \text{Relativna standardna devijacija zemlje} \quad (4)$$

ERP_{zemlje} – premija rizika zemlje,

ERP_{us} – premija rizika USA.

Da bi se mogla ova dva portfolia uporediti – investicije u zemlju za koju određujemo ERP i investicije na US tržištu – potrebno ih je pre svega izraziti u istoj valuti. Dosledno prethodnom izlaganju, to je najčešće USD. Damodaran je uočio da ovakav model određivanja

ERP-a zemlje može dovesti do potcenjene ili precenjene vrednosti ERP-a zemlje. Do potcenjene vrednosti može doći usled slabe likvidnosti tržišta u razvoju. Niska likvidnost može dati nizak stepen standardne devijacije što u toj situaciji ne mora biti istinito jer mala likvidnost može ograničiti iskazivanje pravog nivoa fluktuacija koje se iskazuju standardnom devijacijom. Do precenjene vrednosti ERP-a zemlje može doći ukoliko se izvrši segmentiranje celokupnog tržišta u razvoju pri čemu se na segmentu tržišta koji nas posebno interesuje ispostavi da postoji veća nestabilnost.

2.3. Default spreads i model relativne standardne devijacije. Damodaran prikazuje model koji se zasniva na komparaciji investicija u obveznice i akcije na istom tržištu u razvoju. Razlog za nastajanje ovog modela je tvrdnja Damodaran-a da ERP-a zemlje mora biti veći od default spread- a rizika zemlje. Tako da imamo sledeći model [13]:

$$\text{Premija rizika zemlje} = \text{Default spread}_{\text{zemlje}} \times (\delta_{\text{akcije, zemlje}} / \delta_{\text{obveznice, zemlje}}) \quad (5)$$

Pri čemu odnos volatilnosti može da se izračuna na osnovu opštih proseka, a može i za svaku zemlju posebno.

3. POLITIČKI RIZIK – pojam i vrste

Politički rizik predstavlja užu pojam od rizika zemlje. U cilju njegovog uspešnog definisanja neophodno je uzeti u obzir sve njegove činioce, kao i njihov stepen uticaja i delovanja, ali i posledice koje proizilaze iz njegovog uticaja. Najšire definisano, pod političkim rizikom podrazumeva se svaka aktivnost države koja rezultira smanjenjem vrednosti i kapitala preduzeća. Takođe, ovaj rizik podrazumeva i rizik uvođenja nekih neočekivanih propisa i mera jedne zemlje od strane vlade te zemlje pri čemu može doći do ugrožavanja kontinuiteta u poslovanju i/ili obima poslovanja multinacionalne kompanije u toj zemlji [2]. Politički rizik se pojavljuje kao posledica aktivnosti države i ne treba ga poistovećivati sa rizikom od terorizma, kidnapovanja ili otmica. Međutim, kako se ne bi odlazilo u širinu prilikom definisanja političkog rizika, kada se govori o političkom riziku uglavnom se misli na štetne aktivnosti države u zemlji u kojoj se realizuju određeni projekti. Takođe, možemo razlikovati makro i mikro nivo delovanja političkog rizika. Makro uticaj ima podjednaki uticaj na sve aktere prisutne na određenom tržištu, dok se mikro uticaj odnosi na pojedinu kompaniju ili pojedinu privrednu granu.

Prema stručnjacima Međunarodnog instituta za upravljanje rizikom (IRMI) [14] potrebno je napraviti dve osnovne razlike koje se odnose na definisanje političkog rizika. Prva razlika, koja mora biti napravljena, je razlika od strane kompanije i odnosi se na definisanje rizika kompanije specifičnog za zemlju i definisanje specifičnog političkog rizika koji se odnosi na zemlju. Druga razlika odnosi se na tipove rizika i obuhvata dva tipa: rizik države i rizik nestabilnosti. Rizik kompanije specifičan za zemlju je pod uticajem rizika države i rizika nestabilnosti, pri čemu oni obuhvataju: diskriminirajuću regulativu, opasnost od eksproprijacije imovine kao i kršenje ugovora, ali i sabotaze, kidnapovanja ili bojkot kompanije, a koji nisu pod uticajem države. Stepem rizika zemlje definisan je takođe faktorima koji proizilaze iz uticaja države ili rizika nestabilnosti. Taj stepen je determinisan opasnostima od masovne nacionalizacije, regulatornih promena ili opasnosti od nekonvertibilnosti valute na šta se nadovezuju opasnosti poput masovnih štrajkova radnika, protesti i demonstracije, kao i građanski ratovi koji predstavljaju faktore koji su od opšteg uticaja.

