

# ACTA ECONOMICA

УДК 33, e-ISSN 2232-738X

АСТА ECONOMICA

Часопис за економију  
Излази двапут годишње

ИЗДАВАЧ:

Економски факултет Универзитета у Бањој Луци  
БиХ, РС, 78000 Бања Лука  
Мајке Југовића 4  
E-mail: kontakt@efbl.org

ЗА ИЗДАВАЧА:

Проф. др Новак Кондић, декан Економског факултета  
Универзитета у Бањој Луци

РЕДАКЦИОНИ ОДБОР:

Проф. др Драган Микеревић, Економски факултет Бања Лука  
Проф. др Јасмин Комић, Економски факултет Бања Лука  
Проф. др Ката Шкарић Јовановић, Економски факултет Београд  
Проф. др сц. Љубо Јурчић, Економски факултет Загреб  
Проф. др Мирко Пуљић, Економски факултет, Сарајево  
Проф. др Анђелко Лојпур, Економски факултет, Подгорица  
Проф. др Франц Колотник, Економски факултет Марибор  
Проф. др Иван Павловић, Економски факултет, Мостар

ГЛАВНИ И ОДГОВОРНИ УРЕДНИК:

Проф. др Драган Микеревић

СЕКРЕТАР РЕДАКЦИОНОГ ОДБОРА:

Синиша Ракита, дипломирани економиста

ЛЕКТОР:

Мр Татјана Марић

ПРЕЛОМ ТЕКСТА:

Милан Дамјановић, дипл. инж. ел.

ШТАМПА:

Атлантик ББ, Бања Лука

ТИРАЖ: 500

---

# ACTA ECONOMICA

Година VIII, број 12

Бања Лука, 2010



---

# С А Д Р Ж А Ј

## С О Н Т Е Н Т С

### ПРЕТХОДНА САОПШТЕЊА

---

РЕАКЦИЈА РАЗЛИЧИТИХ КАПИТАЛИСТИЧКИХ СИСТЕМА НА ПОЈАВУ ЕКОНОМСКЕ КРИЗЕ <i>HOW ARE DIFFERENT CAPITALIST SYSTEMS COPING WITH THE CURRENT ECONOMIC CRISIS?</i> Јанез Прашникар, Дарја Лесковец .....	9
ИМА ЛИ НАДЕ ЗА МЕНАѢЕРСКИ КАПИТАЛИЗАМ <i>IS THERE HOPE FOR MANAGERIAL CAPITALISM</i> Анђелко С. Лојпур .....	43

### ИЗЛАГАЊЕ СА НАУЧНОГ СКУПА

---

ТЕОРИЈА КОНВЕРГЕНЦИЈЕ И МОГУЋНОСТ "ТРЕЋЕГ ПУТА" <i>CONVERGENCE THEORY AND THE POSSIBILITY OF A "THIRD WAY"</i> Предраг Јовановић Гавриловић .....	65
ЈЕ ЛИ ФОРЕНЗИЧКО РАЧУНОВОДСТВО ПРАВИ ПУТ ЗА ОТКЛАЊАЊЕ ПРИВРЕДНОГ КРИМИНАЛА? <i>FORENSIC ACCOUNTING AS SOLUTION ON ECONOMICS CRISIS OF FRAUD</i> Изток Колар .....	81
НОРМАТИВНА ОСНОВА ФИНАНСИЈСКОГ ИЗВЕШТАВАЊА И ФИНАНСИЈСКА КРИЗА <i>STANDARD BASIS OF THE FINANCIAL REPORTING AND FINANCIAL CRISIS</i> Ката Шкарић Јовановић .....	103
МЈЕРЕ ВЛАДЕ ЗА ПРЕВАЗИЛАЖЕЊЕ ЕКОНОМСКЕ КРИЗЕ <i>GOVERNMENT MEASURES TO OVERCOME THE FINANCIAL CRISIS</i> Мирко Пуљић .....	125
ПРОБЛЕМИ ДОНОШЕЊА ИНВЕСТИЦИОНИХ ОДЛУКА У УСЛОВИМА КРИЗЕ <i>PROBLEMS OF BRINGING INVESTMENT DECISIONS IN CRISIS REQUIREMENTS</i> Милорад Иванишевић .....	143
ИДЕНТИФИКОВАЊЕ СУШТИНСКИХ ФАКТОРА ГЛОБАЛНЕ КРИЗЕ – УСЛОВ ЗА ПРЕДУЗИМАЊЕ АДЕКВАТНИХ МЕРА ЗА ЊЕНО ПРЕВЛАДАВАЊЕ <i>IDENTIFYING THE ESSENTIAL FACTORS OF GLOBAL CRISIS – CONDITION FOR UNDERTAKING ADEQUATE MEASURES FOR OVERCOMING THE CRISIS</i> Јован Б. Душанић .....	157

ИЗЛАЗАК ИЗ КРИЗЕ И ОДРЖИВИ РАЗВОЈ <i>GETTING OUT OF THE CRISIS AND A SUSTAINABLE DEVELOPMENT</i> Здравко Тодоровић .....	175
ПРОБЛЕМАТИКА ПРОЦЕНЕ ВРИЈЕДНОСТИ ПРЕДУЗЕЋА <i>THE PROBLEM OF ENTERPRISE VALUE ASSESSMENT</i> Драган Микеревић .....	189
НЕВЛАДИН СЕКТОР – ЊЕГОВА УЛОГА У ОСТВАРИВАЊУ СВЕОПШТЕГ РАЗВОЈА ДРУШТВА И ПРЕВАЗИЛАЖЕЊУ ПОСТОЈЕЋЕ ФИНАНСИЈСКО- ЕКОНОМСКЕ ДЕПРЕСИЈЕ <i>NON - GONVERNMENTAL SECTOR - ITS ROLE IN ACHIEVING THE ENTIRE DEVELOPMENT OF THE SOCIETY AND OVERCOMING OF THE CURRENT FINANCIAL AND ECONOMICAL DEPRESSION</i> Ђоко Слијепчевић, Младен Иванић .....	227
КОЦКАЊЕ НА ФИНАНСИЈСКОМ ТРЖИШТУ – ГЕНЕРАТОР ФИНАНСИЈСКЕ КРИЗЕ <i>FINANCIAL GAMBLING AS AN GENERATOR OF FINANCIAL CRISIS</i> Горан Радивојац .....	241

## ПРЕГЛЕДНИ ЧЛАНЦИ

---

ФИНАНСИЈСКА КРИЗА И ЊЕЗИНО ПРЕВАЗИЛАЖЕЊЕ <i>FINANCIAL CRISIS AND ITS OVERCOMING</i> Рајко Касагић .....	257
АНТИКРИЗНА ПОЛИТИКА ПДВ-А И ПОШТИВАЊЕ ПРИНЦИПА ПОРЕСКЕ НЕУТРАЛНОСТИ <i>ANTI-CRISIS VAT POLICY AND COMPLIANCE WITH THE TAX NEUTRALITY PRINCIPLE</i> Динка Антић .....	269
УЛОГА ОСИГУРАЊА ДЕПОЗИТА У ПРЕВАЗИЛАЖЕЊУ БАНКАРСКЕ КРИЗЕ <i>ROLE OF DEPOSIT INSURANCE IN ORDER TO OVERCOME THE BANKING CRISIS</i> Драгана Башић .....	293
ЈАВНО-ПРИВАТНО ПАРТНЕРСТВО КАО АНТИРЕЦЕСИОНА МЈЕРА <i>PUBLIC-PRIVATE PARTNERSHIP AS AN ANTI-RECESSIONAL SERVICE</i> Жељана Јовичић .....	325
ДРЖАВНИ ПРОТЕКЦИОНИЗАМ КАО БАРИЈЕРА ИЗЛАСКА ЗЕМАЉА ИЗ ГЛОБАЛНЕ КРИЗЕ <i>STATE PROTECTIONISM AS A BARRIER TO COUNTRIES' CRISIS RECOVERY</i> Јелена Тешић, Драган Глигорић .....	343

---

## **ПРЕТХОДНА САОПШТЕЊА**

---





## **РЕАКЦИЈА РАЗЛИЧИТИХ КАПИТАЛИСТИЧКИХ СИСТЕМА НА ПОЈАВУ ЕКОНОМСКЕ КРИЗЕ**

### **HOW ARE DIFFERENT CAPITALIST SYSTEMS COPING WITH THE CURRENT ECONOMIC CRISIS?**

**Јанез Прашникар\*, Дарја Лесковец\*\***

#### **Резиме**

Са падом социјалистичких економија, јасна линија различитости између капиталистичког и социјалистичког система нестаје. Отуда савремени аутори говоре о "новој компаративној економици" које проучава алтернативне моделе капитализма, представљене од различитих институција. У овом раду ми проучавамо и анализирамо различите моделе капитализма (англо-саксонски, скандинавски, континентално-европски, медитерански, јапанско - корејски, балтички транзицијски, транзицијски држава бивше Југославије, транзицијски држава бившег Совјетског Савеза, те кинеско - индијски модел) из перспективе њихове економске ефикасности пре кризе, предузетих мера за сузбијање кризе, као и њихових изгледа за будућност. Међутим, када се расправља о изгледима за будућност, заједнички фактор који отежава раст свих економија је спор опоравак светске трговине и БДП-а, након великог колапса 2009. Симултани шок потражње и пад производње и трговине у сектору робе са "могућностима одгоде потрошње" ("postponeable goods"), упозоравају и противе се превеликој зависности економија од једног трговинског партнера и предлажу дисперзију

---

\* Др Јанез Прашникар, редовни професор, Економски факултет у Љубљани

\*\* Дарја Лесковец, студент Међународног редовног магистарског програма (IMB) Економског факултета у Љубљани.

спољне трговине. Шта више, са вишим улагањем у неопипљиви капитал и већом ефикасношћу у нетрговинском сектору, ефикасност у трговинском сектору ће такође порасти. У овом раду смо илустровали ову идеју са случајем словеначких извозника.

**Кључне ријечи:** Светска економска криза, капиталистички систем, светска трговина, извоз, роба са "могућностима одгоде потрошње", земље бивше Југославије, неопипљиви капитал, трговачки vs. нетрговачки сектор, Словенија.

## Summary

With the fall of socialist economies, the distinct line between capitalist and socialist economic systems disappeared. Hence contemporary authors speak of "new comparative economics" that studies alternative models of capitalism, represented by different institutions. In this paper we study and analyze different models of capitalism (Anglo-Saxon Liberal, Nordic, Continental European, Mediterranean, Japanese and Korean, Baltic Transitional, Ex-Yugoslav Transitional, Ex-Soviet Transitional, and Chinese and Indian model) from the perspective of their economic efficiency before the crisis, measures taken to tackle the crisis and their prospects for the future. However, when discussing the prospects for the future, the common factor hindering the growth of all capitalist economies is a slow recovery of global trade and GDP after the great collapse in 2009. Simultaneous demand shock and decline of the production and trade in the "postponeable" goods sector warn against too high dependence of economies on a single trade partner and suggest dispersion of foreign trade. Moreover, with higher intangible investments and higher efficiency of nontradable sector, the efficiency of tradable sector would increase, too. In this paper we illustrate this idea with the case of Slovenian exporters.

**Key words:** Global economic crisis, capitalist systems, world trade, export, "postponeable goods", market economies-Yugoslav countries, intangibles, tradables vs. nontradables, Slovenia

## Увод

Настанак светске економске кризе обновио је интересовање за компаративну анализу економских система. Глобална економска криза је наиме имала различите ефекте на земље и регије, те су се оне различито суочавале с њеним последицама. Важно је истаћи да се капитализам после релативно дугог периода континуираног раста вратио на циклично кретање.

Ово је поново покренуло дебате о ефикасности механизма тржишта, државе благостања (welfare state), организацији здравствене заштите, улози неопипљивог капитала (intangibles) у постизању економског раста, одрживом развоју, и поставило дубоко укоренење ставове о економским токовима на пробу.

У овом раду најпре представљамо карактеристике актуелне економске кризе и објашњавамо велики пад светске трговине и бруто друштвеног производа. У другом поглављу представљамо класификацију економских модела и њихове економске перформансе пре кризе. Даље објашњавамо настанак кризе и описујемо мере које су предузете у сваком од модела. Поред тога, представљамо изгледе за будућност. У завршном поглављу говоримо о искуству словеначке извозне индустрије у процесу суочавања са светском економском кризом.

## 1. Карактеристике тренутне кризе

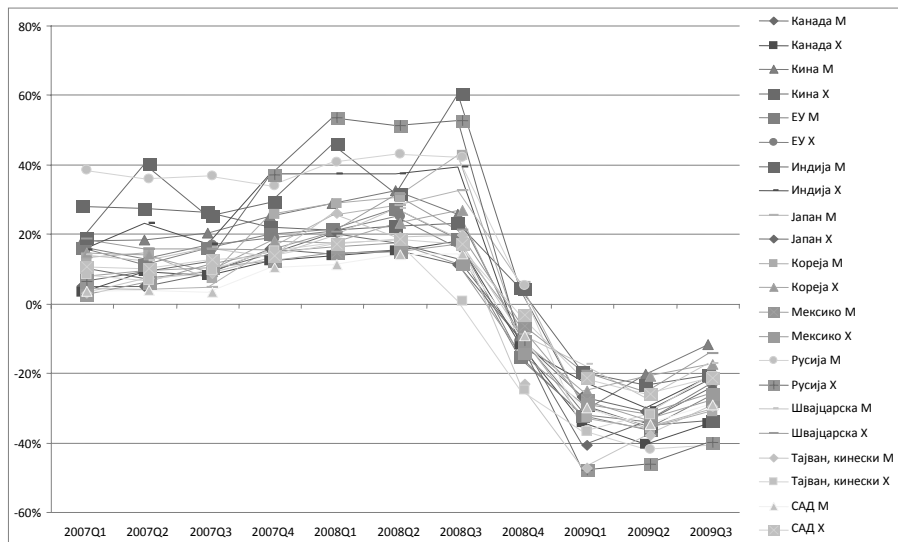
Након пропасти Lehman Brothersa, криза је попримила глобалне размере. У првој фази неколико финансијских институција је банкротирало, а финансијска тржишта била су замрзнута. Ипак, најозбиљнија последица глобалне кризе био је изненадни колапс светске трговине, који се догодио између трећег квартала 2008. и другог квартала 2009. године. Овај колапс светског тржишта уједно је најстрмији и најдубљи пад у писаној историји од Велике депресије. Као доказ томе служи податак да су у периоду Велике депресије била потребна 24 месеца да светска трговина падне на ниво на који је пала за девет месеци, од новембра 2008. године (O'Rourke, 2009).

Светска трговинска организација је известила о паду на пољу извоза и увоза током друге половине 2008. и прве половине 2009. године у свим земљама чланицама. На слици 1. представљена је ситуација на пољу увоза и извоза у ЕУ 27 и десет других земаља које заједно обухватају три четвртине светске трговине. Трговинска размена у свим наведеним земљама је опала за више од 20 одсто у периоду од другог квартала 2008. до другог квартала 2009. године. У неким земљама је опала за више од 30 одсто.

Ипак, поставља се питање због чега је регистровани пад светске размене много већи од пада БДП-а. Baldwin и сарадници (2009) као главни разлог за то наводе нагли пад глобалне потражње. Они даље истичу да су и фактори понуде са своје стране такође допринели том паду, међутим, њихов је утицај мањи. Смањење нивоа потражње је функционисао кроз два различита канала: 1) цене сировина (commodities) које су опале услед пуцања ценовног балона средином 2008. године и које су водиле потражњу надолу; 2) нарушавање производње и извоза производа, након банкрота Lehman-Brothersa, узроковали су таквозвано "чекај да видим" понашање

код потрошача, што је смањило потражњу за робом са "могућностима одгоде потрошње" ("postponeable goods").<sup>1</sup> Осим тога, интеракција шока потражње са ефектом "композиције" и "синхронизације" изазвала је низ пратећих ефеката у кретању удела спољнотрговинске размене у БДП-у.

Слика 1: Велики колапс светске трговине: раст - квартал на квартал, извоз & увоз 11 главних земаља



Извор: Eichengree, O'Rourke (2009).

Суштина ефекта композиције је у томе да је пад тражње усмерен углавном на робу са могућностима одгоде, потрошње, трајних потрошачких и инвестиционих добара, који имају мали удео у светском БДП-у, али велики у светској трговини. Ефекат синхронизованости објашњава дубину колапса и разлог зашто се он истовремено десио у скоро свакој земљи. Прво објашњење за запањујућу синхронизованост је интернационални систем ланаца понуде (supply chain), који је допринео брзом преношењу шокова потражње од Сједињених Америчких Држава и Европске уније до Азије и остатка света. Друго објашњење је велика рецесија сама по себи. Најпре, обистинило се неколико догађаја за које се пре кризе веровало да нема могућности да се догоде. Такви догађаји су, рецимо, били банкрот инвестиционе банке Lehman - Brothersa, нестанак великог броја других инвестиционих банака, позајмица Федералних резерви САД-а осигурава-

<sup>1</sup> На пример, потрошачка и инвестицијска електроника, улагања у транспортну опрему, машине, њихове делове и компоненте.

јућим компанијама, као што је AIG. Затим, "НЕ" Америчког конгреса Паулсоновом (Paulson - секретар државне благајне) плану опоравка, забрана продаје хартија од вредности и акција банака итд. Јесен 2008. године је био период када нико није имао идеју шта све може да се догоди. Као по правилу, када су суочени с непознатим, људи су углавном склони избегавању ризика. Управо из тог разлога бројни потрошачи, фирме и инвеститори су се једноставно одлучили да "сачекају и виде", односно одложе набавку и инвестиције за неки каснији период. Што је још важније, "фактор страха" се веома брзо раширио и симултано довео до заустављања у глобалним трговинским токовима. Неке чињенице које подржавају овакве аргументе односе се на то да глобална трговина услугама није пропала, међутим, колапс је погодио сектор туризма, а ни један од уобичајених канала за пренос кризе (промет робе свакодневне потрошње, међународни токови капитала, заразност финансијске кризе) није препознат као одговоран за синхронизовани, глобални пад дохотка (Rose i Spiegel, 2009).

Суочени са огромним падом светске трговине, падом бруто домаћег производа и тешким економским условима, државе су на различите начине покушале да реагују и одговоре глобалној рецесији. У следећем одељку ћемо истражити на који се начин различити капиталистички системи односе према тренутној кризи.

## **2. Однос различитих капиталистичких система према актуелној кризи<sup>2</sup>**

Упоредићемо различите капиталистичке системе пре и после кризе. Прво ћемо класификовати различите моделе капитализма и њихових достигнућа у периоду пре кризе. Затим ћемо показати како и када је криза захватила привреду различитих земаља и како оне реагују на њу. На крају, размотрићемо изгледе за будућност.

### **2.1. Класификација и анализа економских модела пре настанка кризе**

Модерне капиталистичке привреде се међусобно разликују. Да бисмо проучили њихове разлике, најпре треба издвојити две кључне групе модела модерног капитализма: 1) капиталистички модели развијених земаља и 2) модели земаља у транзицији. Ови модели се међусобно разликују по томе што једни презентују земље које имају дужу капиталистичку традицију, док други обухватају земље у транзицији (transitional countries) или привреде у развоју (developing countries). У прву групу се сврставају англосаксон-

---

<sup>2</sup> Овај део се односи на чланак Прашникар, Редек, Коман (2009).

ски либерални модел, па скандинавски, континентално-европски, медитерански модел те регулисани капитализам Јапана и Кореје. Другу групу чини либерални транзицијски модел балтичких земаља, модел одложене транзиције земаља бивше Југославије, модел транзиције великих бивших совјетских земаља и кинеско-индијски развојни модел. Модели су били избрани на основу карактеристика институција које, како Дјанков и сарадници (2003) истичу, контролишу основне изворе опасности с којима се свако друштво сусреће, а то су могућност преминације диктаторства и претња од општих нереда. Прва је омогућена превеликом улогом државе, а друга потпуном стихијом тржишта.

Модели економских система су поједностављене апстракције, које представљају главне институционалне и оперативне карактеристике различитих типова економских система. За упоређивање економских система могу бити коришћени различити критеријуми: ниво економског развоја, база ресурса, власништво односно контрола над средствима производње, локус економске моћи, организација економске моћи, друштвени процеси за координацију економских субјеката, социјални системи, методе прерасподеле дохотка те политички и идеолошки системи.<sup>3</sup> Објашњење наведених критеријума може се пронаћи у старијим уџбеницима на тему компаративне економије (Bornstein's, 1965) и неким новијим (Elliot, 1985, Rosser, Rosser, 2004), као и у различитим научним чланцима (Djankov et al, 2003.). У табели 1. ћемо представити поређење између девет модела капитализма.

---

<sup>3</sup> Уколико се база ресурса узме као критеријум, економије могу бити класификоване као: лабуристичке, натуралистичке и капиталистичке, а свака може бити дефинисана према степену на који се ослања на један од три основних група производних фактора. Према врсти својине разликују се три основна типа: приватни, јавни и кооперативни. У смислу доношења економских одлука може се направити разлика између индивидуализоване привреде, државно-колективне економије и организационе економије. Индивидуалном економијом може се сматрати она која је изузетно децентрализована; организационим и државно-колективистичким типом економије се сматрају оне привреде које су више централизоване. На нивоу државне управе, питање централизације - децентрализације има две главне карактеристике: 1) степен локализације у односу на централизацију власти на различитим нивоима управљања (степен локалне аутономије у односу на централну контролу) и 2) степен сепаратизма у односу на концентрацију моћи унутар државне управе. Три друштвена процеса се користе за економску координацију: 1) систем тржишта, 2) бирократија и 3) преговарање. На крају, економије се разликују у зависности у којој мери и којим методама држава интервенише у прерасподели прихода. Ово делимично зависи од степена равномерности прерасподеле дохотка пре предузимања било каквих редистрибутивних мера, а делимично и од развијености мрежа социјалне сигурности.

		1. АНГЛО-САКСОНСКИ ЛИБЕРАЛНИ МОДЕЛ	2. СКАНДИНАВСКИ МОДЕЛ	3. КОНТИНЕНТАЛНО – ЕВРОПСКИ МОДЕЛ	4. МЕДИТЕРАНСКИ И МОДЕЛ У ИТАЛИЈИ И ШПАНИЈИ	5. ЈАПАНСКИ И КОРЕАНСКИ МОДЕЛ	6. БАЛТИЧКИ ТРАНЗИЦИОНИ МОДЕЛ	7. ТРАНЗИЦИОНИ МОДЕЛ ЗЕМАЉА БИВШЕ ЈУГОСЛАВИЈЕ	8. МОДЕЛ БИВШИХ СОВЈЕТСКИХ ЗЕМАЉА	9. КИНЕСКИ И ИНДИЈСКИ МОДЕЛ
Ресурси и технологија	Ново економског развоја	Развијени капитализам	Развијени капитализам	Развијени капитализам	Развијени капитализам	Развијена капиталистичка привреда	Средње развијене транзицијске привреде	Ниско или средње развијене транзицијске привреде	Привреда у транзицији и развоју	Привреда у транзицији и развоју
	База ресурса	Капиталистички	Капиталистички, делимично натуралистички у Норвешкој	Капиталистички	Капиталистички	Капиталистички, у Кореји такође натуралистички	Лабуристички и капиталистички	Капиталистички, натуралистички и лабуристички	Капиталистички, натуралистички и лабуристички	Лабуристички, натуралистички и капиталистички
Институције	Својина и контрола	Углавном приватна	Углавном приватна, концентрисана	Углавном приватна, значајан део јавне својине у Француској	Углавном приватна	Углавном приватна, присуство великих конгломерата	Углавном приватна	Мешана	Углавном приватна, понегде јавна и заједничка (кооперативна)	Приватна, државна и заједничка (кооперативна)
	Локус економске моћи	Индивидуалистички, организацијски и влада (држава)	Организацијски	Организацијски	Индивидуалистички у Италији, већим делом организацијски у Шпанији	Организацијски у Јапану, углавном организацијски у Кореји	Индивидуалистички и организацијски	Индивидуалистички и државни, у Словенији углавном организацијски	Индивидуалистички са јаким државним утицајем	Индивидуалистички и организацијски у Индији. Индивидуалистички, државно-колективистички у Кини
	Организација економске моћи	Сепарација на нивоу владе и децентрализација у САД, слаба сепарација на нивоу владе и централизација у ВБ	Концентрација моћи и децентрализација	Концентрација моћи и децентрализација	Сепарација на нивоу владе и децентрализација у Италији, концентрација моћи и децентрализација у Шпанији	Концентрација моћи и децентрализација	Концентрација моћи и децентрализација	Концентрација моћи и децентрализација	Концентрација моћи и централизација. Тенденција децентрализације у Русији и Казахстану	Концентрација моћи и децентрализација

<sup>4</sup> Пошто су све привреде сада више или мање базиране на тржишту, децентрализација у привреди је више или мање карактеристика свих модела. Зато ћемо се у овој тачки бавити углавном концентрацијом и сепартизмом унутар државне управе и ступњем аутономије територијалних јединица (централизација у односу на децентрализацију).

		1. АНГЛО-САКСОНСКИ ЛИБЕРАЛНИ МОДЕЛ	2. СКАНДИНАВСКИ МОДЕЛ	3. КОНТИНЕНТАЛНО – ЕВРОПСКИ МОДЕЛ	4. МЕДИТЕРАНСКИ МОДЕЛ У ИТАЛИЈИ И ШПАНИЈИ	5. ЈАПАНСКИ И КОРЕАНСКИ МОДЕЛ	6. БАЛТИЧКИ ТРАНСИЦИОНИ МОДЕЛ	7. ТРАНСИЦИОНИ МОДЕЛ ЗЕМАЉА БИВШЕ ЈУГОСЛАВИЈЕ	8. МОДЕЛ БИВШИХ СОВЈЕТСКИХ ЗЕМАЉА	9. КИНЕСКИ И ИНДИЈСКИ МОДЕЛ
	Друштвени процеси за економску координацију	Иницијатива тржишта и делимично планирање привреде	Иницијатива тржишта и централизована у преговарању	Иницијатива тржишта. Индикативно планирање у Француској, "Deutschland AG" у Немачкој	Иницијатива тржишта и делимично планирање у стратешки важним секторима	Тржишна иницијатива и индикативно планирање. Снажнија индустријска политика у Кореји	Тржишна иницијатива	Тржишна иницијатива са бирократијом. Преговарање у Словенији	Тржишна иницијатива у комбинацији са бирократијом	Иницијатива тржишта са бирократијом и државним планирањем
	Систем социјалне сигурности и методе расподеле дохотка	Прогресивно опорезивање веће је у ВБ.	"Welfare economy". Висок допринос за социјални систем и високо прогресивно опорезивање дохотка	"Welfare economy". Високи доприноси за социјални систем и прогресивни порези	Умерено развијен систем социјалне сигурности у Шпанији, развијенији у Италији. Умерени социјални доприноси. Виши прогресивни порези у Италији	Недовољно развијен систем социјалне сигурности у Јапану. Систем социјалне сигурности почиње играти важнију улогу у Кореји. Умерени социјални доприноси и прогресивни порези	Недовољно развијен систем социјалне сигурности и ниска редистрибуција дохотка	Углавном недовољно развијен систем социјалне сигурности. Релативно развијен систем социјалне сигурности у Словенији и умерено развијен у Хрватској. Високи социјални доприноси и прогресиван начин опорезивања у Словенији	Низак ниво развијености система социјалне сигурности и неуједначена расподела прихода	Низак ниво развијености система социјалне сигурности и неуједначена расподела прихода
	Политички и идеолошки системи	Федерална република САД-а, краљевина ВБ, Демократија и слобода привреде у САД-у, "Англо –социјални модел" у УК	Краљевине изузев Финске	Парламентарна демократије	Парламентарна република у Италији. Парламентарна краљевина у Шпанији.	Конститутивна краљевина у Јапану и демократска република Кореја	Парламентарне демократске републике изузев Литваније	Углавном једнодомна парламентарна демократија	Демократија са високо-персонализованим председничким режимом	Демократија са јаком улогом касти у Индији. Социјалистичка република са једностраначким системом у Кини



Полазна тачка наше анализе је англо-саксонски либерални модел. Он представља економију слободног тржишта ('laissez - faire'), где се државне економске интервенције свODE углавном на опрезну фискалну и монетарну политику, а где индивидуална слобода има предност над колективним активностима (Harrison, 2006). Економија Сједињених Америчких Држава је изграђена управо на принципу слободног тржишта, са релативно мало интервенција. Велика Британија такође прихвата примат тржишта, али истовремено гаји убеђења у неопходност и ефикасност активности државе. Имајући у виду израженију регулацију бизниса и ширу социјалну заштиту, може се рећи да Велика Британија има мање либералну економију у односу на САД (Casey, 2007). У десетогодишњем периоду пре кризе Сједињене Државе и Велика Британија су достигле значајне стопе раста (висока стопа раста за развијене земље). Привреда је била стабилна, а стопа незапослености релативно мала. Corrado, Hulten i Sichel (2006) извештавају да су 1990. године улагања у неопипљиви капитал (intangibles)<sup>5</sup> била 1,2 пута виша од улагања у фиксни капитал, што је допринело повећању продуктивности рада од 30 одсто. Сличне карактеристике биле су показане и за Велику Британију од стране аутора Marrano i Haskel (2006). Привреде обеју земаља су биле окарактерисане изузетно развијеним финансијским, сектором и флексибилним тржиштем рада, док је, с друге стране, стопа штедње домаћинства била на ниском нивоу. Обе земље су биле важни увозници робе и услуга, те имале дефицит текућег рачуна, који је био покриван суфицитом на капиталном рачуну.<sup>6</sup>

Скандинавске земље су развиле тип капитализма где је општи став према слободном капитализму и приватној имовини традиционално позитиван. Ипак, скандинавски модел наглашава једнакост, сарадњу и демократију у комбинацији са социјалним аспектима. Они су развиле један од најширих начина за прераспodelу дохотка и система социјалне сигурности уз висок ниво опорезивања плата и централизованог преговарања (баргаининг). Скандинавске земље се ослањају на добро образовану и вешту радну снагу. Према Дјанкову (2003), скандинавске земље имају висок ниво социјалног капитала. Друштва која поседују више таквог капитала

<sup>5</sup> Неопипљиви капитал (intangibles) је класификован у три главне групе средстава: компјутерске информације, иновације и економске компетенце. Компјутеризоване информације се састоје од софтвера и база података. Иновације укључују научна и ненаучна достигнућа, која се односе на трошкове, нпр. експлоатације минерала, патентирања и лиценцирања, развоја производа, дизајна и истраживања. Економске компетенце укључују брендове или марке, људски капитал и његову припадност предузећима и флексибилност организационих структура. Видети: Corrado, Hulten i Sichel (2006).

<sup>6</sup> У данашње време критичари говоре о појави "Greenspan-ових балона" као претходнице садашњој кризи (Krugman, 2009).

су у могућности да остваре висок ниво међусобне сарадње. Овај модел је такође био један од најефикаснијих пре кризног раздобља. Успео је да постигне стабилне и високе стопе раста БДП-а, висок ниво економске развојености, стабилну привреду, ниске стопе незапослености (уз изузетак Финске) и уједначен степен штедње домаћинства. За разлику од англосаксонског, овај модел је остварио уједначеност и истовремену флексибилност на тржишту рада, висок животни стандард, а заснивао се на високом нивоу сарадње између различитих преговарачких група. Разлике које је важно поменути односе се на норвешко богатство у нафти, високу стопу незапослености у Финској и шведску реформу државе благостања у осамдесетим и деведесетим годинама прошлог века.

Приликом поређења различитих економских система немачка социјална тржишна привреда и привреда Француске су у почетку разматране одвојено. Немачка привреда је заснована на тржишним силама и приватном власништву. За њу је карактеристичан и релативно висок ниво социјалне сигурности и прерасподеле. С друге стране, Француска је увела индикативно планирање, начин размене информација, који је добровољан и служи решавању проблема информационе екстерналности што даље доводи до постизања различитих нивоа равнотеже. Релативно велик јавни сектор, развијена држава благостања и преговарања на нивоу индустријских грана и предузећа значајне су карактеристике и француског модела. Однедавно, обе земље показују мање својих изворних карактеристика. Индикативно планирање у Француској је мање моћно (Roesser, 2004), док су у Немачкој усвојене неке суштинске реформе рада (Snower et al, 2009). Ово чини да су обе земље ближе једна другој и пружа нам могућност да њихове привреде сврстамо под тзв. континентално-европски модел (Економист, 2009). Континентални модел је постигао осредње резултате у претходном периоду. Француска је имала нешто више стопе раста у односу на Немачку, али и више стопе незапослености. Обе земље су постигле висок ниво БДП-а, уз истовремено ниску стопу инфлације и, компаративно гледано, уједначенију расподелу дохотка. Оствариле су одмерен буџетски дефицит, али су истовремено акумулирале релативно висок јавни дуг. Може се закључити да је континентални модел још увек прилично слаб у постигнутој флексибилности тржишта рада.

Медитерански модел карактеристичан за земље попут Италије и Шпаније по правилу не може бити посматран као јединствен у већини књига које се баве тематиком компаративне економије. Економије обеју земља су углавном су, због сличности институција најчешће сврставане у оквир континенталног модела. Имају претежно тржишну привреду, засновану на приватној својини и развијеном социјалном систему (нарочито у Италији), што се финансира путем доприноса и прогресивних пореза. Ју-

жњачки менталитет, међутим, утиче на функционисање италијанске и шпанске привреде. Овакво понашање утиче на формирање и спровођење политике државе, где се већа пажња поклања начину на који се ствари обављају, пре него на стварне ефекте који они производе. Из тог разлога у нашој дискусији о утицају кризе на привреде обеју земаља, разумно је користити медитерански модел. Резултати медитеранског модела у последњих десетак година зато нису били баш импресивни. Раст ГДП у Италији био је слаб, инфлациона стопа висока, а држава је имала релативно висок прорачунски дефицит и достигнула огроман јавни дуг. Стопа незапослености је такође висока. С друге стране, највећи проблем шпанске привреде у поменутом периоду је висока стопа незапослености, висока задуженост домаћинства и ригидност тржишта рада. Били су присутни и високи дефицити на текућем рачуну платног биланса који су изравнани високим приливима страних портфолио инвестиција. На другој страни, обе државе су имале висок раст трошкова рада, а стопе раста продуктивности су се зауставиле или чак смањиле (Economist, 2009).

Јапански модел је пример регулисаног капитализма уз значајну улогу индикативног планирања (MITI) и банкарски оријентисаног финансијског система са нагласком на улогу главне банке ("main bank") у финансирању предузећа. Индустријска организација у облику конгломерата ("keiretsu") произвела је различите специфичности на тржишту рада, као што су доживотно запослење, "seniority" систем, итд. Са друге стране, посебности јапанског модела могу се сматрати директне узрочнике велике јапанске финансијске кризе,<sup>7</sup> закаснелих инвестиција у неопипљиви капитал (intangibles), као и стагнацију привредног раста на крају прошлог века. Јужна Кореја, такође, заснива свој развој на конгломератској структури ("chaebols"); стога је индустријска политика значајна. Остваривши брз економски развој, Јужна Кореја приближава се нивоу јапанске привреде, што нам даје прилику да проучавамо обе земље као делове истог модела. У протеклој деценији Јапан је био под утицајем азијске кризе и није успео да се опорави пре него што га је ударио талас друге, глобалне кризе. Бруто друштвени производ био је висок, иако уз ниске стопе раста, а била је присутна и дефлација. Супротно од Јапана, Јужна Кореја је брзо успела да се опорави од азијске кризе. Банке су приватизоване, спуштен је обим и моћ конгломерата, а привреда се отворила ка већој мобилности капитала. Јужна Кореја је у последњој деценији у просеку остваривала 4,4 одсто ра-

---

<sup>7</sup> Krugman говори о такозваном "crony" капитализму. Овај израз представља однос државе према компанијама, поготово у виду одобравања повољних банкарских зајмова са државном гаранцијом, и међусобно уско повезаним предузећима (Krugman, 2009).

ста, као и ниску незапосленост (3,2 одсто), док је имала нешто већи проценат инфлације и ниво неједнакости од Јапана.

У даљем тексту бавићемо се анализом неколико земаља у транзицији, као и земаља у развоју. Почећемо с балтичким моделом (Естонија, Летонија и Литванија), који је пример најлибералније транзиције међу бившим социјалистичким привредама. Следећи Вашингтонски консензус, земље су покушале да створе стабилност и међународно поверење уз помоћ фиксних девизних курсева, врло отвореног трговинског режима, уравнотеженог буџета, ниског пореза и административних оптерећења, као и слабљењем преговарачке моћи синдиката. Наведене карактеристике су омогућиле ефикасно реструктурирање економије путем страних директних инвестиција и брзе приватизације. Поред тога, јефтина радна снага се сматрала за основу постизања компетитивне предности. Три балтичке земље имају сличну економску историју и услед те чињенице достигле су веома сличан ниво привредног развоја. У последњој деценији, нарочито после 2004 и приступања Европској Унији, оствариле су веома високу стопу економског раста, засновану углавном на наглом порасту домаће тражње, расту реалних зарада, кредитној експанзији и великим приливима из ЕУ фондова. Инфлација је била изнад захтева уговора из Мастрихта (осим у случају Летоније), а незапосленост релативно висока. Балтичке јавне финансије су одувек биле јаке. Либерализација финансијских тржишта и тока капитала довела је до значајног степена међународног учешћа и страног власништва. Тржиште рада је остало и даље умерено флексибилно. Све три земље имају висок дефицит текућег биланса и спољни дуг. Модел је у теорији показао брз пролазак кроз транзицију, али до краја периода се показало да има и запажене недостатке.

Земље настале распадом бивше Југославије представљају посебан модел, који можемо назвати модел закаснеле транзиције.<sup>8</sup> Све су, изузев Словеније и Македоније, биле су укључене у међусобне оружане сукобе. У новоформираним земљама важни сектори су и даље у јавном власништву, а држава има велику улогу у целој привреди (бирократија) (Прашникар и сар., 2009). Од свих земаља, Словенија је направила највећи помак и постала чланица ЕУ и ЕМУ. Њено тржиште рада карактерише преговарање, а јаке јавне услуге (као што су образовање и здравство) и прилично развијен систем социјалне сигурности финансира се преко високих доприноса и прогресивних пореза. Споменути систем је у осталим земљама развијен у мањој мери. На почетку новог века новоформиране државе

---

<sup>8</sup> Анализиране земље: Босна и Херцеговина, Хрватска, Македонија, Црна Гора, Србија и Словенија.

су се фокусирале на обнављање својих привреда. Србија, Црна Гора и Босна и Херцеговина су увеле неколико либералних реформи, док су Словенија и Хрватска реформе уводиле постепено. Земље су углавном успеле да стабилизују своје економије, те су стопе раста БДП у последњој деценији прилично високе (Србија је имала највећи раст бруто друштвеног производа од 5,6 одсто). Са изузетком Словеније, висока незапосленост је и даље велики проблем у овим земљама. Неке земље су развиле прилично витку државу (Црна Гора), а већина земаља је постала фискално опрезнија (буџетски суфицит или умерени дефицит) и њихов јавни дуг не прелази критичне вредности. Иако трансформација друштвеног власништва још увек није завршена у свим земљама (Србија и данас има компаније у друштвеној својини, са самоуправљањем), приватизоване компаније се воде профитом као својим циљем. Плате радника углавном се образују на нивоу тзв. алтернативних плата. У иностраним компанијама се насупрот томе наглашавају и плате и запосленост због жеље да се привуку кадрови високог квалитета (који се посматрају као неопипљиви капитал, интангиблес) (Прашникар и сар., 2009). Студија продуктивности у Црној Гори (Кнежевић и сар., 2009) показује да је тотална продуктивност приватизованих предузећа расла у последњој деценији, иако тај раст није одржив. То је вероватно главни разлог због чега све земље имају дефицит биланса текућих трансакција, уравнотежен страним улагањима или додатним спољним дугом.

Земље бившег Совјетског Савеза примењују транзиционе реформе такође са закашњењем. Русија, Казахстан и Украјина имају развијене институције на сличан начин (табела 1) те их можемо анализирати заједно. Након што се распао Совјетски Савез, ступио је период општег нередица. Међутим, Јељцин је политичким преговорима успео да обезбеди јачање институција за развој капитализма и остварење реда до 2000. године. То је нешто што Јакушенко и Тимошенко нису били у стању да ураде, а Назербајев је заменио диктатуру комунистичке партије својом. Током последње деценије Русија, Казахстан и Украјина искусили су висок привредни раст (посебно Казахстан – 9,5 одсто) упркос значајним последицама руске финансијске кризе крајем прошлог века. Ово је било праћено високом инфлацијом и незапосленошћу, као и повећаном неједнакошћу у Русији. Међутим, када погледамо генерални утисак, можемо рећи да је животни стандард у порасту. Међу наведене три, најсиромашнија земља је Украјина, где се велики део становништва и даље бави пољопривредом. С друге стране, компетитивна предност Русије и Казахстана, којој и дугују свој развој, лежи у природним ресурсима, поготово нафти. Све три земље и даље имају скромно развијен финансијски сектор, као и веома нефлексибилно тржиште рада. Што се тиче фискалне политике, биле су до сада

прилично дисциплиноване, делом због слабо развијеног система социјалне сигурности, а делом као резултат пореских вишкова насталих продајом нафте. У складу с тим, Русија и Казахстан су имали знатан буџетски суфицит и релативно низак удео јавног дуга у БДП. И Русија је створила висок суфицит и на свом билансу текућих трансакција, док су Украјина и Казахстан забележили дефиците.

Индија се често класификује као земља у развоју, а Кина као земља у транзицији. Данас обе земље имају неке од важних карактеристика капитализма, те их можемо анализирати заједно. Овај модел капитализма карактерише изузетно јефтина радна снага, веома висока стопа штедње, неразвијено тржиште робе широке потрошње и раст предвођен инвестицијама и извозом. Кина и Индија су усвојиле неке елементе тржишне економије, као што су интеграција у међународну трговину и отвореност за прилив страних инвестиција. Поред тога, комунистичка партија у Кини и касте у Индији које су биле носиоци економске моћи у прошлости и даље имају одлучујућу улогу. Ове две земље су у последњој деценији често биле истицане због свог наглог развитка и импресивних стопа раста. Поред тога, у Кини је економија била релативно стабилна. Све ово је постигнуто високим стопама штедње. Индија, на основу макроекономских показатеља, подсећа на земље у развоју, укључујући и високу стопу неједнакости. По висини БДП-а Индија у великој мери заостаје за Кином. Висок суфицит биланса текућих трансакција код обеју земаља и кретање капитала из земаља у развоју у развијене земље, створили су глобални дебаланс који раније није постојао. Обе земље су акумулирале висок ниво девизних резерви иако је та стратегија у последњој деценији првенствено била одговор на лоше искуство са азијском кризом, те је њихов глобални значај порастао. У Кини и Индији развој финансијског тржишта и тржишта робе и услуга је неопходан за равномерније међународно кретање робе и капитала (Portes, 2009). За обе земље велике изазове у будућности ће и даље представљати сиромаштво, неједнакост дохотка и еколошки проблеми.

## **2.2. Појава глобалне кризе и предузете мере**

Тренутна криза је, за разлику од латиноамеричке, руске или азијске кризе с краја прошлог века, захватила цео свет. Без обзира на то да ли ћемо као узрочнике подразумевати финансијске иновације, похлепу и стварање "балона" на финансијском тржишту и тржишту некретнина (Krugman, 2009), или ћемо за главни разлог сматрати глобалну макроекономску неравнотежу (висока дисперзија рачуна текућих трансакција, "погрешан" правац капиталних токова од привреда у развоју ка развијеним привредама, висока понуда страног капитала у потрази за жељеном профитабилно-

шћу, што је резултирало настанком финансијских иновација у САД-у) (Portes, 2009), можемо тврдити да је криза почела неочекивано и да је доносиоце одлука затекла неприпремљене.<sup>9</sup>

У табели 2. можемо по појединачним земљама видети у ком периоду су се појавили први знаци кризе (колоне 1), када је земља званично ушла у рецесију (колоне 2), највећи негативан раст БДП-а у односу на претходни квартал (колоне 3. и 4) и у односу на претходну годину (колоне 5. и 6). Табела показује да се рецесија званично појавила у трећем или четвртном кварталу 2008. или у првом или другом 2009. године. Занимљиво је да Јужна Кореја никада није била званично у рецесији, јер у два узастопна квартала није имала негативан раст. Приметно је да су дешавања у Америци и Великој Британији имала значајан ефекат на западноевропске земље, док су земље бившег Совјетског Савеза и бивше Југославије упале у рецесију нешто касније.

Интересантна је чињеница да је у већини земаља, највећи негативан раст остварен у првом кварталу 2009. године. У поређењу с кварталима 2008. године, пад у другом кварталу 2009. је за већину земаља већи од оног у првом кварталу. Највећи удар на брутодруштвени производ можемо видети у случају балтичких земаља, као и за нијансу ублаженој верзији, код бивших совјетских земаља. Појединачне земље које се истичу су Словенија, Јапан и Финска. С друге стране, Кина и Индија су једине земље које су успеле да задрже позитиван раст и за време кризе.

Земље су покушале да дају одговор на кризу предузимањем одређених мера које се генерално, могу, поделити у две групе: (1) фискалне и (2) монетарне мере. Земље које су међу првима погођене кризом реаговале су "помагањем финансијског система". Америчка и британска влада су пример за то. Након што се криза проширила и на друге земље, постало је јасно да неће бити ограничена само на финансијски систем. Дакле, владе земаља су увеле пакете мера (углавном у последњем кварталу 2008. године) које су истовремено покушале да побољшају стабилност финансијског

---

<sup>9</sup> Krugman (2009) се пита како је могуће да економисти нису успели да на време предвиде кризу. Swagel (2009), помоћник секретара за економску политику од децембра 2006. до краја Бушове администрације – 20. јануара 2009, за разлику од Кругмана верује да је америчка влада препознала знаке кризе пре него што се она појавила. Међутим, влада није могла одговорити на кризу на прави начин, јер је била ограничена законом, политичком реалношћу (Конгрес има моћ одлучивања), а након слома Lehman-Brothers и AIG и временом. "Одлуке су морале да се доносе брзо, у контексту дешавања на тржишту. Услед временског ограничења, понекад су биле предузете блаже акције. Друге аспекте доношења одлука представљале су самонаметнуте препреке, нпр. константна дезорганизација унутар самог трезора" (Swagel, 2009).

сектора и обезбеде одговарајући ниво ликвидности.<sup>10</sup> У исто време имплементиране су и "кејнзијанске мере" у циљу повећања потрошње.

Табела 2: Подаци о рецесији

	Почетак кризе	Званична рецесија (негативан раст у 2 узастопна квартала)	Интензитет кризе (максималан негативан раст БДП-а)			
			Мин БДП q/q-1	Квартал у коме је остварен мин БДП q/q-1	Мин БДП q/q-4	Квартал у коме је остварен мин БДП q/q-4
Велика Британија	Q3 2007	Q3 2008	-2.5%	Q1 2009	-6.0%	Q2 2009
САД	Q3 2007	Q4 2008	-1.6%	Q1 2009	** -3.8%	Q2 2009
Русија*	Q2 2008	Q1 2009	** -9.1%	Q1 2009	-9.8%	Q1 2009
Казахстан*	Q3 2007	Q1 2009	н/а	н/а	-8.6%	Q2 2009
Украјина*	Q3 2008	Q4 2008	н/а	н/а	-9.3%	Q2 2009
Француска	Q3 2007	Q3 2008	-1.4%	Q1 2009	-3.3%	Q2 2009
Немачка	Q3 2007	Q3 2008	-3.5%	Q1 2009	-7.1%	Q2 2009
Кина*	Q3 2008	н/а	н/а	н/а	6.1%	Q1 2009
Индија*	Q3 2008	н/а	н/а	н/а	4.1%	Q1 2009
Словенија	Q3 2008	Q1 2009	-6.4%	Q1 2009	-9.3%	Q2 2009
БиХ*	Q3 2008	н/а	н/а	н/а	н/а	н/а
Хрватска*	Q3 2008	Q1 2009	н/а	н/а	-7.4%	Q1 2009
Македонија*	Q4 2008	Q1 2009	н/а	н/а	-1.4%	Q2 2009
Црна Гора*	Q4 2008	н/а	н/а	н/а	н/а	н/а
Србија*	Q3 2008	Q4 2008	-2.0%	Q1 2009	-3.5%	Q2 2009
Летонија	Q1 2008	Q2 2008	-11.0%	Q1 2009	-18.7%	Q2 2009
Литванија	Q3 2008	Q4 2008	-10.2%	Q1 2009	-20.2%	Q2 2009
Естонија	Q1 2008	Q2 2008	-6.0%	Q1 2009	-16.1%	Q2 2009
Јапан	Q1 2008	Q3 2008	-3.4%	Q4 2008	-8.7%	Q1 2009
Јужна Кореја**	Q1 2008	/	-5.1%	Q4 2008	-4.3%	Q1 2009
Италија	Q2 2008	Q3 2008	-2.7%	Q1 2009	-6.4%	Q1 2009
Шпанија	Q3 2008	Q4 2008	-1.6%	Q1 2009	-4.5%	Q2 2009
Финска	Q3 2008	Q4 2008	-3.0%	Q1 2009	-9.5%	Q2 2009
Шведска	Q2 2008	Q3 2008	-4.9%	Q4 2008	-7.0%	Q2 2009
Норвешка	Q3 2008	Q2 2009	-1.3%	Q2 2009	** -2.3%	Q2 2009
Данска	Q1 2008	Q4 2008	-2.6%	Q2 2009	-7.2%	Q2 2009

Извори: Еуростат, 2009;

\*Национални заводи за статистику и централне банке;

\*\*ОЕЦД. Квартални национални извештаји, 2009.

<sup>10</sup> Банке и владе већине земаља су приликом увођења мера за одбрану од кризе пратиле Сједињене Државе. Фокус централних банака био је углавном на обезбеђењу адекватне ликвидности, где су краткорочна средства са роком 1-6 месеци представљала највећи проблем (Mizen, 2008).



Табела 3: Предузете мере као одговор на кризу

	Када су предузете прве мере	Монетарне мере				Фискалне мере			
		Осигурање депозита становништва	Гаранције дате привреди и банкама		Докапитализација	Откуп активе	Пореске мере	Владине инвестиције / куповине	
			Нови дуг	Постојећи дуг					
В. Британија	сеп.07	х	х	-	х	Х	х	х	
САД	сеп.07	х	х	-	х	Х	х	х	
Русија	окт. 08	х	х	н/а	х	Х	х	х	
Казахстан	јан.09	х	х	-	х	Х	х	х	
Украјина	нов.08	-	х	н/а	х	Х	х	х	
Француска	окт. 08	х	х	-	х	н/а	х	х	
Немачка	окт. 08	х	х	-	х	Х	х	х	
Кина	сеп.08	х (и)	х	н/а	х	н/а	х	х	
Индија	јан.09	х	х	-	х	Х	х	х	
Словенија	нов.08	х	х	н/а	х (ц)	н/а	х	х	
БиХ	окт. 08	?	(д)	н/а	н/а	н/а	х (д)	х	
Хрватска	окт.08	-	х (е)	н/а	н/а	н/а	н/а	х	
Македонија	нов.08	х	н/а	н/а	н/а	(х)	х	х	
Црна Гора	феб.09	-	х	н/а	н/а	(г)	х	х	
Србија	окт.08	х	х (ф)	н/а	н/а	(а)	х	х	
Летонија	нов.08	х	х	х	н/а	н/а	х	х	
Литванија	феб.09	х	х	х	х	Х	н/а	х	
Естонија	мар.09	х	х	н/а	х	Х	х	х	
Јапан	јесен 08	х	х	н/а	х	Х	х	х	
Јужна Кореја	сеп.08	н/а (б)	х	н/а	х	Х	х	х	
Италија	окт. 08	х	х	-	х	-	х	х	
Шпанија	окт. 08	х	х	-	х	Х	х	х	
Финска	окт. 08	х	-	-	-	-	х	х	
Шведска	сеп.08	х	х	-	х	-	х	х	
Норвешка	окт. 08	-	-	-	-	-	х	х	
Данска	окт. 08	х	х	х	-	-	х	х	

- a) У захтеву за финансирање од ММФ-а Србија је навела да намерава да смањи јавно власништво у финансијским институцијама (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2009/cr0920.pdf>).
- b) Мере нису спроведене до децембра 2008. године.
- c) Словенија нуди зајмове финансијском сектору ([http://www.svrez.gov.si/si/aktualne teme/aktivno\\_proti\\_financni\\_in\\_gospodarski\\_krizi/ukrepi\\_vlade\\_republike\\_slovenije\\_proti\\_financni\\_in\\_gospodarski\\_krizi/](http://www.svrez.gov.si/si/aktualne teme/aktivno_proti_financni_in_gospodarski_krizi/ukrepi_vlade_republike_slovenije_proti_financni_in_gospodarski_krizi/)).
- d) У Босни су повећане акцизе из фискалних разлога ([http://www.javno.com/economy/austerity-measures-taken-in-wake-of-crisis\\_270104](http://www.javno.com/economy/austerity-measures-taken-in-wake-of-crisis_270104)). Поред тога, Босна је одлучила да смањи стопу обавезне резерве на депозите и укине резерву за нове дугове из иностранства (<http://www.oecd.org/dataoecd/30/39/43135418.pdf>).
- e) Хрватска је такође смањила обавезну резерву (<http://www.oecd.org/dataoecd/30/39/43135418.pdf>).
- f) И Србија је умањила стопе обавезне резерве (<http://www.oecd.org/dataoecd/30/39/43135418.pdf>).
- g) Интервенција у сврху спашавања банке (<http://www.oecd.org/dataoecd/30/39/43135418.pdf>).
- h) Трансформација пореских потраживања државе у акције у неким компанијама где влада већ има већински удео ([www.econarm.com/AIPRG\\_2009.../1st.../Marjan\\_Nikolov.ppt](http://www.econarm.com/AIPRG_2009.../1st.../Marjan_Nikolov.ppt)).
- i) Планирано је за 2009. годину

*Извор: Идеја за класификацију и подаци одређених земаља су узети од Jackson, 2009. Користићени су и следећи извори: Asian Development Bank, 2009; Beadle, 2009; Breaking News 24/7, 2009; Centre for European Studies, 2008; China Daily, 2009; DLAPiper, 2009; European Central Bank, 2009; Global Trade Alert, 2009; Government Communication Office, 2009; Government of Montenegro, 2009; Government of the Republic of Kazakhstan, 2009; Government of the Russian Federation, 2009; Haibo and Ying, 2008; HG.org, 2009; IMF, 2009a; International Association of Deposit Insurers, 2009; Reserve Bank of India, 2008; Schich, 2008; Silk Road Intelligencer, 2008; Stratfor, 2008; The Law Library of Congress, 2009; Woodrow Wilson International Centre for Scholars, 2009; World Bank, 2009a; World Bank, 2009b.*

Scheide (2009) наводи да ће државе доделити у просеку 2,8 одсто свог БДП-а у сврху подстицајних мера у 2009. години. Међутим, подаци за појединачне земље се доста разликују: САД 5,6 одсто, Велика Британија 1,3 одсто, Кина 13,1 одсто, Јапан 2,3 одсто, Немачка 2,8 одсто, Француска 0,9 одсто аи Италија 0,2 одсто (Scheide, 2009). Вреди напоменути да су земље ограничене са два фактора потрошње: (1) земље у развоју углавном због стања својих јавних финансија и задужености, (2) развијене земље (углавном чланице ЕМУ) са захтевима за фискалну дисциплину и свакако претходно акумулираним дугом (нпр. Италија, Јапан).

### 2.3. Предвиђања за наредне године

Наставши из *финансијске кризе*, у земљама Г7 светска економска криза је резултирала кризом и у *трговинској мењави*, у остатку света. Стога је будући развој оба наведена сегмента од изузетне важности за глобални

опоравак. Не постоји дефинитиван одговор на питање који фактор ће преовладати. Ако ће ефекат 'трговинске мењаве и поверења' преовладати ефекат "финансијске кризе", трговина ће се брзо опоравити како ће се опоравити тражња и то у периоду од два до четири квартала. Месечни подаци указују да је у другом кварталу 2009. године пад трговине био највећи. Стога можемо очекивати да би се ниво светске трговине могао у том случају вратити до другог или трећег квартала 2010. на онај из другог квартала 2008. (Baldwin, Taglioni, 2009). Међутим, чак и када би се трговинска мењава опоравила, то би било на нижем апсолутном нивоу у односу на период пре кризе (на нивоу 2005. вероватно). С друге стране, ако утицај финансијске кризе у земљама Г7 превада, опоравак ће трајати дуже и спорије. Наиме, истраживања показују да тешка финансијска криза оставља дубок и трајан утицај на цене имовине, производњу и запосленост. Раст незапослености и пад цена некретнина може да се прошири на пет или шест година, респективно. Охрабрује то да пад производње у просеку траје само две године. Закључак је да чак и рецесије изазване финансијском кризом имају свој крај, али готово су неминовно праћене масовним повећањем јавног дуга (Rinhart i Rogoff, 2009). Такође је тачно да власти данас имају више флексибилности и простора за интервенцију, што се може видети у табели 3, као и у пасусима изнад. С друге стране, не би било мудро да мислимо како смо много паметнији од наших претходника.

Поред тога, постоји неколико ризика у вези са светском трговином на које треба обратити пажњу у будућности. Прво, треба решавати глобалну трговинску неравнотежу, јер би њен наставак довео до даљих криза (Bergsten, 2009). Морају да се спроведу структурне промене како у привреди земаља са суфицитом текућег рачуна тако и у земљама са дефицитом (Baldwin и Таглиони, 2009). Друго, државе би требале да избегну увођење протекционистичких мера. Као пример за потенцијалне притиске може бити с једне стране, трговински суфицит у Азији, а са друге, висока незапосленост у Сједињеним Америчким Државама и Европи (Evenett, 2009. и Freund, 2009). У сваком случају, једино што можемо рећи је да су све прогнозе неизвесне.

Како су у односу на те констатације различити модели капитализма које смо анализирали у претходним поглављима погођени кризом и какви су њихови изгледи за будућност? У табели 4. су представљене предвиђене стопе раста за 2009. (колоне 1), 2010. (колоне 2), 2011. годину (колоне 3), као и одговарајућа прогноза за стопе незапослености (колоне 4. и 5). Подаци су углавном преузети из претпоставки ММФ-а из октобра 2009. и сигурно ће се временом мењати, али генерална слика коју можемо видети у табели вероватно неће.

1. Највећи неуспех је претрпео балтички транзициони модел, праћен "бившим совјетским гигантима" и транзиционим моделом земаља бивше Југославије. Победник је кинеско-индијски модел. Такође се очекује да ће англо-саксонски и скандинавски модел пребродити кризу лакше. Јапанско-корејски и континентални модел налази се негде између, а затим следи медитерански модел.
2. Модели су наравно апстракције и у њима постоје земље које се истичу. У постсовјетском моделу, то је Казахстан, у моделу бивше Југославије - Македонија (што се не односи на незапосленост). Јужна Кореја би требало да има већи раст од Јапана, а међу скандинавским земљама Данска и норвешка имају боље изгледе за брз опоравак.
3. Према предвиђањима, балтичке земље, Финска, Словенија, Украјина, Русија, Хрватска, Немачка и Италија ће у 2009. години искусити највећу стопу негативног раста БДП-а, и спорији раст и наредних година. За те земље је заједнички већи удео индустријске производње и извозна оријентација. Наравно, постоје и између оваквих земаља неки изузеци. Јужна Кореја такође има висок удео индустрије у привреди и увелико зависи од међународне трговине, али предвиђања за ову земљу су повољна. С друге стране, Јапан нема висок удео индустријске производње, као ни висок удео извоза, али би требало да оствари ниже стопе раста наредних година.
4. У 2009. години незапосленост ће порастати у свакој од анализираних земаља, а након годину дана у већини земаља стопа незапослености ће бити још виша. Међу земљама са ниском незапосленošћу су Норвешка, Кина и Јужна Кореја. Највећа стопа незапослености ће бити достигнута у неким земљама бивше Југославије.

Сада ћемо ближе размотрити поменуте моделе. Започињемо са балтичким земљама, које су се најлошије показале у време криза, а завршити са кинеско-индијским моделом.

Економска предвиђања за балтичке земље показују прва блага побољшања, не пре 2011. године. Пуцање кредитног балона је Летонију погодило теже него било коју другу земљу, те је резултирало контракцијама у привреди од скоро једне петине и стопом незапослености од 17,4 одсто. Летонија се борила да избегне пад и девалвацију форсирајући болне резове буџета у складу са својих 7,5 милијарди евра ЕУ и ММФ спасавајућих пакета мера. Литванска економија наставља да пати од европске рецесије, кредитног крча и пукотине балона на тржишту некретнина. Дефицит текућег рачуна и бруто спољни дуг су високи. Док Естонија можда пролази боље од Летоније и Литваније, од привреде се и даље очекује да покаже двоцифрену контракцију у 2009. години. Коју су лекцију показале балтичке земље? Либералан модел транзиције открива проблеме одмах када

предности лабористичког модела производње (јефтина радна снага) исчезну, а страна улагања се топе. Пошто прва реаговања на кризу у свету не показују тренд ка националном протекционизму у трговини и финансијама, веома је могуће да ће у кратком року умешаност међународних организација (ММФ, ЕУ) и земаља преговарача бити од велике важности за преживљавање земаља. Дубље реструктурирање је очекивано у будућности, укључујући обнављање потенцијала раста и повећања продуктивности, јачање финансијског система и макроекономске стабилности. Отворенија сарадња између трију земаља у региону и њихових суседа (скандинавских држава и Русије) и могуће прикључење Евро-зони такође би помогло балтичким земљама.

Табела 4: Прогноза стопе раста БДП-а и стопе незапослености

	Прогноза раста БДП-а за 2009.	Прогноза раста БДП-а за 2010.	Прогноза раста БДП-а за 2011.	Прогноза стопе незапосленост и за 2009. (ILO)	Прогноза стопе незапосленост и за 2010. (ILO)
Велика Британија	-4.4%	0.9%	2.5%	7.6%	9.3%
САД	-2.7%	1.5%	2.8%	9.3%	10.1%
Русија	-7.5%	1.5%	3.0%	**6.7%	**6.6%
Казахстан	-2.0%	2.0%	6.0%	**7.5%	**7.0%
Украјина	-14.0%	2.7%	4.0%	**7.5%	**7.5%
Француска	-2.4%	0.9%	1.8%	9.5%	10.3%
Немачка	-5.3%	0.3%	1.5%	8.0%	10.7%
Кина	8.5%	9.0%	9.7%	**4.3%	**4.2%
Индија	5.4%	6.4%	7.3%	н/а	н/а
Словенија	-4.7%	0.6%	3.8%	6.2%	6.1%
БиХ	-3.0%	0.5%	4.0%	**27.0%	**27.0%
Хрватска	-5.2%	0.4%	2.5%	**10.5%	**11.0%
Македонија	-2.5%	2.0%	5.0%	**34.0%	**33.0%
Црна Гора	-4.0%	-2.0%	3.7%	**19.0%	**20.0%
Србија	-4.0%	1.5%	3.0%	**18.0%	**20.0%
Летонија	-18.0%	-4.0%	1.5%	**12.0%	**15.0%
Литванија	-18.5%	-4.0%	3.0%	**8.5%	**13.0%
Естонија	-14.0%	-2.6%	1.4%	**10.5%	**13.0%
Јапан	-5.4%	1.7%	2.4%	*5.4%	*6.1%
Јужна Кореја	-1.0%	3.6%	5.2%	*3.8%	*3.6%
Италија	-5.1%	0.2%	0.7%	9.1%	10.5%
Шпанија	-3.8%	-0.7%	0.9%	18.2%	20.2%
Финска	-6.4%	0.9%	2.0%	8.7%	9.8%
Шведска	-4.8%	1.2%	2.5%	*8.5%	*8.2%
Норвешка	-1.9%	1.3%	1.8%	*3.3%	*3.8%
Данска	-2.4%	0.9%	1.5%	*3.5%	*4.2%

Извор: ММФ Светски економски преглед, октобар 2009;

\*ММФ је користио дефиницију незапослености појединачних земаља уместо дефиниције коју користи ILO; \*\*Wiener Institut für internationale Wirtschaftsvergleiche, 2009.

Након брзог раста у протеклом периоду све три земље (Русија, Казахстан и Украјина) ће у 2009. искусити негативан раст бруто друштвеног производа, поремећај стабилности и повећање незапослености. Оно што имају заједничко је смањење "саггу" финансирања<sup>11</sup> у све три земље, што води ка проблемима у финансирању банака, цене нафте и минерала су пале (Русија и Казахстан), увозна тражња у смислу "terms of trade" се смањила (Украјина), као и домаћа потражња и инвестиције, који су важни фактори раста. Русија и Казахстан користе релативно велике фискалне стимулационе пакете; Украјина се окренула ка ММФ-у за помоћ и остварила двогодишњи станд бу споразум за 16,4 милијарде америчких долара како би се помогло властима да обнове финансијску и економску стабилност. Знаци позитивног раста у другој половини 2009. за све три земље предвиђају да је криза највероватније при крају, а у случају општег побољшања светске економије и бољих извозних могућности у 2010. три земље могу да остваре позитиван раст у 2010. Међутим, питање је да ли и даље можемо говорити о уједињеном пост совјетском моделу, када је реч о овим трима земљама. Криза је показала неке виталне заједничке карактеристике: 1) неразвијеност финансијског тржишта и проблеми који настају након што страни извори финансијских средстава пресуше. Изгледни опоравка ће умногоме зависити од успеха власти у сређивању банкарског система; 2) проблеми извозне индустрије засноване на својој ниској конкурентности; 3) и даља међусобна трговинска зависност између њих и 4) упркос финансијској подршци најефикаснијих сектора, све три земље су предзеле неке протекционистичке мере како би заштитиле своје индустрије.

У вези с постјугословенским моделом поставља се питање шта да раде земље које су некада биле део исте државе, Југославије, те шта у ствари још увек имају заједничко. Словенија је чланица Европске уније и ЕМУ. Хрватска је усред преговора за чланство у ЕУ, а Македонија је на почетку преговора. Остали су предали своје апликације за чланство. Иако се разликују у својим статусима ка приближавању Европи, оне имају нешто заједнички важно. У последњој деценији су све имале веома висок раст са врхунцем у 2007, акумулирајући следеће стопе раста: Црна Гора 10,5 одсто, Словенија 6,5 одсто, Македонија 6 одсто, Хрватска 5 одсто. Међутим, раст је био праћен високим дефицитима текућег рачуна, који се продубио у 2008. (у процентима БДП: Словенија - 6.2. Хрватска - 9, Македонија -13 и Црна Гора - 29). Штавише, земље су се у пуном обиму финансирале

---

<sup>11</sup> "Саггу" финансирање односи се на банковно прикупљање кредита у земљама са ниском каматном стопом (азијске земље) и давање кредита по већим каматним стопама у властитим земљама.

страним инвестицијама и новим задуживањима, нарочито од банака у иностранству (у 2008. ниво нето страних инвестиција у региону Југоисточне Европе је износио 16 процената БДП-а, а у Србији 25 процената БДП-а). Високе стопе раста су такође биле праћене спољним задуживањем (ово важи и за Словенију<sup>12</sup>). Након кризе су изазвани изненадни и екстремни поремећаји извозне тражње (индекс за Југоисточну Европу: 2008. Q1=100, 2009. Q1=77) и смањење страних извора (ниже СДИ и дознаке), проблеми банкарског сектора, као и последично затегнутости финансирање компанија, убрзавајући пад раста још више (за Југоисточну Европу: од +5 одсто у 2008. Q3 до -12 одсто у 2009. Q1). Ово је повећало буџетски дефицит и стопе незапослености (Vole, 2009). Фискални подстицаји су у складу с могућностима малих и отворених земаља, заснованим такође на њиховим достигнутим стопама задужености (у 2008. години 56 одсто БДП за Југоисточну Европу). У наредним годинама Словенија ће наменити највише средстава фискалној потрошњи. Услед нагомиланих проблема неке земље су се већ обратиле ММФ-у за помоћ (Србија и БиХ) а неке се припремају за преговоре са ММФ-ом. Други проблем представља употреба девизног курса као инструмента за повећање извоза у земљама које не користе евро као своју валуту. Уз велик ниво датих кредита, деноминираних у страниој валути (око 75 одсто у региону западног Балкана према ЕУ), оштра депресијација би довела до надувавања дужничког терета (у локалним валутним условима) у подложним домаћинствима и корпорацијама. Пад производње у 2009. ће бити највиши у Словенији (7,3 одсто), следи Хрватска (5,2 одсто). Македонски пад производње (2,5 одсто) у 2009. ће бити најнижи међу постјугословенским земљама. Будућа предвиђања за регион су спор опоравак стопе раста, у пратњи турбуленција у макроекономском окружењу и високој стопи незапослености.<sup>13</sup>

---

<sup>12</sup> Vole (2009) описује механизам спољне задужености у Словенији на следећи начин: "Након што је Словенија ушла у ЕУ и ЕМУ ИИ 2004, конверзија нормалних стопа и растуће капиталистичко тржиште изазвало је миграцију банковних депозита домаћинстава ка (страним) инструментима тржишта капитала, тако да се повећава одлив нето портфолија. Истовремено, обилне (јефтине) понуде кредита подстигну одлив нето директних инвестиција у иностранство. Висок раст спољне тражње и убрзавање (процуцилал) владине потрошње и пореске политике у 2006-2007., гура економски раст преко 5 одсто годишње. То такође, знатно погоршава текући рачун. Ови одливи средстава су углавном финансирани великим нето приливом средстава у виду зајмова од банака. Након 2004. кроз ове канале нето страна задуженост банака је повећана за преко 25 одсто БДП".

<sup>13</sup> ЕБРД (2009) прогнозира оним земљама у транзицији са релативно здравим банкарским системима (Пољска, Албанија, Словачка и Словенија) да ће се брже опоравити. Пијатковски (ЦЕПА, 2009) ставља Словенију међу источноевропске земље, иза Пољске и Чешке Републике, заснованим на њиховим шансама за опоравак. "Словенија ће патити од сна-

Нестанак валутних разлика у прелазу ка ЕМУ, повезан са већом инфлацијом од просечне у ЕМУ, подстакнуо је грађевински балон у Шпанији, који је у кризи пукао. Италијанска економија је такође ушла у период тешкоћа и разочаравајућег раста, много пре него што се хипотекарна криза развила. Дакле, криза је погодила обе земље веома дубоко. У 2009. предвиђено је смањење економске активности у Италији од 5 одсто, док ће у Шпанији пад бити релативно мањи, 3,8 одсто. Слаб опоравак у другој половини 2009. имплицира импулс малог раста кроз 2010. Италијанска влада не подстиче реформе агресивније – питања као што су реформа пензија, школски и универзитетски систем, мере за повећање продуктивности – највероватнији сценарио је да ће се италијанска економија вратити на својих уобичајених један одсто просечног раста после кризе. Поред тога, изгледа за шпански банкарски систем нису најбољи, гледајући на квалитет инвестиција у грађевинарски сектор. И незапосленост проузрокује неколико проблема, тако да је у обема земљама спор опоравак у наредном периоду.

Уз слаб извоз и домаћу потражњу Јапан се у 2009. суочавао са већим падом од Јужне Кореје. Међутим, неочекивано брз опоравак Кине и повећање домаће потражње као последице одрживих финансијских ињекција побољшале су краткорочно економске ситуације у обе земље. Економски опоравак у Јапану ипак може бити само цикличан. Било који значајан раст у извозу биће тешко постићи док се глобални дебаланси не промене током следећих неколико година. Стратешки напори да се појача страна и домаћа потражња су више него потребни. Прво ће највероватније бити експанзија продаје робе и услуга економијама у развоју, нарочито земљама BRIC-а, а као друго, мере у вези са пољопривредом, образовањем и бригом о старима биће изузетно корисне. Неуспех да се економија прилагоди старењу становништва представља значајну баријеру опоравку Јапана и брз економски раст. Са друге стране, извозна потражња је од истоветне важности за опоравак Јужне Кореје и њене економије. С диверзификацијом извозних тржишта и препознавањем производа, који упркос глобалној кризи носе водеће позиције, за сада изгледа да Кореја има користи од кризе.

Од почетка је изгледало да ће криза једва дотаћи Немачку и Француску, јер нису биле тешко заражене од балона на тржиштима некретнина и финансијским тржиштима, али их је у суштини обе погодила. Предвиђа се да ће у 2009. години БДП пасти од пет одсто у Немачкој и нешто изнад

---

жног евра, али профитирати од ниске каматне стопе евро-зоне и лакшег приступа финансирању."



два одсто у Француској. Немачка у много већој мери зависи од извоза и добара, чија се потрошња може одложити, што је чини посебно рањивом. Питање је да ли је повећање оутпута у другој половини 2009. у обе земље одржив. Док су индустријске наруџбине у Француској расле лета 2009, углавном као резултат оштрог повећања наруџбина од земаља Евро зоне, други индикатори, као што је повећање стопе незапослености, не подржавају стабилан пут ка опоравку. У Немачкој, услед слабе експанзије светске привреде, извоз ће се повећати само умереним темпом. Очекује се да ће домаћа потражња такође расти врло споро. Смањење радних места, засновано на смањењу производње, спречено је за сада интензивном употребом краћег радног времена. Да сумирамо, још увек је рано да објавимо да је континентални модел капитализма решио проблеме настале садашњом кризом. Већи су изгледи за неодлучан опоравак.

И Сједињене Државе и Велика Британија су реаговале на кризу агресивно, монетарним и фискалним мерама, дакле најгоре обема земљама је вероватно прошло. Ипак, њихов опоравак ће бити спор. Мере побољшања у индустријској активности могу бити забрињавајуће, с обзиром на личну потрошњу, кључну компоненту финалне потражње. У суштини, досадашња подешавања на тржишту рада су још неадекватна. Стопа незапослености је износила до десет одсто у новембру 2009. и очекује се да ће расти и даље. Ово ће заузврат ставити притисак на потрошњу купаца и заједно са проблемима који проистичу из усклађивања имовинских биланса (утицај понирања берзе и пад стамбених цена ће вероватно повећати штедњу), опоравак Америке ће највероватније бити спор. Слична предвиђања су и за Велику Британију. Поред тога, креатори политике морају да формулишу излазну стратегију из великих монетарних и фискалних олакшица и услед драматичног погоршања јавног дуга. Иако можемо да тврдимо да англо-саксонски модел подстиче предузетништво и иновације у време просперитета, у току рецесије и он изражава пуно нестабилности.

Извозно оријентисане земље у Скандинавији су угрожене од рецесије у спољној потражњи више него друге привреде. Међутим, скандинавске земље су се бориле против кризе веома агресивно с различитим пакетима мера. Финска влада користи 1,7 одсто свог бруто друштвеног производа за подстицаје, Данска се бори са кризом путем разних пакета помоћи, док Шведска добија похвале на свој одговор финансијској кризи. Само је норвешка влада предложила мање промене пореских правила у ревидираном фискалном буџету. Ипак, резултати се разликују међу земљама. Финци следе Швеђане, напомињући да обе земље имају висок ниво извоза у свом БДП-у и висок удео производа с могућностима одгоде потрошње, те су биле тешко погођене колапсом светске трговине. Дански извозници и даље послују добро на својим главним извозним тржиштима, те се пад у

данској економији може приписати углавном слабој домаћој потражњи и клизавости стамбеног тржишта. Норвешка одолева налетима светске економске кризе боље него већина других. Раст незапослености је нарочито забрињавајућ у свим земљама, али пре свега у Шведској и Финској. Изазов како се суочити са растом незапослености ће тестирати кооперативност међу скандинавским земљама, те утицај традиционалних предиспозиција скандинавских економија према инвестицијама у нематеријални капитал (интангиблес) које су се до сада показале успешним.

Кина и Индија су биле далеко од епицентра кризе. Нису биле директно изложене хипотекарним кредитима или неуспешним институцијама, али криза је ипак, погодила обе земље одливом страних инвестиција, падом извоза и смањењем глобалног поверења. Кина је била више погођена од Индије, будући да је њен удео извоза у БДП много већи него у случају Индије. Када се криза пренела на реални сектор, обе земље су прибегле имплементацији стимулативних пакета мера и монетарној експанзији. Кинески подстицајни пакет, отприлике 15 одсто БДП, требало је да буде потрошен током две године, углавном на инфраструктуру. Индијски стимулативни пакет од 4,8 одсто БДП састоји се од инфраструктурних инвестиција, подстицаја извоза и пољопривредних зајмова. У другој половини 2009. резултати мера борбе против кризе су се коначно појавили. Очекује се да ће се раст у тим земљама наставити, не на нивоу пре кризе, али на нивоу који ће у целини бити стимулативан на светску економију. Међутим, постоје одређени знаци да су земље поставиле протекционистичке мере против Кине (Evenett, 2009). Кина је често критикована за проузроковање поремећаја у целокупним индустријама и секторима, нарочито у производњи, те да гура свет у несигурност. Индија изгледа да следи кинеске стопе. Међутим, нико не може осудити њихове намере у жељи да се ослободе сиромаштва и тиме осигурају пристојан живот својим грађанима.

### **3. Искуства Словеније у извозном сектору**

Оно што је ова криза нагласила у Југоисточној Европи јесте постојање крхке политичке равнотеже и зависност развоја од СДИ (страних директних инвестиција) и извоза јефтине радне снаге. Међутим, да би биле конкурентне и успешне на дужи рок, бивше југословенске републике ће морати да промене своје конкурентске стратегије. Како бисмо потврдити ову идеју, представимо случај словеначких извозника и њихово решавање кризе.

Извоз робе и услуга представља око 70 одсто словеначког бруто друштвеног производа. Најважнији извозни сектори су роба широке потрошње (21 одсто), транспортна опрема и машине. Земље у које је Словенија

највише извозила у 2007. су Немачка (18,8 одсто), Италија, Аустрија и Француска. Укупно 72 одсто словеначког извоза обави се на тржишту Европске уније. Последишно, Словенија је веома зависна од економија Европске уније, што је чини изузетно рањивом услед пада потражње и индустријске производње у овим земљама. Штавише, индустријска производња и висок удео производа са могућностима одгоде потрошње је кључни део словеначког извоза. Имајући ово у виду, чињеница је да је Словенија међу оним земљама Европске уније које су искусиле највећи пад у индустријској производњи током тренутне кризе.

Након врхунца кризе у 2009. анкета међу словеначким извозницима<sup>14</sup> је спроведена (Cirman и сар. 2009) не би ли се дефинисало како је криза утицала на њих и које стратегије планирају да усвоје како би обуздали кризу. Испоставило се да је криза снажно погодила словеначке извозне компаније. У септембру 2009. оне у просеку очекују да ће њихов укупан приход опасти за 12 процената у поређењу са 2008, док ће њихов извоз опасти за 15 одсто од 2008. године. Многе фирме тврде да су стварно тешко погођене (врло тешко погођене фирме, 36 одсто узорка) или тешко (погођене фирме, 35 одсто) падом међународне потражње. Трећа група је ипак мање погођена кризом (29 одсто узорка). Врло тешко погођена група очекује 30 одсто смањења извозних прихода, а ВП 10-постотни пад у поређењу са 2008. Већина посматраних компанија сматра да су димензије кризе које су их погодиле последице смањења интернационалне и домаће потражње, затим девизни курс, закаснела плаћања на међународним тржиштима и протекционистичке мере на извозним тржиштима. Међутим, истраживање показује да врло тешко погођене компаније имају мање диверзификован извоз (неколико извозних партнера у Европској унији, посебно у Немчкој,<sup>15</sup> и неколико у бившој Југославији). Напротив, тешко погођене и мање погођене групе имају више диверзификован извоз. У намери да изађу из кризе, словеначке компаније активно покушавају да промене структуру својих тржишта са постојећим сетом производа или лан-

<sup>14</sup> Укупно је 116 компанија у узорку. У 2008. предсатваљале су више од 50 одсто укупног словеначког извоза.

<sup>15</sup> Немачка је, као што смо већ напоменули, и сама увелико зависна од кретања глобалних извозних трендова. Очекује се да ће у 2009. немачки БДП опасти за приближно 5 одсто, извоз за 14 одсто, а производња сектора инвестицијске опреме за 20 одсто. Штавише, ефекти на тржишту рада ће тек доћи, тако да ће стопе незапослености и даље расти у 2010. Предвиђа се да ће потражња за извозом постепено расти, док ће се финансијски и грађевински сектор увелико смањивати (потражња ће бити испод нивоа из 2000). Немачка ће тек у 2013. постићи ниво реалног БДП, који је преовладавао у 2008 (Scheide, 2009).

сирањем нових производа на постојећим тржиштима (уколико заиста имају нове производе). Они сматрају стратегију уласка на нова тржишта у кратком року теже изводљивим. Словеначке извозне компаније су релативно добро упознате с тржиштима ЕУ, бивше Југославије и делимично бившег Совјетског Савеза. Мање су упознате са Индијом, Кином и земљама извозницама нафте, које не укључују земље бившег Совјетског Савеза.

## Закључак

Период пре настанка кризе био је један од најпросперитетнијих периода у историји капитализма.<sup>16</sup> Тачка гледишта да либерални капитализам може да служи развојним потребама већине светске популације је јачала, те су и други почели да моделују себе на основу англосаксонског модела капитализма и његових институција у Сједињеним Америчким Државама и Великој Британији. Међутим, наше анализе различитих модела капитализма су заправо показале да се кинески и индијски модел показао добро пре кризе, као и да је на њу одговорио ефикасно. Најближи следбеници кинеском и индијском моделу су англосаксонски, скандинавски, јапански и корејски, као и континентални модел. Бивше комунистичке и социјалистичке земље заостају, а највише заостају балтичке земље.

Изгледи за већину земаља у годинама које следе јесте да наговештавају спор опоравак. Ово је последица великог колапса светске трговине и бруто друштвеног производа, који успоравају глобалну економију. Кључне тачке колапса трговине и БДП-а су глобално и тренутно преношење фактора страха, појава истовременог шока потражње у БДП-у и трговини, као и смањење производње и трговине у сектору робе са "могућношћу одгоде куповине".

Најважнији закључак изведен из случаја Словеније је да висока зависност од једног извозног тржишта може довести до озбиљних економских тешкоћа, посебно у време криза. Штавише, успех заснован на ниској цени радне снаге, страним инвестицијама и на расту базираном на извозу представља застарелу причу. Тако земље Југо-источне Европе не би требало да остану само јефтине снабдевачи робе и услуга за богати Запад. Радије би требало да теже диверзификацији извозних тржишта и потражи за новим, растућим тржиштима. Штавише, регион би требао да повећа конкурентност и да покаже своју интелектуалну снагу, креативност и иновативност, те тиме привуче већу пажњу. Земље би посебно требало да се фокусирају на нетрговински сектор и инвестиције у неопипљиви капитал (in-

---

<sup>16</sup> Видети, Mussa (2009).

tangibles). Већа конкурентност у нетрговинском сектору и инвестиције у неопипљиви капитал требале би и повећати конкурентност и ефикасност трговинског сектора.<sup>17</sup>

## Литература

1. Asian Development Bank, 2009. "ADB Approves \$500 Million Fiscal Stimulus Loan to Kazakhstan".  
URL: <http://www.adb.org/Media/Articles/2009/12978-kazakhstan-loans-approvals/>.
2. Baldwin, R., 2009. "The great trade collapse: What caused it and what does it mean?". In Baldwin, R. (ed): "The Great Trade Collapse: Causes, Consequences and Prospects". A Vox.EU.org Publication. Centre for Economic Policy Research (CEPR).
3. Baldwin, R. and Taglioni, D., 2009. "The great trade collapse and trade imbalances". In Baldwin, R. (ed): "The Great Trade Collapse: Causes, Consequences and Prospects". A Vox.EU.org Publication. Centre for Economic Policy Research (CEPR).
4. Beadle, S., 2009. "The impact of the financial crisis on the banking sector in transition countries in 2008". Law in Transition. European Bank for Reconstruction and Development.  
URL: <http://www.ebrd.com/pubs/legal/lit09e7.pdf>.
5. Bergsten, C. F. 2009. "The dollar and the budget deficit". In Baldwin, R. (ed): "The Great Trade Collapse: Causes, Consequences and Prospects". A Vox.EU.org Publication. Centre for Economic Policy Research (CEPR).
6. Bole, V. 2009a. "Crisis Fiscal Policy in Small Open Economy; The Case of Slovenia". *Bančni Vestnik* (forthcoming).
7. Bole, V., 2009b. "Slovenija in Jugovzhodna Evropa v 2010". Presented at The Portorož Business Conference in Ljubljana. October 31, 2009.
8. Bornstein, M., 1965. "Comparative economic systems, models and cases". First Edition. Homewood: R. D. Irwin.
9. Boškovska, T., Klanjšek, P., Krklješ, O., Santini, L. and Senčar, M. 2009. "The Former Yugoslav Countries' Model: The Case of Bosnia, Croatia, Macedonia, Montenegro, Serbia and Slovenia". In Prašnikar, J. (ed): How are different capitalist systems coping with the current crisis? Ljubljana: Časnik Finance.

---

<sup>17</sup> Захваљујем Биљани Милутиновић, Дуњи Сантовац и Милошу Тодоровићу, студентима Међународног редовног магистарског програма (ИМВ) Економског факултета у Љубљани, на преводу на српски језик.

10. Braking News, 24/7. 2009. "Treasury says 3 more investment firms approved for toxic asset purchase program".  
URL: <http://blog.taragana.com/n/treasury-says-3-more-investment-firms-approved-for-toxic-asset-purchase-program-186789/>.
11. Casey, T. 2007. "Is Britain a Liberal Economy? British Capitalism in Comparative Perspective." *American Political Science Association* 30. August 2007, Allacademic research,  
URL: [http://www.allacademic.com/meta/p\\_mla\\_apa\\_research\\_citation/2/1/1/9/4/pages211943/p211943-1.php](http://www.allacademic.com/meta/p_mla_apa_research_citation/2/1/1/9/4/pages211943/p211943-1.php).
12. Centre for European Studies, 2008. "Financial Crisis Watch".  
URL: <http://www.thinkingeurope.eu/images/dbimages/docs/Financial-CrisisWatch191108.pdf>.
13. China Daily, 2009. "China to launch deposit insurance scheme next year". URL: [http://www.chinadaily.com.cn/bizchina/2008-12/18/content\\_7319205.htm](http://www.chinadaily.com.cn/bizchina/2008-12/18/content_7319205.htm).
14. Cirman, A., Koman, M., Prašnikar, J., Valentinčič, A. and Voje, D., 2009. "Slovenian exporters in an economic crisis". In Prašnikar, J. (ed): *How are different capitalist systems coping with the current crisis?* Ljubljana: Časnik Finance.
15. Corrado, C. A., Hulten, C. R. and Sichel, D. E. 2006. "Intangible Capital and Economic Growth". *National Bureau of Economic Research Working Paper 11984*.
16. Djankov, S., Glaeser, E., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A., 2003. "The New Comparative Economics". *Journal of Comparative Economics* 31: 595–619.
17. DLA Piper., 2009. "Summary of the Serbian rescue plan to rescue the financial system".  
URL: [http://www.dlapiper.com/files/upload/DLA\\_Piper\\_EMEA\\_Govt\\_Rescue\\_Plan\\_EMEA\\_Govt\\_Rescue\\_Plan\\_Serbia\\_14\\_Nov.PDF](http://www.dlapiper.com/files/upload/DLA_Piper_EMEA_Govt_Rescue_Plan_EMEA_Govt_Rescue_Plan_Serbia_14_Nov.PDF).
18. EBRD. 2009. "Growth in real GDP 2009-2010."  
URL: <http://www.ebrd.com/new/pressrel/2009/091015>.
19. Elliott, J. E., 1985. "Comparative Economic Systems". Second Edition. Belmont California: Wadsworth.
20. European Central Bank, 2009. "Opinion of the European Central Bank of 2 April 2009 at the request of the Lithuanian Ministry of Finance on a draft law on financial sustainability".  
URL: [http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/en\\_con\\_2009\\_32\\_f\\_sign.pdf](http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/en_con_2009_32_f_sign.pdf).
21. Eurostat. 2009. "Real GDP growth rate". URL: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=teina011>.

22. Evenett, S. J., 2009a. "Broken Promises: a G-20 Summit Report by Global Trade Alert". Centre for Economic Policy Research (CEPR). URL: [http://www.voxeu.org/reports/G20\\_ebook.pdf](http://www.voxeu.org/reports/G20_ebook.pdf).
23. Evenett, S. J., 2009. "Crisis-era protectionism one year after the Washington G20 meeting". In Baldwin, R. (ed): "The Great Trade Collapse: Causes, Consequences and Prospects". A Vox.EU.org Publication. Centre for Economic Policy Research (CEPR).
24. Freund, C., 2009. "The trade response to global downturns". In Baldwin, R. (ed): "The Great Trade Collapse: Causes, Consequences and Prospects". A Vox.EU.org Publication. Centre for Economic Policy Research (CEPR).
25. Global Trade Alert. 2009. "Latvia: State aid N 638/2008 Guarantee scheme for banks". URL: <http://www.globaltradealert.org/measure/latvia-guarantee-scheme-banks>.
26. Government Communication Office, 2009. "Slovenian Government actively combats financial and economic crisis". URL: [http://www.ukom.gov.si/en/media\\_room/background\\_information/economy\\_finance/slovenian\\_government\\_actively\\_combats\\_financial\\_and\\_economic\\_crisis/](http://www.ukom.gov.si/en/media_room/background_information/economy_finance/slovenian_government_actively_combats_financial_and_economic_crisis/).
27. Government of Montenegro, 2009. "Economic Policy of Montenegro for 2009". URL: <http://www.gov.me/files/1237897370.pdf>.
28. Government of the Republic of Kazakhstan, 2009. "Statement of the Government of the Republic of Kazakhstan, the National Bank of the Republic of Kazakhstan and the Agency of the Republic of Kazakhstan on regulation and supervision of financial market and financial organizations on main directions of economic policy for 2009". URL: <http://en.government.kz/site/news/012009/04>.
29. Government of the Russian Federation, 2009. "Media Review". URL: <http://www.premier.gov.ru/eng/premier/press/ru/3083.html>.
30. Haibo, Y. and Ying, H., 2008. "Deposit insurance and Banking Supervision in China: The Agenda Ahead". Geneva Papers on Risk and Insurance, Vol. 33, No. 3, pp. 547-565. URL: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1266275](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1266275).
31. Harrison, A., 2006. "International Economic Perspectives." Lecture Programme delivered at the Economic faculty October 2006, Teesside Business School, URL: <http://www.ekf.tuke.sk/files/harrison.doc>.
32. HG.org., 2009. "Cancellation of 13% Import Tax in Ukraine". URL: <http://www.hg.org/article.asp?id=6163>.
33. IMF. 2009. "World Economic Outlook Database". October 2009. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02/weodata/index.aspx>

34. IMF. 2009a. "Republic of Serbia: Stand-By Arrangement-Second Review Mission, Aide Memoire". URL: <http://www.imf.org/external/np/ms/2009/090109.htm>.
35. International Association of Deposit Insurers. 2009. "Deposit Insurance Coverage". URL: [http://www.iadi.org/docs/IAD\\_Coverage\\_Limit\\_Guidance\\_Paper\\_August\\_10\\_2009-For\\_website\\_public\\_consultation.pdf](http://www.iadi.org/docs/IAD_Coverage_Limit_Guidance_Paper_August_10_2009-For_website_public_consultation.pdf).
36. Jackson, J. K., 2009. "The Financial Crisis: Impact on and Response by The European Union". Congressional Research Service Report for Congress. URL: <http://www.fas.org/sgp/crs/misc/R40415.pdf>.
37. Knežević Cvelbar, L. Koman, M., Lojpur A. and Prašnikar, J. 2009. "Ownership and management change effects on productivity of Montenegrin firms." Faculty of Economics. Ljubljana.
38. Krugman, P., 2009b. "How Did Economists Get It So Wrong?" URL: - <http://www.nytimes.com/2009/09/06/magazine/06Economic-t.html>.
39. Krugman, P., 2009a. "Money for Nothing." URL: <http://www.nytimes.com/2009/04/27/opinion/27krugman.html>.
40. Marrano, M. G. and Haskel, J. 2006. "How Much Does the UK Invest in Intangible Assets?". Queen Mary, University of London, Department of Economics: *Working Paper 578*.
41. Mizen, P., 2009. "Understanding the Financial Crisis 2007-2009." Centre for Finance and Credit Markets, University of Nottingham.
42. Mussa, M., 2009. "World Recession and Recovery: A V or an L." Paper presented at the fifteenth semiannual meeting on Global Economic Prospects, April 7, 2009.
43. O'Rourke, K. H., 2009. "Government policies and the collapse in trade during the Great Depression". In Baldwin, R. (ed): "The Great Trade Collapse: Causes, Consequences and Prospects". A Vox.EU.org Publication. Centre for Economic Policy Research (CEPR).
44. OECD. 2009. "Quarterly National Accounts". January 2010. URL: <http://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=350>.
45. Piatkowski, M., 2009. "After the Rebound: What next?". Center for European Policy Analysis. URL: [http://cepa.org/ced/view.aspx?record\\_id=199](http://cepa.org/ced/view.aspx?record_id=199).
46. Portes, R., 2009. "Global Imbalances." In Dewatripont, M., Freixas, X. and Portes, R. "Macroeconomic Stability and Financial Regulation: Key Issues for the G20". Centre for Economic Policy Research (CEPR). URL: <http://www.voxeu.org/reports/GTA2.pdf>.
47. Prašnikar, J., Domadenik, P. and Koman, M. 2009. "Behavior of Firms in Macedonia, Montenegro and Slovenia after Desintegration of Former



- Yugoslavia." Paper presented at the 2009 Conference on Comparative Analysis of Enterprise Data, Tokyo, October 2-4, 2009.
48. Prašnikar, J., Redek, T and Koman, M. 2009. "How are different capitalist systems coping with the current crisis?" In Prašnikar, J. (ed): How are different capitalist systems coping with the current crisis? Ljubljana: Časnik Finance, pp. 9 – 42.
  49. Reserve Bank of India. 2008. "Financial Stability". URL: <http://www.rbi.org.in/scripts/PublicationsView.aspx?id=10938>.
  50. Reinhart, C. M. and Rogoff, K. S., 2009. "The Aftermath of Financial Crisis". *American Economic Review* 99 (2): 466-472.
  51. Rose, A. and Spiegel, M., 2009. "Searching for international contagion in the 2008 financial crisis". Vox.EU.org. URL: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/4043>.
  52. Rosser, J. B. and Rosser, M.V. 2004. "Comparative Economics in a Transforming World Economy". Second Edition. Cambridge, Massachusetts: *The MIT Press*.
  53. Roubini, N., 2009. "2009 Q4 Global Outlook". Roubini Global Economics. URL: <http://www.roubini.com/analysis/84067.php>.
  54. Scheide, J., 2009. "The German Economy in 2010 –Outlook and Policy Challenges". Kiel Institute for the World Economy. Presented at The Portorož Business Conference in Ljubljana. October 31, 2009.
  55. Schich, S., 2008. "Financial Crisis: Deposit Insurance and Related Financial Safety Net Aspects". OECD. URL: <http://www.oecd.org/dataoecd/36/48/41894959.pdf>.
  56. Silk Road Intelligencer, 2008. "Kazakhstan's financial authorities increased retail deposit insurance". URL: <http://silkroadintelligencer.com/2008/10/16/kazakhstans-financial-authorities-increased-individual-retail-deposits/>.
  57. Snower, D., Brown, A. and Merkl, C. 2009. "Globalization and the Welfare State: A Review of Hans – Werner Sinn's Can Germany be Saved". *Journal of Economic Literature* 17 (1).
  58. Stratfor, 2008. URL: [http://www.stratfor.com/memberships/125947/analysis/20081024\\_financial\\_crisis\\_russia](http://www.stratfor.com/memberships/125947/analysis/20081024_financial_crisis_russia).
  59. Swagel, P. 2009. "The Financial Crisis: An Inside View". *Brookings Papers on Economic Activity: Conference Draft*.
  60. The Economist, May 9<sup>th</sup>, 2009.
  61. The Law Library of Congress. 2009. "Financial Stimulus Plans: Recent Developments in Selected Countries". URL: [http://www.loc.gov/law/help/financial\\_stimulus\\_plan.php#Russian](http://www.loc.gov/law/help/financial_stimulus_plan.php#Russian).
  62. Wiener Institut für internationale Wirtschaftsvergleiche. 2009. "wiiv Forecast for Central, East and Southeast Europe, Kazakhstan and China:

- Differentiated Impact of the Global Crisis". URL: [http://www.wiiw.ac.at/df/FC3\\_presse\\_eng.pdf](http://www.wiiw.ac.at/df/FC3_presse_eng.pdf).
63. Woodrow Wilson International Centre for Scholars, 2009. "Ukraine, Dealing with the Financial Crisis". URL: [http://www.wilsoncenter.org/index.cfm?topic\\_id=1424&fuseaction=topics.event\\_summary&event\\_id=516156](http://www.wilsoncenter.org/index.cfm?topic_id=1424&fuseaction=topics.event_summary&event_id=516156).
64. World Bank, 2009a. "Banking Sector Support Loan for \$2 billion". URL: <http://www.worldbank.org.in/WBSITE/EXTERNAL/COUNTRIES/SOUTHASIAEXT/INDIAEXTN/0,,contentMDK:22322363~pagePK:141137~piPK:141127~theSitePK:295584,00.html>.
65. World Bank, 2009b. "Blanket Guarantees. Necessary during the crisis, - but what next?". URL: <http://rru.worldbank.org/documents/CrisisResponse/Note4.pdf>.

# ИМА ЛИ НАДЕ ЗА МЕНАѢЕРСКИ КАПИТАЛИЗАМ

## IS THERE HOPE FOR MANAGERIAL CAPITALISM

Анђелко С. Лојпур\*

*"Мјењати се значи напредовати!  
Бити савршен значи мјењати се често!"*  
В. Черчил

### Резиме

У вријеме турбуленције, брзих промјена и глобализације бизниса, на значају све више добија улога лидерства у процесу креирања конкурентске предности организације. У основи, овај рад се бави проблемом глобалне економске кризе, а потом се фокус наше пажње усмјерава на улогу лидерства у процесу управљања кризом.

**Кључне ријечи:** глобална економска криза, менаѢмент, промјене, лидерство, криза, конкурентска предност.

### Summary

In the time of turbulence, fast changes and globalization of business, leadership are becoming increasingly important in creation and keeping organization's competitive advantage. On the basis, this paper deals with problem of the global economic crisis, and after that our attention focus is at the role of the leadership in the management crisis process.

---

\* Др Анђелко С. Лојпур, редовни професор, Економски факултет Подгорица

**Key words:** global economic crises; management; change, leadership, crises, competitive advantage

## Уводне напомене

У функцији потпунијег разумијевања онога што сматрамо нужним, а тиче се промјењене улоге менаџмента и важеће организационе парадигме, пођимо од једног, својевременог става Рокфелера: *"Организација је систем који има сопствену логику, која се заснива на традицији и инерцији. Она је на добром правцу ако се ствари раде на провјерен и опробан начин, а не ако се ризикује и проналазе нови пословни путеви."* Тешко је повјеровати да би се Рокфелер, вођен таквим размишљањем, данас обогатио.

Нема дилеме да нас изнова походе авети велике депресије 30-тих година прошлог вијека. Свјетска привреда је у посљедњих стотињак година пролазила кроз различите периоде успона и падова, с тим да су понекад, као 1930. године, ти падови имали карактер свеопште депресије са катастрофалним посљедицама на глобалном нивоу. За данашњу економску кризу скоро да су неподидјелена мишљења да може имати још веће размјере и негативне посљедице него она из тридесетих година. Разлога за доста песимистичка очекивања треба тражити у превеликој зависности и осјетљивости националних економија од глобалних економских токова, постојања и разних видова условљавања која долазе од наднационалних и економских центара моћи, те евидентне "несвршености" институција и механизма глобалног финансијског тржишта. Додају ли се претходном превелика очекивања великих и малих играча од успјеха на берзама, затим испољена похлепа и грамзивост која временом не јењава, не треба да чуди што се велики број компанија, али и читавих држава већ нашао, или се налази, на прагу истинског економског и општег краха.

У данашњем свијету у коме је промјена једина константа, а криза постала лакмус за провјеру успјешности, способних појединаца је мање него капитала, у прилог чему говоре доста скромни ефекти издашне државне помоћи (Конгрес) водећим америчким компанијама. Данашње компаније ако желе да опстану, требају другачије менаџере, оне који знају изнаћи стратешку иновацију, који његују предузетнички начин размишљања и који имају вјештине и знање како водити компанију у глобалном свијету, а то су лидери<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> За нови профил приоритетних кадрова залаже се и нова шефица дипломатије ЕУ, К. Ештон: "Потребни су нам људи који могу не само да говоре, него и да слушају друге, па и да иза сцене дјелују као и на њој...тако да се створи мрежа најталентованијих, из свих чланица ЕУ, који ће радити у заједничком интересу"; Тајмс; Политика, 03. јануара 2010.

## 1. Неолиберализам између теоријских и практичних контроверзи

Питање која смо поставили непуну годину прије, а која нису ништа изгубила на актуелности, више-мање, пред све креаторе економске политике и владе подједнако - како водећих економских сила, тако и сиромашних земаља јесте: Да ли ће неслућени вртлог на Волстриту значити и дефинитивни слом идеологије о свемоћи идеологије "невидљиве руке", која на тржишту уређује све за добробит свих? Да ли ће тај, сада већ евидентан пораз значити крај политике економског неолиберализма, тј. онога што се зачело "реганомиком", а своју копију продужило у ери "тачеризма"? Да ли је споменути идеолошки образац био погрешан, или, ако није: зашто су свјетски, тј. "финансијски полицајци", оличени у ММФ-у и Свјетској банци" били доста пасивни, или се то може објаснити њиховом немоћи као посљедицом стања у коме је финансијска глобализација надрасла институције које је требало да је регулишу? У наредном дијелу рада презентираћемо неколико ставова познатих економских мислитеља, који су било својим истраживањима, или свакодневним чињењима значајно определијелили досадашње, али и упућују на нове развојне обрасце савремене економије:

1. "Превирања на тржиштима, брзе игре инвеститора, изненадни успони, падови и премештања фабрика, масовне миграције радника у потрази за бољим пословима или за ма каквим послом, дакле, призори у којима је оличена енергија капитализма превладавали су у деветнаестом и почетком двадесетог вијека, што је Ј.Шумпетер овековјечио чувеном синтагмом "*креативна деструкција*"<sup>2</sup>
2. "Револуције у политичком свету које су изазвали Реган и Тачер биле су праћене и подржаване променљивим интелектуалним токовима који су пореметили жељену равнотежу између држава и тржишта у корист другог. Економско планирање изгубило је наклоност и у развијеном и у мање развијеном свету и било је замењено снажним наглашавањем слободног тржишта и глобалне економске интеграције. Наоко чудесан раст извозно оријентисаних источноазијских земаља као што су Јужна Кореја, Тајван и Хонг Конг појачао је овај интелектуални тренд". Проблем, како истиче Фукујама, с повратком на економску ортодоксију није био у томе што су темељне идеје биле погрешне<sup>3</sup>..

<sup>2</sup> Сенет, Р. *Култура новог капитализма*. Београд: Архипелаг, 2007, стр.19.

<sup>3</sup> Видјети детаљније: Фукујама, Ф. *Америка на прекретници: демократија, моћ и неоконзервативнозавештање*. Подгорица: ЦИД, 2007, стр. 99.

3. "Невидљива рука" А.Смита ослобађа појединца од моралних и социјалних појединачних и општих обзира, увјеравајући нас да управо тако доприносимо благостању заједнице као цјелине. Предмет економског истраживања се своди на понашање појединца као *homo economicus*, стожер система економских вриједности постаје "општа равнотежа", за коју се сматра да карактерише цијелу привреду, док се за савршену конкуренцију каже да дефинише најбољи могући, а не само стварни свијет. Овакав модел функционисања тржишта<sup>4</sup>, не само да је крајње поједностављен, постао је главна идолошка водила економских политика у форми неолибералног приступа.<sup>5</sup> Како даље истиче споменути аутор, утемељена на опусу А.Смита, Мисеса, Коаса, Фриедмана и др., ова се данас *mainstream економска парадигма* заокружује на концепту по коме тржишној приватној привреди није инхерентна нестабилност, као што су тврдили марксисти и кејнзијанци, већ је нестабилност искључиво везана за инхерентно лоше државно управљање привредом, а крајња идејна консеквенца гласи: приватна својина и "free market" су извори економског раста.
4. "Током тридесетих година велики дио ресурса капитализма није уопште кориштен. Кејнесова дијагноза је гласила да се ради о дефекту усађеном у самом механизму, чиме је створен изузетак удобном правилу да сваки појединац, тежећи побољшању сопственог положаја, чини добро и заједници. Цела врло сложена структура метафизичког оправдања профита отишла је у ваздух оног момента када је он указао да капитал доноси принос не зато што је продуктиван, већ зато што је оскудан."<sup>6</sup>
5. Процес приватизације у источноевропским земљама ослањао се у значајној мјери на неолибералну визију економског раста, стабилности и демократије, што је подразумијевало прихватање општенаметеног обрасца отворене економије, до које се долази брзом приватизацијом. Овдје је најчешће политчка олигархија у бившим социјалистичким земљама аминувала оно што су заговорници економског либерализма тражили, тако да смо у свјетску финансијску кризу упали без "наше" кривице.

---

<sup>4</sup> Х. Минску га назива "моделом сеоског вашара".

<sup>5</sup> Видјети детаљније: Хоцић, К. Теоријске контроверзе економије неолиберализма.// *Економска ревија*. 2(2003), стр. 80-81.

<sup>6</sup> Робинсон, Џ. *Економска филозофија*. Београд: ИИЦ, 1981.

6. "Капитализам је рођен без срца, а за ту болест нема лијека", истиче нобеловац А.П.Ескивел. При томе, како наглашава исти аутор, "већина људи живи у сиромаштву, а танка мањина у великом богатству и зато се мора пронаћи други пут за рјешавање кризе. У Латинској Америци државе нису сиромашне – оне су намјерно осиромашене, као што је и читав афрички континент осиромашен<sup>7</sup>".
7. Вриједан пажње одговор у свега неколико реченица дао је давне 1934. године економско-финансијски лаик – Алберт Ајнштајн. "Од двојице индустријалаца који производе исту робу, под иначе истим другим условима, јефтину робу може произвести онај који запошљава мање радника, то јест којем поједини радник ради толико дуго и интензивно колико то дозвољавају природне физиолошке границе човека. Али то води у пад продаје и зараде. Предузећа финансијски пропадају. Наступа ново повећање незапослености и смањење поверења у предузећа, а тиме и суделовање јавности у капиталу посредничких банака. На крају банке постају инсолвентне због наглог повлачења улога и точкови економије се потпуно заустављају", писао је Ајнштајн и тврдио: "У једноме се осећам сигурним – исти онај технички напредак који би сам по себи био позван да са људи скине велико бреме рада за одржавање живота, главни је узрок садашње беде."

*Дакле, питање и даље остаје отворено; зашто је, заиста, и гдје, нестао новац кога ни до кризе није било довољно за нормалан живот и све апетите који су подгријавани илузијом како свако може бити предузетник и остварити "амерички сан" свуда у глобално тријумфалистичком свијету либералне демократије?*

Правог одговора за сада нема, очито да смо и даље разапети унутар праве џунгле бројних теоријских, међусобно контраверзних ставова, посебно ако би прихватили да "нема ништа практичније од добре теорије", тако да би се тешко могло казати да смо коначно пронашли прави пут. Уједно, бар по нама, као неспоран намеће се закључак да је епицентар кризе и даље у САД, која је несумњиво у протеклом вијеку била чвориште глобалног капитала и оличење моћи и домета капитализма. Отуда су данас јако гласни и бројни заговорници тезе да неолиберална економија, у чијој се основи налази став да држава нема шта да тражи у економији, одлази на ремонт, а са њом, вјероватно, и идеолошка премоћ капитализма, оличена у САД-у.

---

<sup>7</sup> Вид. шире, "О капитализму без срца и демократија са исламом", Политика, 11. децембар, 2008.

На крају, у функцији потпунијег појашњења нашег става о "несавршености" либералног концепта вриједи навести изјаве чувене антиглобалисткиње Н.Клајн и познатог економисте Ј.Стигилица који тврде да садашња економска криза за неолиберализам представља исто оно што и рушење Берлинског зида за комунизам. Суштину неолиберализма Стигилиц је објаснио на следећи начин: *"То није било слободно тржиште, него корпоративна социјална помоћ која је брањена језиком економије слободног тржишта"*. "Дакле, крах берзе, крах банкарског система, крах трговине некретнинама, није резултат дјеловања слободног тржишта и од њега дистанциране државе. Напротив, америчка држава је радила супротно: својом интервенцијом на тржишту је штитила одређене интересне групе, као што је одређивала неравноправна правила пословања на међународном тржишту, драстично смањивала порезе за велике корпорације, али не и за грађане и сл., што је све, узето скупа, у супротности са основним постулатима либералне економије."<sup>8</sup>

## 2. Криза менаџмента - "куване жабе" или "синдром дагње"

*"Већина америчких бизнисмена су куване жабе<sup>9</sup>. У води су. Температура воде се мијења. Они то не осјећају и настављају да пливају у круг. Не знају да реагују на промјене."* Наведена изјава стара је бар коју деценију, дакле потиче прије текуће економске кризе. О чему се овдје стварно ради и на чему је базиран овај став?

Спустите живу жабу у лонац пун воде загријане на 80°C. Жаба ће искочити из воде, а да нијесте ни трепнули! Спустите другу жабу у лонац пун воде на собној температури. Жаба ће пливати у круг. Ако температуру воде дижете за један степен сваких пола сата, жаба ће остати у води и пливати у круг све док не буде скувана. Зашто? *Зато што жаба није у стању да осјети промјену средине!*

Слично претходно саопштеној поуци, припроста дагња мора донијети само једну одлуку од есенцијалног значаја у њеном животу, а то је гдје ће се смјестити, а након тога причврсти своју главу за стијену и ту остаје до краја живота. Ако менаџери, боље рећи они који воде предузеће имају овакву особину, тј. пате од "синдрома дагње", онда се може очекивати неповољан коначан учинак, посебно у дугом року. Синдром дагње је

---

<sup>8</sup> Видјети детаљније: Павковић, З. Карл Маркс по други пут у лектири.// *Политика*, 20. децембар 2008, стр.2.

<sup>9</sup> Х. Хаас; Професор лидерства и стратегије на University of Chicago Graduate School of Business *"Лидер у сваком од нас"*.



уобичајен у животу компанија. Тако, најблаже речено, звучи зачуђујуће да је оснивач Digital Equipment Corporation, Кенетх Олсон године 1977. дао следећу изјаву: "Нема разлога да појединац има рачунар у своме дому", а у међувремену га је тржиште које се мијењало, престигло.

Табела 1. Највећи банкротсви америчких компанија

КОМПАНИЈА	ДАТУМ БАНКРОТА	ВРИЈЕДН. У МЛРД. USA \$
UNITED AIRLINES	9. децембар 2002.	25,2
PACIFIC GAS AND ELECTRIC	6. април 2001.	29,8
GLOBAL CROSSING	28. јануар 2002.	30,2
REFCO	17. октобар 2005.	33,3
FINANCIAL CORP OF AMERICA	9. септембар 1988.	33,9
TEXACO	12. април 1987.	35,9
CONSECO	18. децембар 2002.	61,4
ENRON	2. децембар 2001.	63,4
WORLD.COM	21. јул 2002.	103,9
LEHMAN BROTHERS	15. септембар 2008.	639,0
УКУПНО	-	1.056,0

Табела 2. Највећи губитаки са листе "Фортуне 500" у 2008. години

КОМПАНИЈА	"ФОРТУНЕ 500" - РАНГ	Губици (\$ мил. USA)
AMERICAN INTERNATIONAL GROUP	245	99,289.0
FANNIE MAE	112	58,707.0
FREDDIE MAC	220	50,119.0
GENERAL MOTORS	6	30,860.0
CITIGROUP	12	27,684.0
MERRILL LYNCH	150	27,612.0
CONOCOPHILLIPS	4	16,998.0
FORD MOTOR	7	14,672.0
TIME WARNER	48	13,402.0
CBS	186	11,673.4
FREEPORT-McMORAN COPPER & GOLD	146	11,067.0
DELTA AIR LINES	111	8,922.0

Чувени слоган Х. Форда: "Било која боја, докле год је црна", у почетку је био сасвим визионарски јер је креирао производну линију и омогућио америчким грађанима јефтине аутомобиле масовне производње. Међутим, десила се промјена; укусу потрошача је постао софистициранији. Временом, Фордова слијепа усредсређеност на један модел и ослањање на концепт масовне производње. иако се у почетку показала као бриљантан

потез, постала је његова Ахилова пета. Док се Форд чврсто држао једне формуле, и неспреман да се прилагоди промјенама, изгубио је двије трећине тржишта којег је преузео Џенерал Моторс. Форд није могао прихватити чињеницу да потрошачи радије одлазе негдје код других, једнако као што није прихватио потребу за промјеном<sup>10</sup>. У табелама 1. и 2. даје се преглед највећих банкрота у САД и компанија са листе "Фортуне 500", највећих губиташа у 2008. години.

Дакле, вјерујемо да смо овим приложили довољан број "доказа" у прилог тези да би претходно постављени наслов могао да гласи *"неужност напуштања постојеће менаџмент парадигме"*, или нпр. *"зашто је менаџмент у већини предузећа тако мало урадио на превладавању кризе"*, све то, наравно, под условом уколико имамо озбиљне намене да се позабавимо постојећом кризом.

Иначе, кризом се у организацији, по правилу, означава догађај с потенцијално негативним исходом у погледу могућности испуњења њених циљева. Најчешће то значи да се већ десило нешто непожељно и неочекивано, и највјероватније је да смо то могли предвидјети, али из неких разлога нисмо видјели или хтјели да то прихватимо. У пракси се дешавају сљедеће комбинације: или смо превише самозадовољни, или/и нешто игнорисамо или/и се дешава криза. У крајњем, то значи да не схватамо шта се догађа, тј. да не владамо нити својом компанијом, нити тржиштем. Такво понашање менаџмента доводи у питање и онемогућава нормално пословање и, у најгорем случају, представља директну пријетњу опстанку организације. Н.Османгић истиче да "криза значи прелом, пролазно тешко стање у сваком природном, друштвеном и мисаоном процесу". Према истом аутору криза се дефинише као "...непланиран и нежељен процес ограниченог трајања и могућности утицаја који штети примарним циљевима, с амбивалентним исходом" (Н. Османгић). Будући да криза најчешће погађа корпорације, у том смислу се под корпоративном кризом подразумевају непланирани и непожељни догађаји и процеси, по правилу ограниченог трајања и могућности утицаја менаџмента с амбивалентним исходом. У оквиру овог рада криза се поима као добар разлог да се ствари мјењају.

Данас генерални директори, предсједници компанија и сл., морају постати "главни глумци" и живјети улогу лидера. У том смислу поучна је изрека J. Welchа када су у питању неке од тема које види као критичне у

---

<sup>10</sup> Према писању The Wall Street Journalа, број америчких предузећа која су поднијела захтјев за стечај у прва три мјесеца ове године био је за чак 50 посто већ у односу на исто раздобље 2008. године. Талас стечајева подстаккао је CNBC да састави листу десет највећих америчких банкрота свих времена, а као мјерило је узета вриједност имовине компаније прије слома, па прво мјесто чврсто држи Lehman Brothers.

будућности: "Организација без будућности је организација чије је лице окренуто према генералном директору, а стражњаци према купцу". Данашње вође не би смјеле (требале) да гледају у огледало, они би требали да гледају кроз прозор, јер само ако су усмјерени према вани могу остати близу своје базе – купаца<sup>11</sup>.

Све потенцијалне предности које предузеће у процесу функционисања може да ефектуира могу бити поништене уколико његова управа није пронашла формулу успјеха, тј. уколико је неспособна. Предузеће, како је то већ давно истакао Р. Drucker, једва може бити боље него што је његова управа. Једини избор који стоји пред управом предузећа јесте да ли свој посао ради добро или лоше. Не може се избјећи задатку, истиче Р. Drucker.

Комплексно окружење не тражи нове теорије, већ људе који знају размишљати стратешки и то провести у дјело. Када је почетком 90-их година прошлог вијека L. Gerstner дошао на чело IBM-а, највеће свјетске компјутерске компаније, многи су се питали како то да није водећи експерт за рачунаре! У свом наступу он је сарадницима рекао да ништа не зна о рачунарима..., његов посао ће бити да их води у новом смјеру, научити их о пословној стратегији, тржишту, бољем тимском раду, бољој организацији... Додао је да компанија није у невољама јер не зна производити рачунаре, него је у кризи јер је изгубила визију, мотивацију, има лошу организацијску културу и недовољно поштује своје купце! Тако, нпр. јапанска искуства показују да су јапанску привреду у свијет успјеха увеле не само квалитетне пословне стратегије, већ, прије свега, пословни стратези, дакле људи свјезих идеја и иновативног духа. Многи власници и менаџери често и веома скупо плаћају касну спознају да успјех предузећа зависи, прије свега, и највише, од њих самих.

Међутим, да проблема имају и други, па и они највећи, показује пријер када су амерички менаџери почетком осамдесетих година опсједнути проблемима стагнације америчких компанија, пожурили да проуче и усвоје праксу јапанског менаџмента. Иако и нама та задаћа предстоји то не треба да нас обесхрабри, с тим да ми немамо традицију на коју би могли да се вратимо и ослонимо док тражимо нове и успјешније моделе.

Посматрано из угла менаџерске улоге у савременим корпорацијама, када се ради о менаџменту у домаћим оквирима, сматрамо га значајним управо зато што многим недостaje. По нама, глобална оцјена о менаџменту могла би да гласи да је још увијек ријеч о непрофесионалној дјелатности за коју се најчешће не зна ни коме "припада" у предузећу. Дакле, ради се о правој кризи менаџмента коју економска криза, због несхватања

---

<sup>11</sup> Кетс де Врис, М. *Тајна вођства*. Загреб: Профил интернационал, 2009, стр. 83.

њене суштине, додатно поспјешује. У том смислу, неке од најчешће испољених слабости у раду управе које се директно тичу квалитета менаџмента и корпорацијског управљања, и које су се у протеклом периоду манифестовале у раду управе предузећа су:

- тешко се у домаћој "свијести" пробија спознаја да менаџмент има карактер тзв. "меке варијабле", односно да су вјештине из менаџмента и предузетништва много оскуднији ресурс него што је капитал<sup>12</sup>;
- улога менаџмента се у домаћим оквирима још увијек погрешно доживљава, најчешће као продужетак "самоуправног руковођења";<sup>13</sup> или, боље рећи, није се десила тзв. "менаџерска револуција" и сл., што додатно умањује крајњи учинак менаџера;
- подједнако, како у теорији тако и у пракси, у поимању менаџмента значајно заостајемо за земљама тржишне привреде, појам и знање менаџера се није усталило, сам појам је преузет из неких других области и попримио је вулгаризован карактер;
- нова класа предузетника која "купује" предузећа не располаже потребним знањима и вјештинама из менаџмента и предузетништва, више се ослањају на "неменаџерске" факторе, боље рећи још смо далеко од конкурентности владавине најспособнијих појединаца, а став о о успјешном менаџеру као вјештом преваранту је неријетко доминантан;
- споро заживљава тзв. стејкхолдерски концепт, тако да данашњи менаџери лебде негдје између некадашњих директора неограничених привилегија и интереса новог власника;
- није дошло до потпуног раздвајања власничке, надзорне и извршне функције, при чему се менаџмент неријетко јавља и као највећи акционар; присуство вањских чланова управе се своди на пуко статистирање и сл.
- структура власништва омогућује менаџерима да занемарују интересе власника,
- не функционише тржиште тзв. корпорацијске контроле; и када доносе лоше одлуке које резултирају негативним финансијским посљедицама, због недостатка функције контроле менаџмент ријетко бива замијењен бољим;

---

<sup>12</sup> Ради се о властитом ставу аутора који се темељи на налазима Т. Peters-a и Waterman-a, односно моделу "7C";

<sup>13</sup> Нпр. ради се о дуго присутним флоскулама које је изњедрио самоуправни социјализам као што су: "радио не радио свира ми радио"; "нико ме не може тако мало платити колико мало ја могу радити", "то није у опису мог радног мјеста" и сл.

- присуство значајног обима "радничког акционарства" отежава и успорава реструктурирање предузећа, што продужава агонију и тзв. приватизациони вакуум и одговара менаџерима да из предузећа извуку што више могу;
- интерни власници, чији је примарни циљ лична зарада, нису заинтересовани за будућност корпорације;
- скоро да је још увијек доминантан став да се менаџмент може "инсталирати" или увести законом и декретима, при чему се у стварности све своди на пуко преписивање закона и њихову још лошију примјену;
- управа, односно поједини њени чланови веома слабо познају своје предузеће (ланац вриједности);
- док је мјерило учинка предузећа у командној економији било сасвим једноставно, у будућности је потребно изнаћи нови образац за утврђивање мјерила учинка који ће осим финансијских садржавати и нефинансијске погледе на вриједност предузећа (нпр. знање запослених);
- тзв. "креативно рачуноводство" (или иновативно или агресивно) је постало саставни до праксе<sup>14</sup>; више се цијене појединци који знају "направити" биланс успјеха, него створити профит, управа и менаџери, посебно они у великим корпорацијама су често у спрези са финансијским институцијама, правним савјетницима и ревизорима што резултира проневјерама и скандалима;
- евидентан је недостатак транспарентности који се тиче доступности информација, подједнако мањским акционарима и јавности;
- неријетко већински акционари прибјегавају промјени власничке структуре што се постиже емисијом нових акција и сл.;
- код чланова управе не постоји изграђен осјећај за одговорност и доминира колективна одговорност;
- умјесто ка тржишту и потрошачима управа је најчешће "окренута" влади и држави ради се најчешће о руководиоцима чија се моћ заснива на прошлости, а данас често и на политичким премисама; везе са политиком се односе на финансирање кампање политичких партија од стране предузећа, а све у циљу вантржишног стицања одређених користи (енгл. *Rentseeking*);
- предузећа више западају у послове него што у њих припремљено улазе, управа се бави сама собом, тј. себи окренута управа, предузеће напуштају предузимљиви појединци, а посебно тешко се пробија

---

<sup>14</sup> Еуфемизам који се односи на рачуноводствену праксу која се разликује прописаних рачуноводствених стандарда.

сазнање да прво мјесто неће заузимати предузећа с пуном касом него она с "најбољим" главама;

- управа заборавља да је потребно планирати морал и дисциплину и подстицати самопоуздање запослених и друго.
- радно закондовство је неразвијено, а односи са синдикатом су у форми "незваничне" забране дјеловања синдиката;
- потпуну непознаницу чине компензационе стратегије (шеме) за менаџере и чланове управе;
- менаџерима на руку иде и неразвијено и плитко тржиште капитала, тако да већински власници умјесто релативне најчешће теже постизању доминантног, тј. апсолутног власничког учешћа, што у крајњем води делистингу фирми, тако да се не може провјерити стварна вриједност акција на берзи, угрожени су мањински акционари и сл.

Претходно наведене бројне слабости додатно су усложниле постојећу ситуацију и довеле у питање прихватање "нове менаџмент парадигме". Као могући разлози могу се навести: страх од непознатог, бојазан од губитка моћи и статуса који су да сада имали, бојазан да неће моћи савладати нове вјештине менаџмента, страх од пораста одговорности према акционарима, страх од несудјеловања у процесу промјена у предузећу и слично. Према Бенису, који закључује да је све у покрету и промјенама, остаје нам да закључимо да су потребни неки "нови" менаџери, који кризу не треба да поимају као опасност већ као могућност опстанка организације и лично напредовање. При томе, нужна је и промјена важеће организационе парадигме, а П. Дракер нам већ деценију раније "нуди" парадигматски појам "новог лика корпорације" у Новом друштву.

### **3. Нови менаџмент изазови и нужност помјерања тежишта од менаџмента ка лидерству**

У данашњем свијету бизниса кључно питање које се у континуитету намеће пред менаџере није *"да ли ће се десити криза"*, већ *"када?"*

Успјех предузећа као и економски развој није "Богом дан". То што су предузећа понекад успјевају да буду успјешна захваљујући неким "немањецерским вјештинама", "наклоности окружења" или монополској позицији, не може дуго трајати. Не постоји никакав велики "мајсторски" план за дјеловање управе. У прилог томе вриједи назначити ријечи Т. Петерса: *"Што год да сте направили, најбоље што можете да урадите је да га спалите до темеља сваких неколико година"*. Овим ријечима аутор је указао на комплексност окружења предузећа, често поиманог као непријатељско, затим, потребу сталног прилагођавања, али и антиципирања и "изазивања" промјена. Уједно, овим је истакнута неопходност да се у

условима дисконтинуитета преиспита "теорија" и постојећа пракса функционисања предузећа. При томе, менаџменту свакако и даље припада централна улога, с тим да једна личност, ма ко да је не може бити узданица у свакој ситуацији<sup>15</sup>.

Сви менаџери, без обзира да ли је у питању црква, владина агенција, добротворно друштво, позориште или пак велико предузеће, морају имати у виду елементе и силе које дјелују из окружења, препознати их, оцијени-ти и реаговати на њих. При томе је квалитет функције менаџмента од есенцијалног значаја. Уједно, мисија менаџмента се може сагледати у форми одговорности за:

- примјењену технологију, што одређује начин и ефикасност у процесу остварења циљева,
- трајност организације, гдје је задатак менаџмента да осигура њен опстанак као врховни циљ,
- вођење фирме, као одговорност организације за глобалне циљеве,
- побољшање економских перформанси, што чини основу менаџерске одговорности,
- задовољство запослених, обезбјеђивањем запосленим више од обичне награде за посао,
- допринос заједници, ради се од потреби спознаје друштвене одговорности (плаћање пореза, заштита окружења, рационално коришћење ресурса и др.).

Свака економска дјелатност, баш стога што је дјелатност усмјерена је у будућност. И ако ништа више не знамо о будућности, знамо то да се њен ризик повећава у геометријској прогресији. Имајући у виду споменути комплексност може се с правом казати да је менаџмент најважније и најријеђе производно средство предузећа, које се уз то најбрже отписује. При томе, у оштрој тржишној утакмици успјех предузећа највише зависи од тога да ли менаџмент успијева да правовремено предвиди промјењиву ситуацију и потребу за промјенама. Тако, на примјер, на питање: *када Моторола почиње да размишља о промјенама, одговор с врха компаније је гласио: "Када стигнемо на врх и када све савршено функционише!"*

Дакле, нема дилеме да се свијет бизниса, и уопште свијет око нас мијења, па се тако намеће и потреба за промјенама у организационој теорији и пракси вођења. W. Venis као пет основних фактора фактора који утичу на

<sup>15</sup> "Само шест година послје краја рата Винстон Черчил није имао посао. он једноставно није био толико ефикасан у мирнодопским условима. Дакле, ви као добар лидер, морате да пратите промене и да им се прилагођавате. Не можете бити добри само у садашњости, увек морате планирати и будућност", (J. Горнстеин; *Лидер, умеће повјерења*).

данашњи poslovni свијет наводи сљедеће: а) технологија; б) глобална повезаност; ц) мерцери и аквизиције; д) дерегулација и регулација; е) демографија. Основни трендови, по Kouzes-у, су: висока неизвјесност, људи на првом мјесту, још већа повезаност, социјални капитал, глобална економија, брзина, промијењена радна снага, још интензивнија потрага за суштином. Најважнији менаџмент изазови на почетку XXI вијека, на начин како су најчешће третирани у литератури ће, свакако, бити: 1) повећање фреквенције промјена, 2) повећање (раст) стопе дифузије промјена тј. брзине којом нови производи и услуге освајају тржиште, 3) све бржа глобализација пословања, 4) повећање нивоа конкуренције, 5) промјенљивост технологија, 6) све разноврснија радна снага, 7) транзиција од индустријског ка друштву знања, 8) квалитет и иновације у пословању као менаџерски изазов, 9) повећани захтјеви од стране различитих стејхолдера, 10) све комплекснија укупна менаџерска средина и др.

Надаље, у функцији залагања за иновираним погледом на улогу менаџмента у данашњим предузећима треба истаћи да је крај двадесетог и почетак двадесет првог вијека обиљежила још једна радикална промјена. Она подразумева прелазак из индустријског у информацијско доба и огледа се у сљедећим трендовима:

- структурне промјене радом и капитално интензивних дјелатности у информацијски и знањем интензивне. Предузећа све више продају информације, знање и "интелигентне" производе и услуге, што има за последицу промјену облика организације и трансакција у и између предузећа;
- глобализација пословања имала је за резултат промјену унутар процеса међународне подјеле рада тако што примат од индустријских преузимају "нације окренуте знању", док се физичке, радно интензивне дјелатности "извозе" у мање развијене земље;
- захваљујући снижењу трансакцијских трошкова, нове информацијске и комуникацијске технологије омогућиле су цјеновно прихватљивије трансакције и потпун информацијски надзор над тржиштем;
- све претходно наведене промјене очитују се и у свакодневном комуницирању, тако да говоримо о "паметним производима", "интелектуалном капиталу", "knowledge workers-у", "новој економији", "е-пословању", "виртуелном предузећу" и сл.

Имајући у виду претходно наведено, јасно је зашто да расту и захтјеви што их окружење ставља пред данашњи менаџмент. При томе ће чак и у потпуно аутоматизованим фабрикама гдје једва да се може пронаћи још који обични радник бити мјеста за руководиоце. Умијесто да се прилагођава задатим могућностима, менаџмент треба да постави циљеве који изражавају оно што је пожељно да се постигне. Тако, фирме које су претје-



рано резервисане према утицајима из окружења морале би учинити слjedeће (М. Кетс де Врис):

- растурити постојеће бирократско вођство;
- ревитализовати и ојачати вођство;
- подстицати предузетништво и стратешку иновацију;
- створити нови стратешки фокус;
- побољшати проток информација унутар организације;
- ставити нагласак на организационе активности која појачавају културу;
- изградити већу осјетљивост на вањско пословно окружење;
- брже реаговати на потребе маркетинга и потрошача;
- почети се упоређивати са фирмама које су водеће у одређеним пословима.

Логично, овим је изнова отворено питање: *Како удовољити претходно постављеним захтјевима?*

У тражењу одговора на претходно постављено питање вриједи навести примјер који говори о томе како су амерички истраживачи покушали да открију узроке јапанске доминације на подручју конкурентности, упркос чињеници да Јапан заостаје за САД у броју универитета, колеџа, пословних школа и сл., на којима се такође изучава предузетништво и менаџмент<sup>16</sup>. Тако се истраживањем дошло до спознаје на нека у Америци традиционално занемарена подручја људског рада, а која се првенствено одnose на квалитет лидерства. Сублимирани резултати истраживања били су скоро шокантни и исказани су у форми слjedeће хипотезе: "Дванаест посто успјешног менаџмента (појам који се користи за лидерство) чини знање, а осамдесет и осам посто опхођење са људима на исправан начин" (М. I. Chibber). У САД су отишли још даље, тако да су извукле поуку из војног пораза у Вијетнаму, те су убрзо након рата изнова почели да наглашавају важност лидерства.

За потребе овог рада можемо се сложити да је менаџмент само, или веома користан алат у рукама лидера. То значи да неки појединац може бити квалитетан менаџер, а да истовремено не буде квалитетан лидер. Даље, то значи да нитко не може бити квалитетан лидер, а да истовремено није добар менаџер. Уједно, треба истаћи да се лидерство и менаџмент, икао у суштини различити концепти, у значајниом дијелу функционисања преклапају. Када су у питању разлике, исте су садржане у томе што се менаџ-

---

<sup>16</sup> Јапански систем менаџмента се умногоме разликује од западњачког. Јапанци од будућих менаџера захтијевају да направе дугорочни план пословања компаније, и уколико се испостави да он није одржив у пракси, млади менаџери не могу да се надају хијерархијском напредовању.

мент традиционално бави планирањем, организацијом, вођењем и контролом ради остваривања циљева. С друге стране, лидерство је усмјерено на општи процес остваривања утицаја, са лидерством је повезан концепт моћи, тј. потенцијала за остваривање утицаја на сљедбенике.

Надаље, према мишљењу једног броја истраживача, менаџмент је у организацији задужен за стварање реда и стабилности, док су код лидерства наглашени флексибилност и конструктивне промене. Други истраживачи иду тако далеко да наглашавају да менаџери и лидери припадају различитим типовима људи, с тим што су менаџери реактивнији и мање емоционално укључени, а лидери проактивнији и у већој мјери се емоционално укључују. Преклапање између лидерства и менаџмента постоји због тога што се у оба случаја остварује утицај на групу појединаца у функцији остваривања циљева. Заједничко за скоро све класификације јесте да је лидерство схваћено као процес остваривања утицаја, који помаже групама појединаца да остваре циљеве<sup>17</sup>. При томе, општи је закључак да су сви лидери истовремено и менаџери, док сви менаџери нису лидери (P. Northouse, 9-10). На крају, неке од кључних разлика између лидера и менаџера су:

- лидере занима будућност док се менаџери фокусирају на садашњост;
- лидере занима промјена, док менаџери преферирају стабилност;
- лидери се баве визијом, док се менаџери заокупљени правилима и прописима, фокусирају на инструкције;
- лидери се баве питањима "зашто", док се менаџери баве питањима "како";
- лидери настоје да ојачају своје сљедбенике, док менаџери желе да имају контролу над њима;
- лидери користе интуицију, док се менаџери ослањају на логику;
- лидери имају широко виђење, док су менаџери више окренути корпорацијским проблемима.

Пословни људи нису сентиментални у вези са прошлошћу, истиче П. Дракер. Они су приморани да прије или касније напусте оно неуспјешно и непродуктивно, истиче даље исти аутор.<sup>18</sup> Све организације су за промјене, а ефективни руководиоци морају знати да одбаце прошлост

---

<sup>17</sup> "Лидери имају друштвену доминантност без ауторитативног става, потом друштвену свест и о себи и о другима, саосећајност, добро одлучивање и процењивање, опажање прилика у кризи, реалистичан став и искреност према сљедбеницима. Сви лидери треба да воле изазове и да их увек посматрају као могућност за даља побољшања и иновације. Суштина је у променама". Интервју; проф. Џон Далтон, директор Лондон School of Public Relations, скинуто са Интернета.

<sup>18</sup> Дракер, П. *Из дана у дан*. Нови Сад: Адиджес, 2006, стр.18.

која није продуктивна. Ако лидери не могу да одбаце и напусте прошлост, оне једноставно неће моћи да креирају будућност. Промјена се неће десити у организацијама ако врховни лидери не ставе у фокус ефективност. У организацији спремној на промјене, моћ није само формално лоцирана у њеном врху, она се очитује у способности лидерског понашања њених вођа. Ефективни лидери<sup>19</sup> (Ворен Бенис, преузето према С. Ацић):

- Дефинишу мисију организације као оквир за обављање активности.
- Креирају флексибилно окружење у коме људи нису само цијењени, већ и охрабрени да достигну свој потпуни потенцијал, где се сви третирају подједнако.
- Моделирају корпоративну културу да би креативност, аутономност и континуално учење замијенили конформизам, послушност и механичност.
- Трансформишу организациону форму од ригидне пирамиде ка флуидном кругу, ка развијеној мрежи аутономних јединица.
- Охрабрују иновацију, експерименте и преузимање ризика.
- Антиципирају будућност читањем садашњости.
- Праве нове везе унутар организације и нове конекције унутар сарадничког тима.
- Праве нова савезништва изван организације.
- Константно студирају организациону форму организације, како сопствену, тако и у окружењу.
- Идентификују слабе карике и замјењују их.
- Размишљају глобално прије него национално или локално.
- Идентификују и одговарају новим и непредвиђеним потребама сарадника.
- Проактивни су, не реактивни, комфорни према двосмислености и неизвјесности.

На крају вриједи направити покушај да се детаљније изложе неке од кључних вриједности својствених успјешним компанијама; наводимо неке од њих<sup>20</sup>:

- Усмјереност на тим; спремност на подређивање нечијих личних циљева тиму.
- Искреност; искрена и отворена комуникација којом се размјењују информације и минимизира тајновитост.

---

<sup>19</sup> Видјети детаљније: Ацић, С. *Лидер у маркетингу*;

<sup>20</sup> Кетс де Врис, М. *Тајна вођства*. Загреб: Профил интернационал, 2009, стр. 170-172.

- Давање моћи; широко делегирање ауторитета и одговорности на сљедбенике.
- Поштовање према појединцу; толеранција културних и полних разлика, разлика у вјештинама и сл.
- Усредсређеност на купца; препознавање потребе тако да вас покреће тржиште, те да се задовоље купци.
- Конкурентност/жеља за побједом; усмјереност на постигнућа која покрећу све запослене.
- Брзина којом се примјењују одлуке.
- Предузетнички став; отвореност према ризику и иновацијама.
- Забава; заиграност која подстиче креативност што већег броја појединаца.
- Одговорност; препознавање тога да је усмјереност на резултата кључна за успјех компаније.
- Континуирано учење; стално обнављање вјештина и ставова свих запослених.
- Отвореност према промјени; спремност да се саслушају нове идеје и предлози.
- Повјерење: вјеровање да је другима стало и да у души имају најбоље интересе за компанију.
- Интегритет; искреност и аутентичност у извршном понашању.

На крају, остаје нам да закључимо да лидерство у бизнису не постоји изван контекста и оквира менаџмента. С друге стране, менаџмент без лидерства је само занат у најоперативнијем смислу те ријечи, занат без мајсторске вјештине која је посљедица учења, вјежбе и умјетничких вриједности (Mintzberg). Тек прихватањем лидерства на начин како је то претходно саопштено, предузећа ће се у будућности уколико желе да опстану, развијати према глобалном и геоцентричном приступу у пословању, организована као мрежа предузећа која сијеку националне границе и имају хетероген менаџмент. На тој основи могуће је ускладити задовољење интереса локалног окружења са глобалним стратешким циљеима предузећа што се постиже повећањем посвећености локалних менаџера глобалној визији (заразити локалне менаџере глобалном визијом). Менаџери данашњице "морају" да се систематски припреме за менаџере сјутрашњице. То би значило оживотворење лидерске улоге, да усвоје нову парадигму и стимулише своје потчињене да раде сви заједно као један тим. Тако ће бити у могућности да подстичу своје сљедбенике да и они промијене своје личне парадигме и привате једноставну чињеницу да су за ефективност предузећа сви заједно задужени.

#### 4. Закључак

Свјетска економска криза прво се осјетила у Америци, потом Великој Британији и даље. Управо у тим земљама је врло брзо постало јасно да ће опстати компаније, односно само они истински и најистрајнији лидери који знају како кризу да претворе у прилику. Данас, поуздано се може тврдити да се већина данашњих предузећа, међу њима и водеће, највеће и најуспјешније компаније (па чак и поједине националне економије) не би срозали са достигнутог положаја да је менаџмент тих предузећа темељито промишљао у каквој се, и зашто, ситуацији налазе, умијесто што су ту ситуацију сматрали "објективном" или као последицу "више силе". Својеврсна менаџерска хипокризија, цинизам и одбојност, недовљна брига за запослене, неспособност да се сагледају потребе потрошача и друго, те похлепа и грамзивост, карактеришу понашање менаџмента у већини предузећа.

Само менаџери сјутрашњице могу прилагодити данашње одлуке сутрашњим условима, тј. могу преобразити "школско нагађање" у солидна достигнућа. Захтјев би се, када је ријеч о односу према изазовима могао поставити и овако - бити испред промјена услова. Они (менаџмент - опаска аутора), како то с правом истиче П. Дракер, једино могу вагати сутрашње услове да би одговорили данас донијетим одлукама.

Вођење савременог предузећа захтијева суштински другачији приступ менаџерству, тј. давање предности лидерству. Врло илустративно о тој промјени говори следећа изјава Џ. Велча: *"Џек Велч будућности се мора разликовати од мене. Ја сам читав свој живот провео у Америци. Следећи први човјек ГЕ ће бити неко ко је живио у Бомбају, Хонг Конгу или Буенос Аиресу. Морамо да пошаљемо наше најбоље људе у свијет и постарамо се да добију тренинг који ће им обезбиједити да постану глобални лидери под чијим ће вођством ГЕ цвијетати у будућности"*.

#### Литература:

1. Bennis W.: On becoming a leader: the leadership classic - updated and - expanded, Perseus Publishing, USA, 2003, str. 174 – 75.
2. Chibber, I.M.: *Древна учења о лидерству*, Quantum21.net, вељача, 2009.
3. Drucker P.: *Management challenges for the 21st century*, Harper 4. Business, USA, 2001, str. 41.
5. Drucker, P.: *Из дана у дан*, превод, Адизес, Нови Сад, 2006.
6. Fridman, T.: *Велико отапање Исланда*, превод, The New York Times.

7. Fukujama, F.: Америка на прекретници, Демократија, моћ и неоконзервативно завештења, ЦИД, Пдгорица, 2007.
8. Niefert R.; Laurie D. L.: *The work of Leadership*, Harvard business review on leadership, Harvard Business School Press, USA, 1998, str. 171- 97.
9. Хоцић. К.: *Теоријске контроверзе економије неолиберализма*, Економска ревија, Економски факултет Тузла, бр.2; 2003.
10. Ивошевић, С.: "Надградња" Адигесовог модела: Менаџмент у време кризе.
11. Kets de Vries, M.: *Тајна вођства*, превод, Профил Интернационал, Загреб, 2009.
12. Паковић, З.: *Карл Маркс по други пут у лектури*, Политика, Београд, 20. децембар 2008.
13. Петковић М. и др.: *Организација: теорије, дизајн, понашање, промене*, Економски факултет, Београд, 2002, стр. 594.
14. Робинсон, Ц.: *Економска филозофија*, превод, ИИЦ, Београд, 1981.
15. Сенет, Р.: *Култура новог капитализма*, Архипелагф, Београд, 2007.
16. Shriberg, A., Shriberg, D.: *Practicing Leadership, Principles and applications*, John Wiley & