

# МОГУЋНОСТИ И ОГРАНИЧЕЊА АЛТЕРНАТИВНОГ ФИНАНСИРАЊА МАЛОГ БИЗНИСА У СРБИЈИ

Марија Ђекић

Висока школа за пословну економију и предузетништво у Београду  
Томислав Брзаковић и Марија Јаношик  
Универзитет Привредна академија у Новом Саду,  
Факултет за примењени менаџмент, економију и финансије

Једна од најзначајних одлука са којима се предузећа сусрећу у различитим фазама пословања је начин финансирања. Највећи број малих привредних субјеката сусреће се са проблемом прибављања капитала, како за отпочињање, тако и за развој пословања. Може се рећи да проблем финансирања малих предузећа има више узрока, од којих су неки на страни предузећа, неки на страни финансијских институција, а неки на страни регулативе или друштвено-политичког окружења. Одговарајућа понуда извора финансирања и лакши приступ истим постаје нужност, јер обезбеђење капитала утиче на све аспекте пословања предузећа и представља значајан фактор у остваривању развоја предузећа. Банкарско кредитирање је најзаступљенији начин прибављања неопходног капитала домаћих предузећа. Међутим, како негативне стране кредитирања малог бизниса временом постају све видљивије, све се више пажње посвећује проналаску адекватних алтернатива банкарском кредитирању. Небанкарски извори финансирања у Србији немају улогу која им припада, али уз јачање одређених тржишних и законских механизма утицаја, они могу имати далеко већи значај за развој малих предузећа и привреде уопште, него што је то данас.

Кључне речи: *небанкарско финансирање, алтернативни извори финансирања, мала предузећа, фондови ризичног капитала, приватни инвестициони фондови, пословни анђели*

## Увод

Мала предузећа су један од главних покретача привредног раста и стуб економског развоја земље. Њихова основна и најважнија улога у привредном систему је смањење незапослености кроз отварање нових радних места. Посебан значај малих предузећа огледа се у њиховој динамичности, способности да брзо уче, да се брзо мењају и прилагођавају променама. Мала предузећа су од посебног значаја за транзиционе земље, јер помажу у решавању проблема који се односе на високу стопу незапослености, ниску економску активност, ниску иновативност, низак ниво конкурентности и неједнаку расподелу богатства и прихода.

Малом бизнису је финансирање неопходно у успостављању и ширењу пословања, развоју нових производа или приликом инвестирања у нове кадрове и пословне капацитете. Мали бизниси најчешће започињу своје пословање развојем идеје једног или више лица, која улажу свој или новац своје породице и пријатеља. Када потребе за финансирањем премаше расположива средства власника, породице и пријатеља, тада почињу прави проблеми предузећа у погледу приступа изворима финансирања, било да се ради о кредитима банака, финансирању преко тржишта капитала и друго. Овај феномен познат је као „финансијски јаз“, који Macmillan (1931) описује као ситуацију када је предузеће достигло такву величину да су максимално искоришћени краткорочни извори финансирања, али још увек нема довољну величину да може приступити тржишту капитала за дугорочније финансирање. Финансијски јаз је нарочито изражен у новије време, односно у доба економија заснованих на знању, размени знања и иновацијама.

Kersten, Harms, Liket и Maas (2017) у показали да постоји значајан позитиван ефекат финансирања малих предузећа на капиталне инвестиције, перформансе и запосленост у оквиру предузећа. Carpenter & Petersen (2002) сматрају да ограничења у погледу финансирања имају висок утицај на инвестиционо понашање и раст малих предузећа, док Brancati (2015) наводи да финансијски аспекти пословања могу представљати озбиљну препреку иновативности.

Без адекватног приступа формалним изворима финансирања, оснивање, учинак и развој малог бизниса биће неизвесни, а засигурно ће предузећа осетити негативне последице по продуктивност и раст. (Beck & Demirguc-Kunt, 2006; Klapper, Lajeve, & Rajan, 2006) Да би изградила своје способности, имплементирала своје стратегије и наставили раст, приступ финансирању за мала предузећа треба да буде у разумном времену и адекватним условима.

Више од половине малих и средњих предузећа на глобалном нивоу (чак 53%) сматра да је тешко приступити капиталу за проширење пословања. (Oxford Economics, 2017, стр. 22) Према истраживању Светске банке, финансирање малих предузећа је несразмерно и зависи од развијености земље, па тако чак 41% малих и средњих предузећа у слабо развијеним земљама наводе приступ финансирању као главну препреку за њихов раст и развој, у поређењу са 30% ових предузећа у земљама са средњим дохотком и само 15% у високо развијеним земљама. (The World Bank, 2017)

Домаћа мала предузећа у Србији су, као и у већини других земаља у развоју, у незавидној позицији по питању финансирања. Упркос напорима државе да се побољшају услови финансирања малих предузећа кроз конкуренцију у банкарском сектору, механизме алтернативног финансирања и шеме кредитних гаранција, ова област и даље представља велики изазов за Србију.

## Карактеристике финансирања малих предузећа

Мала предузећа карактерише финансирање пословања на хијерархијски начин, користећи у почетку интерне изворе финансирања, затим финансирање дугом, а тек у каснијим фазама почињу да користе екстерни капитал. (Poutziouris, 2001) Финансирање малих предузећа углавном зависи од врсте делатности и од фазе

животног циклуса предузећа. Према Serrasqueiro & Maçãs Nunes (2012), старост предузећа може бити важна детерминанта финансијских одлука малих предузећа. Финансирање зависи и од претходне историје финансирања предузећа.

У почетним фазама пословања предузећа, за инвестициона и почетна обртна улагања, обично се комбинују сопствени и позајмљени извори средстава. Приликом оснивања, предузећа у развијеним економијама имају више опција финансирања, а неке од њих су: уштеђевина, позајмице од породице и пријатеља, пословни анђели, фондови ризичног капитала, микрокредитне институције, државни фондови, развојне банке, комерцијалне банке, велика предузећа кроз партнерства, и друго. У каснијим фазама, предузећа могу прибавити додатни капитал преко тржишта капитала.

Доступност извора финансирања често представља велики проблем за мала предузећа. Према Извештају о глобалној конкурентности за период 2017-2018. године, највећи проблем за успешан бизнис у Србији је приступ финансирању. Србија се, од укупно 137 посматраних земаља, нашла на 107. месту према доступности финансијских услуга, а на 116. месту према приступачности финансијских услуга. (Schwab & Sala-i-Martin, 2017)

Приступ финансирању може бити главна препрека расту малог бизниса, јер и потребе и ризични профил предузећа варирају кроз животни циклус предузећа. Подаци Eurostat-а за 2014. годину показују да је стопа преживљавања предузећа која су основана 2013. године износила око 80%. Петогодишња стопа преживљавања за предузећа која су основана током 2009. године, а опстала до 2014. године била је око 44%. (Eurostat, 2017)

Финансијска криза на домаћем и глобалном тржишту додатно је погоршала стање у области финансирања предузећа. У том смислу, најинтезивнији удар кризе претрпела су мала предузећа, јер њихова финансијска снага није на довољном нивоу на ком би било могуће да се суоче са последицама које нису биле краткорочне. Банке су након кризе постале изражено обазривије, па је многим предузећима практично онемогућено кредитно финансирање, а са друге стране, она предузећа која су успевала да добију банкарско кредитирање, често су постајала презадужена. Проблем претераног задуживања малих привредних субјеката погоршан је политичким одговорима на кризу, јер су механизми стабилизације били првенствено усмерени на раст дуга предузећа повећањем директног задуживања или давања гаранција на зајмове, док су финансирања из других, небанкарских извора постала све ређа.

Мала предузећа у појединим земљама дуго су се опорављала од кризе или тај опоравак још увек траје, док су се у неким земљама опоравила релативно брзо указујући на своју отпорност, прилагодљивост окружењу и флексибилност.

Ограничења са којима се суочавају мала предузећа приликом финансирања, нарочито су изражена у неразвијеним или привредама у развоју, а произилазе из следећих околности: приватни сектор привреде је тек у развоју; примећује се дискриминација малих предузећа; присутна је недовољна транспарентност малих предузећа јер велики број ових предузећа послује у неформалном сектору; финансијска тржишта су неразвијена, а одликује их ограничена понуда прилагођених производа и услуга потребама малих предузећа; постоји висок степен државног и приватног монополизма, као и правно-регулаторна неефикасност; приступ информацијама и са аспекта предузећа и са аспекта банака је лош; изражен је недостатак заинтересованости финансијских институција за кредитирањем малих предузећа; често се примећује недостатак знања малих предузећа из области финансија. (Harvie, Narjoko, & Oum, 2013)

Финансијски систем је од 2000. године доживео кредитну експанзију, али је кредитирање првенствено било фокусирано на становништво. Такве пословне политике банака заправо подстичу финансирање потрошње, а не производње односно инвестиција у привреди. Велике банке су често незаинтересоване за кредитирање малог и средњег бизниса (Keeton, 1995; Berger & Udell, 1995; Berger, Saunders, Scalise, & Udell, 1998), а и у Србији се може приметити да један број банака индиректно престаје да кредитира мала предузећа. Овај феномен се испољава кроз ограничења минималног износа кредита које банке нуде привредним клијентима. На тај начин, банке донекле затварају врата предузећима која немају могућности да узимају високе износе кредита.

У циљу смањења ограничења са којима се суочавају представници малог бизниса приликом финансирања, владе широм света су одговориле на различите начине, а још увек су потребни значајни напори како би се олакшао приступ, нарочито малих предузећа, финансирању и како би се развили алтернативни облици финансирања. Новије форме финансирања, односно алтернативни извори финансирања, као што су приватни инвестициони фондови, пословни анђели или фондови ризичног капитала још увек у Србији немају улогу која им припада, због многих препрека које постоје на различитим нивоима.

## Значај алтернативних извора финансирања за мала предузећа

Чињеница да се домаћа предузећа тешко одлучују на коришћење екстерних извора финансирања, само додатно подупиру тезу да српску привреду не одликује повољна ситуација у погледу понуде, доступности и услова финансирања. На пример, истраживање USAID-а из 2011. године показало је да се 70% малих и средњих предузећа у Србији финансира сопственим средствима, а 80% предузећа која опстану након почетног финансирања не планира да користи позајмљена средства током наредне године. Ово даље указује на чињеницу да је узимање кредита за мала и средња предузећа веома скупо и компликовано. (Trbovich, Drašković Malešević, & Miljković, 2014)

Одсуство или слаба доступност извора финансирања може спречити развој малих предузећа, без обзира на друге повољне макроекономске карактеристике. Недостаци финансијског тржишта несразмерно негативно се одражавају на мала предузећа, што доводи до виших трошкова процене предузећа и виших трошкова кредитних пласмана банака овим предузећима. (Auboin, Smythe, & Teh, 2016) Да би изградилa своју будућност и постигла више нивое пословних капацитета, мала предузећа треба да траже изворе финансирања и изван банкарског сектора, односно треба да анализирају да ли неки други извори финансирања могу да задовоље потребе њиховог пословања и развоја на флексибилнији и трошковно ефикаснији начин.

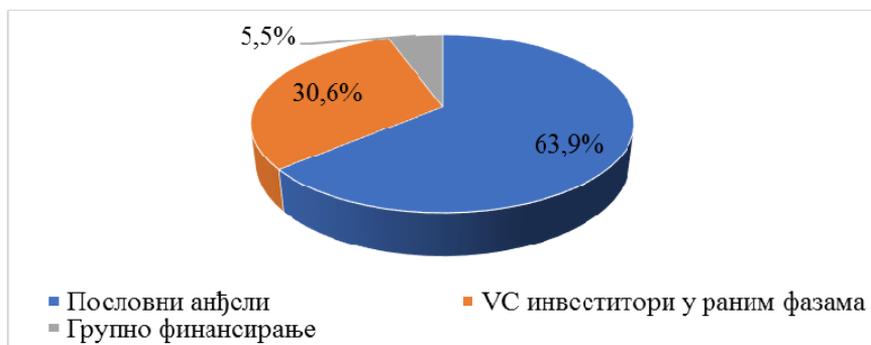
Питање приступа финансијама је део стуба одрживог раста у оквиру Стратегије Југоисточне Европе 2020 (South East Europe 2020 Strategy). Основни циљ овог стуба је подстицање раста и отварања радних места, уз постизање и одржање јаке, диверзификоване и конкурентне економске базе. Доношењем политика које олакшавају и побољшавају приступ предузећа изворима финансирања, свака економија треба да се приближава остварењу главних циљева Стратегије који се односе, пре свега, на пораст броја нових предузећа на годишњем нивоу и пораст извоза роба и услуга.

С обзиром да су препознати финансијски недостаци у погледу финансирања појединих категорија малих и средњих предузећа и да је установљено да прекомерни левериџ може само изазвати и повећати финансијске потешкоће, WPSMEE (Working Party on SMEs and Entrepreneurship) у свом Програму рада наглашава да би требало истражити алтернативне изворе финансирања за мале (и средње) привредне субјекте, где ће инвеститори, предузетници и влада развити иновативне начине расподеле ризика и накнада у брзо растућим или новим предузећима, а предузетницима ће се пружити решења за финансирање у брзом и променљивом економском окружењу. (OECD, 2015, стр. 12)

Алтернативни извори финансирања имају велики број предности у односу на класично кредитирање, поготово за мање привредне субјекте чије пословање није сасвим стабилно, јер их делимично штите од финансијских ризика, смањења кредитног бонитета и високих трошкова финансирања. Неки од најзначајнијих небанкарских извора финансирања малих предузећа у развијеним, а све више и у земљама у транзицији су групно финансирање (crowdfunding), фондови ризичног капитала и пословни анђели. Ови облици финансирања често се везују за ране фазе развоја предузећа, међутим, све је чешћа ситуација коришћења ових извора финансирања и у каснијим фазама развоја предузећа.

Према подацима EBAN, укупан обим инвестиција ова три облика финансирања предузећа достигао је 8.6 милијарди евра у 2015. години. Највећи део инвестиција у раним фазама предузећа су улагања пословних анђела у износу од 6,1 милијарди евра, затим улагања из индустрије ризичног капитала у раним фазама развоја предузећа у износу од 2,1 милијарде, док је групно финансирање, као нови облик улагања достигао око 0,4 милијарде улагања на европском тржишту. Последњи поменути облик улагања, групно финансирање или crowdfunding, у последње време убрзано расте и очекује се да ће се тај тренд наставити. (European Business Angel Network, 2016, стр. 1-2) Две године касније, у 2017. години инвестиције ових облика финансирања достигле су износ од 11,4 милијарде евра, при чему су инвестиције пословних анђела износиле 7,3 милијарде, инвестиције индустрије ризичног капитала 3,5 милијарди, а инвестиције групног финансирања износиле су 1,75 милијарди евра. Процентуално учешће сваке од ових инвестиција у укупном европском тржишту инвестиција раних фаза развоја предузећа представљено је на наредном графikonу.

Графикон 1 – Три најзаступљенија облика инвестирања предузећа у раним фазама развоја у 2017. години



(Извор: European Business Angel Network, 2018, стр. 5)

## Алтернативни извори финансирања у Србији

Србија, као земља која је пуноправни кандидат за чланство у Европској унији, мора да учини веће напоре како би достигла задовољавајуће нивое одрживости привреде. Као и многим европским земљама, и Србији је циљ подстицање предузетништва, кроз побољшање услова пословања целог МСП сектора. Тренутна ситуација у области финансирања приватног сектора није превише оптимистична, с обзиром да се домаћа предузећа највише ослањају на банкарско финансирање, са ретким изузецима. За развој иновативних пројеката и подухвата и отварање нових радних места, неопходно је пружити боље услове малим предузећима за развој, а то би требало учинити путем обезбеђења прилагођене и квалитетније понуде извора финансирања, односно појавом и развојем алтернативних и новијих облика прибављања капитала.

Бољи и лакши приступ финансијским средствима треба да омогући развој малих предузећа као једног од најзначајнијих покретача домаће привреде. Јак сектор малих предузећа водио би ка економском расту и јачању конкурентности привреде. Тренутна конкурентност Србије није на завидном нивоу. У последњем Глобалном извештају конкурентности Србија се нашла на 78. месту од 137 анализираних земаља. (Schwab & Sala-i-Martin, 2017, стр. 13)

Према проценама Завода за статистику Републике Србије главни извор финансирања малих и средњих предузећа још увек су сопствена средства. Само трећина укупног броја малих и средњих предузећа финансира се екстерним изворима финансирања, и то најчешће задуживањем код банака (40% укупног броја предузећа која се екстерно финансирају), а такође заступљено је и задуживање од стране пријатеља или чланова породице. (OECD, 2016) Привредни субјекти у Србији који се финансирају небанкарским изворима углавном користе помоћ државе (70%), микро-кредите небанкарских институција (11,7%), позајмице пријатеља и родбине (10%), финансирање пословних анђела (5%), а најмање финансирање путем ризичног капитала (3,3%). (Njedomir, Teravac, & Ivanišević, 2017) И у региону интерна средства представљају доминантан извор финансирања предузећа. У региону Југоисточне Европе око половине предузећа користи интерна средства за финансирање обртног капитала и нових инвестиција. (Regional Cooperation Council, 2017)

Последица овакве ситуације су лоши тржишни и законски услови по питању финансирања предузећа, низак ниво предузетничког духа и иницијативе, као и недовољан ниво знања из области финансија, посебно код малих предузећа у Србији. Сва ова ограничења представљају озбиљне изазове за све креаторе политика, тржишта и закона који имају за циљ одрживи опоравак и дугорочни раст привреде. Потребно је усмерити највише могуће напоре у конституисање регулаторних и тржишних услова у циљу стварања бољих услова финансирања малих предузећа.

Поред свих ограничења тржиште наше земље је ипак привлачно инвеститорима. У 2015. години међу земљама Централне и Источне Европе, Србија је била на другом месту по финансирању приватним капиталом (14% укупне вредности). (Invest Europe, 2016, стр. 13) Међутим, финансирање предузећа само фондовима ризичног капитала (Venture Capital Funds) у Србији и земљама региона је веома ретко. Један од основних проблема за такву ситуацију је што не постоји формално установљен начин формирања ових фондова. Према Извештају о глобалној конку-

рентности Светског економског форума, Србија је побољшала своју позицију по питању финансирања преко фондова ризичног капитала пласирајући се на 95. место у 2017-2018. години, што је и даље веома неповољно, али је ипак напредак у односу на претходни период. (Schwab & Sala-i-Martin, 2017, стр. 257) Укупна улагања ризичног капитала у Србији у 2017. години износила су 1,5 милион евра. (Invest Europe, 2018, стр. 20), док су инвестиције пословних анђела у истој години износиле укупно 2,4 милиона евра. (European Business Angel Network, 2018, стр. 8) Према проценама Светске банке, на основу података за БНД по становнику, инвестиције пословних анђела би у Србији могле да износе између 6.000 и 60.000 долара по подухвату. (Вемић & Стаматовић, 2010)

Алтернативни извори финансирања малог бизниса у развијеним земљама имају далеко већи значај него код нас, с обзиром да земље у транзицији имају другачији третман малог бизниса и видно оскуднију понуду финансијских инструмената. Доминантан утицај банака у финансирању привреде, слабо развијено тржиште капитала и недовољна свест предузетника и власника предузећа о могућностима доласка до финансија, утицали су на запостављање алтернативних, односно небанкарских извора финансирања.

## Ограничења развоја алтернативних извора финансирања са аспекта регулативе

Државе у којима постоји ефикаснији финансијски систем и интензивнији финансијски развој, боље функционисање берзанских тржишта, уређенији правни и институционални систем, одликују и ниже препреке у области финансирања привредних субјеката. (Beck, Demirguc, Kunt, Laeven, & Maksimovic, 2006) Владе играју посебно важну улогу у развоју предузетништва у транзиционим привредама, посебно у погледу улоге у стварању институционалног оквира који омогућава или ограничава развој малих предузећа. Унапређење доступности и приступа извора финансирања за мала предузећа захтева систематске напоре државе на неколико кључних поља деловања. Владе развијенијих држава и међународне организације већ око тридесетак година активно раде на побољшању услова финансирања малих предузећа.

Адекватна макроекономска политика (нарочито по питању регулисања инфлације и каматне стопе, успостављања и продубљивања финансијског тржишта) и ефикасно регулаторно и институционално окружење може допринети здравој основи за раст и развој малих предузећа и приватног сектора, уопште. (Beck, Demirguc, Kunt, Laeven, & Maksimovic, 2006) Истраживања су показала да је добро развијен финансијски систем позитивно корелисан са економским растом. (King & Levine, 1993; Roubini & Sala-i-Martin, 1995) Уређен и функционишући финансијски систем ефикасно усмерава финансијска средства ка предузећима са перспективном и продуктивном делатношћу, стимулише штедњу и инвестиције, а доприноси и смањењу трансакционих трошкова.

У наредној табели дата је оцена регулаторног и институционалног оквира различитих инструмената финансирања за Косово и Републику Србију. Узимајући у обзир распон оцена које се крећу од нула до пет, може се приметити да су посматране области веома лоше уређене. Најгоре оцењен регулаторни оквир је за ризич-

ни капитал и за crowdfunding јер за те области заправо још увек апсолутно не постоје наговештаји о регулаторним оквирима. Косово је једнако лоше оцењено у погледу законодавства у области приступа тржишту акција, док у Србији за област микрофинансирања нема никаквих регулаторних оквира, мада су постојале иницијативе за уређивањем ове области. Постојање регулаторних оквира у области тржишта акција је од изузетног значаја за развој савремених економија заснованих на малим предузећима и предузетничком духу. Према Demirguc-Kunt & Maksimovic (1995, стр. 8), предузећа којима је омогућен приступ тржиштима акција расту и развијају се брже, него предузећа којима је то практично онемогућено. У случају функционошћег тржишта капитала, предузећима је олакшан приступ капиталу, нарочито преко инвестиција које обезбеђују интернационални портфолио инвеститори.

Табела 1 – Оцена регулаторног и институционалног оквира небанкарских извора финансирања

Индикатори	Косово	Србија
Приступ тржишту акција	0,0	2,0
Ризични капитал (Venture capital)	0,0	0,0
Мреже пословних анђела	1,0	2,0
Лизинг	3,0	3,0
Факторинг	2,0	3,0
Crowd-funding	0,0	0,0
Микрофинансирање	3,0	0,0

(Извор: прилагођено према OECD, 2016, стр. 299-303)

И поред лоше основе за развој небанкарских извора финансирања на домаћем тржишту, када се говори о регулативи и законским оквирима, направљен је битан корак у вршењу надзора над тржиштем капитала. Закон о тржишту капитала који је успостављен током 2012. и 2013. године побољшао је област законодавства у циљу смањења тржишне манипулације, заштите инвеститора и поштравања захтева за извештавањем.

Регулаторни оквир је кључни фактор за развој небанкарских инструмената, јер са аспекта инвеститора, приватно финансирање одликује већи ризик него традиционално финансирања дугом. Дизајнирање и спровођење ефикасне регулативе, која балансира између стабилности финансијског система, заштите инвеститора и отварања нових могућности финансирања малог бизниса, представља изазов за све доносиоце закона и регулаторне органе. Такође, смањење информационе асиметрије и повећање транспарентности пословања предузећа на тржиштима су важни приоритети за подстицање развоја алтернативних финансијских инструмената.

Законска регулатива, пореске олакшице и економски подстицаји имају веома битну улогу за развој фондова ризичног капитала и других облика алтернативног финансирања. То се може закључити из праксе других земаља у којима данас постоје институционални и законски услови за развој небанкарских облика финансирања и у којима они имају велику и значајну улогу, нарочито за развој малих перспективних предузећа.

## Ограничења развоја алтернативних извора финансирања са аспекта предузећа

Проблем отежаног финансирања малих предузећа, поред институционалних, законодавних, регулаторних и тржишних проблема, великим делом произилази и из неадекватног знања и капацитета ових предузећа у области финансијског управљања. Sallem, Nasir, Nori, & Kassim (2017) сматрају да се мала предузећа, нарочито у земљама у развоју, сусрећу са четири основна идентификована проблема, а то су: ограничена рачуноводствена знања, недостаци у правилном вођењу евиденције у пољу извештавања, недовољно коришћење информационо-комуникационих технологија и ограничени финансијски ресурси.

Због ограничених финансијских средстава и малог броја запослених, мала предузећа углавном имају запослене који су мање специјализовани за одређене функције у предузећу, односно више поседују уопштена знања. Самим тим, иако власници и запослени могу доловати знања у области за које је предузеће специјализовано, они често немају довољна знања у погледу управљања финансијама или у писању бизнис планова, а често немају ни довољне преговарачке способности. Према Salikin, Wahab, & Muhammad (2014), уколико би мала предузећа запослила квалификоване, адекватне и искусне стручњаке у области финансијског менаџмента, који би могли адекватно да припреме и користе финансијске извештаје и информације на одговарајући начин, имали би више изгледа за одрживост и раст. Генерално посматрано, неопходно је побољшање информисаности, техничких и административних капацитета малих предузећа у правцу јачања њихове преговарачке позиције у односу на финансијске институције.

За мала предузећа се нарочито често везује проблем информационе асиметрије који се најчешће јавља услед некомплетног и некавалитетног финансијског извештавања. Према Carpenter & Petersen (2002), проблем асиметричних информација је уобичајено израженији и озбиљнији код малих предузећа него у случају великих компанија. Krishnaswami, Spindt и Subramaniam (1999) сматрају да постоје докази да предузећа са повољним интерним информацијама о будућој профитабилности више користе приватно финансирање. Такође, они наводе да предузећа са повољним информацијама о будућој профитабилности код којих је присутна и већа информациона асиметрија, често користе приватни дуг као облик финансирања.

Поједине студије показују да предузећа у Србији нису довољно информисана о могућностима финансирања путем небанкарских механизма. Ограничена свест и разумевање алтернативних извора финансирања од стране мањих и новооснованих предузећа успорава развој овог тржишта. Поред недовољног знања о појединачним алтернативним инструментима финансирања, потребно је повећати знања и информисаност предузећа у области развоја стратешке визије и планирања. Потребно је разумети како различити инструменти могу подмирити потребе за финансирањем у различитим фазама животног циклуса предузећа, као и који ризици и које предности се везују за сваку фазу финансирања и за сваки инструмент финансирања. Такође, неопходно је побољшати квалитет бизнис планова и инвестиционих пројекција малих предузећа. Ово захтева већу усмереност у развоју предузетничких вештина и способности, које се могу постићи различитим облицима подршке кроз обуке и менторства, нарочито у почетним фазама развоја бизниса.

## Емпиријско истраживање

Циљ истраживања је испитивање упознатости малих предузећа са могућностима финансирања преко небанкарских извора. Како се сматра да је лоша упознатост предузећа са облицима алтернативног финансирања једно од ограничења за коришћење истих, спроведено је истраживање у вези са упознатошћу малих предузећа са могућностима које им стоје на располагању приликом обезбеђења додатних средстава. Сходно претпоставци да је свест и упознатост предузећа о могућностима финансирања од великог значаја за сам развој небанкарских извора финансирања, дефинисано је неколико истраживачких питања: Колико су мала предузећа упозната са небанкарским облицима финансирања? Да ли мала предузећа сматрају да у Србији постоје потребе за инвеститорима приватног капитала? Да ли постоји већа потреба за приватним инвеститорима када постоји и већа упознатост предузећа са овим облицима финансирања?

У правцу добијања одговора на наведена истраживачка питања, спроведено је истраживање методом анкетирања малих предузећа. Емпиријско истраживање је спроведено у другој половини 2017. године, а примењена је метода случајног одабира испитаника. До контакта предузећа дошло се путем различитих интернет сајтова, најчешће из база пословних контаката. Узорак испитаника је прост случајан узорак, а чине га 83 мала предузећа.

Анализа резултата спроведена је уз помоћ програма IBM SPSS Statistics 21, а поред дескриптивне статистике и приказа фреквенција резултата истраживања, спроведена је и корелациона анализа.

## Резултати емпиријског истраживања

У спроведеном истраживању добијене су следеће демографске карактеристике испитаника, односно малих предузећа, које се сумарно могу приказати на следећи начин: у погледу полне структуре, може се рећи да у узорку већину чине власници предузећа мушког пола, односно чак 71,1% власника су мушкарци, а осталих 28,9% су жене. По питању старости предузећа, може се рећи да су у узорку преовлађују млада предузећа, односно чак 41,0% чине предузећа старости до пет година, док је 30,1% предузећа старо између шест и десет година, а осталих 28,9% предузећа је старо више од десет година. Када се говори о примарној активности предузећа, ситуација је следећа: 34,9% власника предузећа наводи трговину као основну активност, 47,0% наводи услуге, а 18,1% власника наводи производњу за примарну активност предузећа.

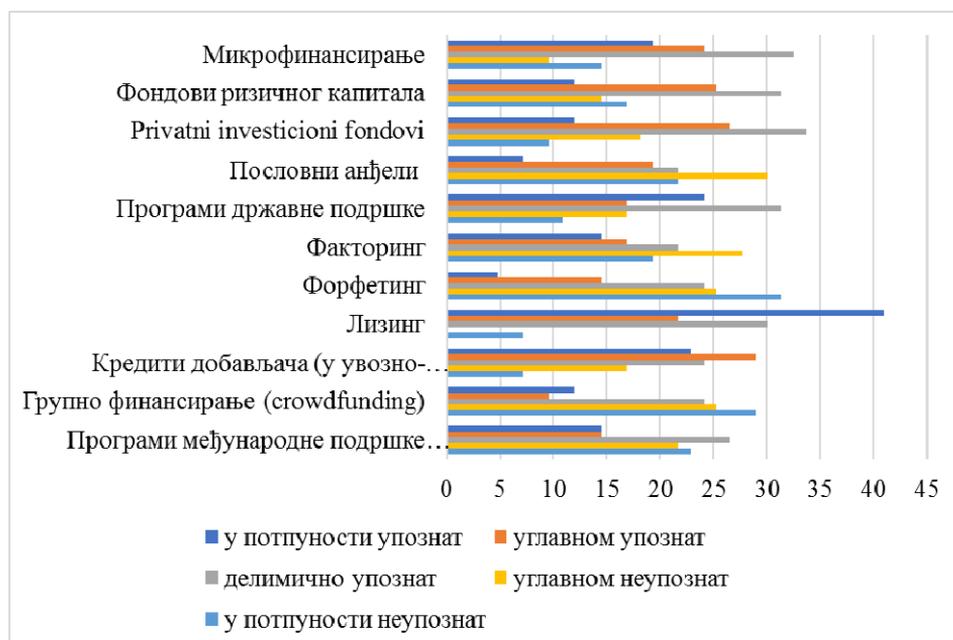
Како се као једно од ограничења за ефикасније коришћење небанкарских извора финансирања у литератури наводи неинформисаност и недовољно познавање ових облика финансирања, испитаницима је постављено питање о упознатости са истим. Власници малих предузећа су на питање о упознатости са сваким од доле наведених небанкарских извора финансирања давали одговоре на скали од један до пет, при чему је оцена један означавала потпуну упознатост, а оцена пет је означавала апсолутно непознавање датог облика финансирања. Дескриптивне статистике одговора на овај део питања приказане су у наредној табели. На основу средњих вредности одговора испитаника (колона „Mean“), закључује се да су испитаници најбоље упознати финансирањем путем коришћења лизинга, док су најлошије упознати са форфетингом.

Табела 2 – Упознатост малих предузећа са небанкарским изворима финансирања – дескриптивна статистика

Облик финансирања	N	Min.	Max.	Mean	Std. Dev.
Лизинг	83	1	5	2,11	1,169
Кредити добављача (у увозно-извозним пословима)	83	1	5	2,57	1,222
Програми државне подршке	83	1	5	2,73	1,298
Микрофинансирање	83	1	5	2,76	1,284
Приватни инвестициони фондови	83	1	5	2,87	1,145
Фондови ризичног капитала	83	1	5	2,99	1,254
Факторинг	83	1	5	3,20	1,332
Програми међународне подршке (WB, EBRD, EIB, USAID, Eureka i dr.)	83	1	5	3,24	1,349
Пословни анђели	83	1	5	3,40	1,229
Групно финансирање (crowdfunding)	83	1	5	3,49	1,329
Форфетинг	83	1	5	3,64	1,205
Valid N (listwise)	83				

Ради бољег увида у одговоре испитаника, наредни графикон показује процентуално изражене фреквенције одговора испитаника. Дакле, на основу дескриптивне статистике и графикона фреквенција одговора испитаника, закључује се да стање по питању упознатости са облицима финансирања није задовољавајуће.

Графикон 2 – Упознатост малих предузећа са небанкарским изворима финансирања – фреквенције



Испитаници су, такође, одговарали колико се слажу са тврдњама у вези са финансирањем, при чему су одговори били на скали од један до пет, где је оцена један означавала апсолутно слагање, а оцена пет апсолутно неслагање. Дескриптивна статистика одговора испитаника приказана је у наредној табели, а тврдње су гласиле:

– Тврдња 1 – Србији су потребни инвеститори који улажу у мале привреднике и пружају им своје искуство, помоћ у развоју технологије, ширење на нова тржишта, пословно повезивање и контакте у замену за учешће у власништву или профиту предузећа.

– Тврдња 2 – Промена законске регулативе по питању појединих аспеката финансијског система би могла да утиче на бољу понуду извора финансирања за мале привредне субјекте.

Табела 3 – Тврдње – дескриптивна статистика

	N	Min.	Max.	Mean	Std. Dev.
Тврдња 1	83	1	5	2,69	1,104
Тврдња 2	83	1	5	2,59	1,127

У циљу проналаска везе између упознатости са појединим облицима финансирања и схватања потребе за истим, над прикупљеним одговорима испитаника примењена је корелациона анализа. Дакле, потребно је утврдити да ли постоји веза између учавана потребе за приватним инвеститорима и упознатости са приватним инвеститорима (фондовима ризичног капитала, приватним инвестиционим фондовима и пословним анђелима). Резултати корелационе анализе приказани су у наредним табелама.

Табела 4 – Показатељи корелације – слагање са тврдњом 1 и упознатост са фондовима ризичног капитала

		Слагање са тврдњом 1	Упознатост са ФРК
Слагање са тврдњом 1	Pearson Correlation	1	,570**
	Sig. (2-tailed)		0,000
	N	83	83
Упознатост са ФРК	Pearson Correlation	,570**	1
	Sig. (2-tailed)	0,000	
	N	83	83

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

Табела 5 – Показатељи корелације – слагање са тврдњом 1 и упознатост са приватним инвестиционим фондовима

		Слагање са тврдњом 1	Упознатост са ПИФ
Слагање са тврдњом 1	Pearson Correlation	1	,517**
	Sig. (2-tailed)		0,000
	N	83	83
Упознатост са ПИФ	Pearson Correlation	,517**	1
	Sig. (2-tailed)	0,000	
	N	83	83

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

Табела 6 – Показатељи корелације – слагање са тврдњом 1 и упознатост са пословним анђелима

		Слагање са тврдњом 1	Упознатост са ПА
Слагање са тврдњом 1	Pearson Correlation	1	,587**
	Sig. (2-tailed)		0,000
	N	83	83
Упознатост са ПА	Pearson Correlation	,587**	1
	Sig. (2-tailed)	0,000	
	N	83	83

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

Pearson-ов коефицијент линеарне корелације мери степен линеарне повезаности између две променљиве које су мерене на интервалним или релационим скалама, а може се користити у овом случају јер су претпоставке за његову примену задовољене. На основу претходних резултата може се закључити да све три везе између сваке две променљиве карактерише постојање високе позитивне корелације, која је статистички значајна. Pearson-ов коефицијент корелације једнак је за прву везу 0,570, за другу везу 0,517 и за трећу везу 0,587. Интерпретација вредности Pearson-овог коефицијента корелације у контексту јачине корелације може се разликовати од аутора до аутора. (Cohen, 1988, стр. 79-80) предлаже следеће смернице за јачину везе: ако је јачина везе од 0,10 до 0,29 корелација је ниска, ако је од 0,30 до 0,49 корелација је средња и ако је преко 0,50 корелација је висока. У претходним случајевима присутна је висока позитивна корелација између сва три пара променљивих.

На основу спроведене корелационе анализе и вредности Pearson-овог коефицијента може се закључити да што је виши степен упознатости власника предузећа са финансирањем преко инвеститора приватног капитала, виши је степен схватања потреба за оваквим начинима финансирања. Дакле, виши степен упознатости власника предузећа може омогућити и веће коришћење истих, због схватања значаја алтернативних облика финансирања и повећања потребе за њима од стране предузећа у Србији.

## Закључак

Стабилна економија и одржив економски развој почивају на малим предузећима као главним промотерима предузетништва, способних да опстану и да се развијају у условима савременог тржишта. Велики проблем за развој малих предузећа у Србији је слаба понуда и отежан приступ изворима финансирања, како за отпочињање тако и за развој пословања. Банкарско финансирање за мала предузећа је скупо и тешко доступно, а банке врло често показују незаинтересованост за кредитирање мањих привредних субјеката. Многа предузећа, нарочито мање величине, су након кризе, погођена још тежим приступом финансијама и повећаним трошковима кредита.

Домаћа предузећа у Србији највише користе интерна средства и неформалне позајмице од људи из окружења за финансирање пословања и развоја. Она предузећа која се екстерно задужују, то чине кредитирањем код банака, и поред неповољних услова које прате овај вид финансирања. Небанкарски облици финансирања у Србији још увек имају периферну улогу у финансирању предузећа, иако се често уочава потреба за њима. Алтернативно финансирање нема битну улогу у развоју домаћих предузећа због

многих ограничења која постоје у привредном, финансијском и законодавном систему. Ова ограничења се у првом реду односе на недостатке у оквиру закона, као и на недовољну упознатост предузећа са могућностима у погледу небанкарског финансирања.

Носиоци и креатори пословног окружења и економске политике у Републици Србији би требало да ефикасније усмеравају напоре и средства ка приоритетним секторима, како би обезбедили инвестиције које ће увећати вредност у приватном сектору. Србија, као транзициона земља која пролази фазе контролисане економије, мора јачати приватни сектор, пре свега, заштитом и јачањем предузетништва и малих тржишних учесника. Одлагање побољшања институционалног и регулаторног оквира у области финансијског система и тржишта увећава проблеме са којима се суочавају привредници и пролонгира ефекте који се очекују од једне функционишуће економије. Дакле, потребно је учинити веће напоре по питању услова финансирања за мање тржишне учеснике, а по угледу на циљеве и правце развијених економија, требало би пажњу усмерити на развој небанкарских извора финансирања, који су у Србији неправедно запостављени.

## Литература

- [1] Auboin, M., Smythe, H., & Teh, R. (2016). *Supply chain finance and SMEs: Evidence from international factoring data*. World Trade Organization. Преузето са: [https://www.wto.org/english/res\\_e/reser\\_e/ersd201604\\_e.pdf](https://www.wto.org/english/res_e/reser_e/ersd201604_e.pdf)
- [2] Beck, T., & Demircuc-Kunt, A. (2006). Small and Medium-size Enterprises: Access to Finance as a Growth Constraint. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 30, Iss. 11, 2931-2943. doi:10.1016/j.jbankfin.2006.05.009
- [3] Beck, T., Demircuc-Kunt, A., Laeven, L., & Maksimovic, B. (2006). The Determinants of Financing Obstacles. *Journal of International Money and Finance*, Vol. 25, Iss. 6, 932-952.
- [4] Berger, A. N., & Udell, G. F. (1995). Universal banking and the future of small business lending. Преузето са: <https://archive.nyu.edu/bitstream/2451/27109/2/wpa95009.pdf>
- [5] Berger, A. N., Saunders, A., Scalise, J. M., & Udell, G. F. (1998). The Effects of Bank Mergers and Acquisitions on Small Business Lending. *Journal of Financial Economics*, Vol. 50, Iss. 2, 187-229.
- [6] Brancati, E. (2015). Innovation financing and the role of relationship lending for SMEs. *Small Business Economics*, Vol. 44, Iss. 2, 449-473. doi:10.1007/s11187-014-9603-3
- [7] Carpenter, R. E., & Petersen, B. C. (2002). Is the growth of small firms constrained by internal finance? *Review of Economics and Statistics*, Vol. 84, Iss. 2, 298-309.
- [8] Cohen, J. (1988). *Statistical power analysis for the behavioral sciences, 2nd edition*. New York : Russell Sage.
- [9] Demircuc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (1995). *Stock market development and firm financing choices, Policy Research Working Paper Series 1461*. The World Bank.
- [10] European Business Angel Network. (2016). *European Early Stage Market Statistics 2015*. Bruxelles.
- [11] European Business Angel Network. (2018). *European Early Stage Market Statistics 2017*. Bruxelles.
- [12] Eurostat. (2017). *Business demography statistics*. Преузето са: [http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Business\\_demography\\_statistics](http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Business_demography_statistics)
- [13] Harvie, C., Narjoko, D., & Oum, S. (2013). Small and Medium Enterprises' Access to Finance: Evidence from Selected Asian Economies. *ERIA Discussion Paper Series*. Преузето са: <http://www.eria.org/ERIA-DP-2013-23.pdf>

- [14] Invest Europe. (2016). *Central and Eastern European Private Equity Statistics 2015*. Brussels.
- [15] Invest Europe. (2018). *Central and Eastern European Private Equity Statistics 2017*. Brussels.
- [16] Keeton, W. R. (1995). Multi-Office Bank Lending to Small Businesses: Some New Evidence. Преузето са: <https://www.kansascityfed.org/publicat/econrev/pdf/2q95keet.pdf>
- [17] Kersten, R., Harms, J., Liket, K., & Maas, K. (2017). Small Firms, large Impact? A systematic review of the SME Finance Literature. *World Development, Volume 97*, 330-348.
- [18] King, R. G., & Levine, R. (1993). Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. *The Quarterly Journal of Economics, Vol. 108, No. 3*, 717-737.
- [19] Klapper, L., Laeven, L., & Rajan, R. (2006). Entry Regulation as a Barrier to Entrepreneurship. *Journal of Financial Economics, Vol. 82, Iss. 3*, 591–629. doi:10.1016/j.jfineco.2005.09.006
- [20] Krishnaswami, S., Spindt, P., & Subramaniam, V. (1999). Information Asymmetry, Monitoring, and the Placement Structure of Corporate Debt. *Journal of Financial Economics 51*, 407–434.
- [21] Macmillan, H. P. (1931). *Report of the Committee on finance and industry*. London: HM Stationery Office.
- [22] Njegomir, V., Tepavac, R., & Ivanišević, N. (2017). Alternative sources of financing entrepreneurial undertaking in agriculture. *Economics of Agriculture, Vol. 64, No. 1*, 295-306.
- [23] OECD. (2015). *New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the Range of Instruments*. Paris: OECD Publishing.
- [24] OECD. (2016). *Competitiveness in South East Europe : A Policy Outlook*. Paris: OECD Publishing.
- [25] OECD. (2016). *Financing SMEs and Entrepreneurs 2016*. Преузето са: [http://www.keepeek.com/Digital-Asset-Management/oecd/industry-and-services/financing-smes-and-entrepreneurs-2016\\_fin\\_sme\\_ent-2016-en#page374](http://www.keepeek.com/Digital-Asset-Management/oecd/industry-and-services/financing-smes-and-entrepreneurs-2016_fin_sme_ent-2016-en#page374)
- [26] Oxford Economics. (2017). *SME strategies for success: A global study that reveals the key drivers of success for SMEs in 2017 and beyond*. London.
- [27] Poutziouris, P. Z. (2001). The Views of Family Companies on Venture Capital: Empirical Evidence from the UK Small to Medium-Size Enterprising Economy. *Family Business Review, Vol. 14, Iss. 3*, 277-291.
- [28] Regional Cooperation Council . (2017). Преузето са: <http://www.rcc.int/flagships/2/competitiveness>
- [29] Roubini, N., & Sala-i-Martin, X. (1995). A Growth Model of Inflation, Tax Evasion, and Financial Repression. *Journal of Monetary Economics, Vol. 35, No. 2*, 275-301.
- [30] Salikin, N., Wahab, N. A., & Muhammad, I. (2014). Strengths and weaknesses among Malaysian SMEs: Financial management perspectives. *Procedia-Social and Behavioral Sciences, Vol. 129*, 334-340. doi: 10.1016/j.sbspro.2014.03.685
- [31] Sallem, N. R., Nasir, N. E., Nori, W. M., & Kassim, C. K. (2017). Small and Medium Enterprises: Critical Problems and Possible Solutions. *International Business Management, Vol. 11, Iss. 1*, 47-52.
- [32] Schwab, K., & Sala-i-Martin, X. (2017). *The Global Competitiveness Report 2017–2018*. Geneva: World Economic Forum.
- [33] Serrasqueiro, Z., & Maças Nunes, P. (2012). Is Age a Determinant of SMEs' Financing Decisions? Empirical Evidence Using Panel Data Models. *Entrepreneurship Theory and Practice, Vol. 36, Iss. 4*, 627 - 654. doi:10.1111/j.1540-6520.2010.00433.x
- [34] The World Bank . (2017). *Micro, Small, and Medium Enterprise (MSME) Finance*. Преузето са: <http://www.worldbank.org/en/results/2013/04/05/msme-finance-expanding-opportunities-and-creating-jobs>
- [35] Trbovich, A., Drašković Malešević, A., & Miljković, J. (2014). The Role of Venture Capital in Economic Transition in Serbia. *Ekonomika preduzeća Vol. 62, iss. 1-2*, 99-115.
- [36] Вемић, М., & Стаматовић, М. (2010). Значај приватних инвеститора у финансирању руралног предузетништва у Србији. *Мегатренд ревија Vol.7*, 263-276.