Čini se veoma značajnom i Giteman-ova klasifikacija političkog rizika, prema kojoj identifikujemo sledeće oblike ispoljavanja političkog rizika [15]:

Rizik transfera. Transferni rizik se uglavnom javlja kod onih zemalja koje imaju velikih problema sa trgovinskim i platnim bilansom u odnosima sa inostranstvom. Ovaj rizik obično nastaje kada vlada određene zemlje ostane bez deviza i nije u mogućnosti da ih pribavi putem stranih direktnih investicija ili zaduživanjem pa onda ograničava transfer deviza iz zemlje i na taj način rešava svoj problem. Ovakva situacija se u privredi, a i u teoriji naziva još i „blokiranje fondova“ sa aspekta multinacionalnih kompanija. Kada se država nađe u takvoj situaciji sklona je donošenju neposrednih mera kontrole razmene i transfera. Inostrane kompanije koje posluju u takvim zemljama mogu biti dvojako pogođene po osnovu ovih mera, i to:

1. profit i kapital se ne mogu slobodno transferisati u matičnu kompaniju,
2. repromaterijal, mašine, rezervni delovi se ne mogu slobodno uvoziti u određenu zemlju.

Nepotizam i korupcija. Prilikom odlučivanja da li da investira u određenu zemlju multinacionalna kompanija ne bi trebalo da zanemari nivo korupcije i nepotizma u toj zemlji. Obzirom da je korupcija mnogo više prisutnija u svakodnevnom životu nema potrebe ulagati dodatno napora kako bi se ova pojava objasnila. Nepotizam predstavlja određeno ponašanje pojedinca koji poseduje ekonomsku, vojnu, političku ili neku drugu moć po osnovu koje utiče na druge pojedince ili grupe kako bi pribavio određene koristi svojim rođacima, članovima porodice, prijateljima i sl. [15].

Prava intelektualne svojine. Danas, u globalizovanim uslovima poslovanja, intelektualna svojina sve više dobija na značaju pri čemu ona postaje i najbitniji resurs uspešnih kompanija. Obzirom na tu činjenicu on se mora adekvatno i zaštititi. Prava intelektualne svojine omogućavaju korišćenje patentirane tehnologije i drugih proizvoda kao što su npr: različiti softverski programi, specifični proizvodi i procesi, a sa druge strane, ovo pravo može obezbediti i korišćenje proizvoda zabave kao što su film, muzika, umetnost - u različitim segmentima, pri čemu su svi oni zaštićeni autorskim pravom. Ukoliko određenoj kompaniji prilikom investiranja u određenu zemlju preta rizik od nemogućnosti zaštite svojih prava intelektualne svojine onda će to verovatno rezultirati odustajanjem od investiranja kapitala u tu zemlju.

Zaštita životne sredine. Multinacionalnim kompanijama se pripisuje da predstavljaju najveće zagađivače životne sredine pa kako bi nesmetano obavljale svoje poslovne aktivnosti one teže da lociraju svoje poslovanje tamo gde zakoni o zaštiti životne sredine nisu isuviše rigorozni. Rizik ograničenja obima poslovanja multinacionalne kompanije smanjuju po osnovu investicionog odlučivanja, sagledavanjem inicijativa i aktivnosti vlade u pogledu donetih zakona i sprovođenju standarda kontrole zagađenja [15]. Najznačajniji doprinos rešavanju ovog problema dao je Kjoto sporazum iz 2005. god.

Siromaštvo. Siromaštvo predstavlja problem svake države pri čemu je on u nekim zemljama značajno izražen. Ključ ovog problema ogleda se u stranim investicijama pri čemu će dolazak stranih kompanija značajno smanjiti nezaposlenost i na taj način povećati standard postojećeg stanovništva. Težnja društvenom blagostanju trebalo bi da predstavlja jedan od osnovnih postulata na kojima se zasniva program svake vladajuće političke partije a privlačenje stranog kapitala značio bi jedan korak bliže ovom isuviše idealizovanom stanju.

Internet malverzacije. Napredak tehnike i tehnologije i sve prisutniji elektronski način poslovanja utiču na povećanje broja ovih vrsta malverzacija. Multinacionalne kompanije se mogu u značajnoj meri zaštititi od ovog rizika jačanjem i konstantnim unapređenjem svog internog informacionog sistema.

Stepen političkog rizika je veoma važna stavka prilikom donošenja odluka o investiranju u određenu zemlju. Zato u svetu postoji nekoliko agencija koje pružaju informacije o profilima političkog rizika pojedinih zemalja. Najvažnije iz te oblasti su:

- Agencija za procenu političkog rizika (Political Risk Services – PRS)
- Agencija za istraživanje rizika poslovnog okruženja (Business Environment Risk Intelligence – BERI)

Agencija za procenu političkog rizika osnovana je 1979. godine i prepoznatljiva je u svetu kao originalni sistem za merenje i kvantifikovanje rizika. Ova Agencija ima dva podsistema:

1. Political Risk Services – PRS
2. ICRG – International Risk Guide - Vodič za međunarodni rizik zemlje.

Finalni proizvod ove Agencije je studija o riziku zemlje koja zahteva detaljno i temeljno istraživanje raznih faktora koji utiču na rizik jedne zemlje. U okviru tog istraživanja dolazi se do rezultata koji obuhvataju ocenu političkog, ekonomskog i finansijskog rizika, a na kraju se procenjuje sumarni rizik koji predstavlja kombinaciju sve tri vrste rizika.

4. PREVAZILAŽENJE RIZIKA U MEĐUNARODNOM POSLOVANJU

Opšte poznata činjenica je da kompanije ne mogu direktno da kontrolišu i menjaju privredno okruženje u okviru kojeg žele da posluju. Međutim, postoje određene mere i tehnike pomoću kojih se može proceniti nivo rizika. Utvrđivanje stepena političkog rizika treba da služi kao jedno od pomoćnih sredstava multinacionalnih kompanija kako bi one bile uspešne prilikom alokacije kapitala u međunarodnom poslovanju.

S obzirom na to, treba istaći da je osnovni cilj utvrđivanja rizika trojake prirode:

1. Identifikovanje zemalja koje u budućnosti mogu ispoljiti sindrom Irana odnosno jasno isticanje upozoravajućih signala o naglim skokovima političkih rizika, kako bi kompanija samu sebe zaštitila smanjujući obim aktivnosti i investicija u toj zemlji, tj. odustati od ulaganja u određenu zemlju,
2. Identifikovanje zemalja kod kojih se promene političkog okruženja mogu sa velikom verovatnoćom predviesti i očekivati, bilo da su one pozitivne ili negativne,
3. Identifikovanje zemalja koje su generalno politički nestabilne i rizične, ali ne sa takvim stepenom rizika da bi automatski bile odbačene.

ZAKLJUČAK

Obzirom na mogućnost sagledavanja svih vrsta političkog rizika i mogućnost merenja i korišćenja strategija za njihovo suzbijanje ili eliminisanje, multinacionalnim kompanijama je otvorena mogućnost efikasnog i efektivnog alociranja kapitala u savremenim globalizovanim uslovima poslovanja. Svaka zemlja, odnosno njena vlada, je sama kriva za svoj neuspeh ukoliko nije u stanju da privuče investitore i po tom osnovu zabeleži privredni rast i razvoj. Smanjenje političkog rizika, rizika zemlje i ostalih vrsta rizika koji su karakteristični za određenu zemlju doprineće uređenju privrednog ambijenta date države a što će u konačnom rezultirati privlačenjem stranog kapitala što će rezultirati rastom makroekonomskih varijabli jedne države.

REFERENCES

- [1] Beker, E., (2005), *Ekonomski aspekti globalizacije*, Privredna izgradnja XLVIII3-4, str. 135-153.
- [2] Petrović E., Denčić-Mihajlov K., (2010), *Međunarodno poslovno finansiranje*, Ekonomski fakultet, Niš
- [3] James C. Von Horne, John M. Wachowicz, (2007), *Osnovi finansijskog menadžmenta*, Mate, Zagreb, str. 91.
- [4] Human Development Report, (1999), *Globalization with a Human Face*, UNDP – United Nations Development Programme, www.undp.org
- [5] Mikerević D., (2010), *Napredni strateški finansijski menadžment*, Ekonomski fakultet Banja Luka
- [6] www.best-management-practice.com
- [7] Frosdick, S., (1997), *The techniques of risk analysis are insufficient in themselves*, Disaster Prevention and Management, Vol. 6, No. 3, p. 165-177
- [8] Simmons, C., (2006), *Risk Management*, McGraw Hill, p. 28.
- [9] Longueville, G., (1997), *Less nouvelles dimensions du risk-pazs*, Banque No 585, p. 44.
- [10] www.rothschild.com
- [11] <http://www.euromoneyplc.com/>
- [12] Radović, O., Petrović, E., Denčić-Mihajlov, K., (2007), *Rizik zemlje - ključni faktor investicionog odlučivanja u globalizovanom poslovnom okruženju*, *Strategijski menadžment*, Ekonomski fakultet, Subotica, str. 91-95.
- [13] Damodaran, A., (2003), *Country Risk and Company Exposure: Theory and Practice*, *Journal of Applied Finance*, Vol.13, No. 2, pp. 63-76.
- [14] <http://www.irmi.com/expert/articles/2000/wagner10.aspx>
- [15] Gitman D.K., Stonehill A. I., Moffet M. H., (2003), *Multinational Business Finance*, p. 551.
- [16] Micallef, V.J., (1981), *Political Risk Assessment*, *Columbia Journal of World Business*, p. 48-49.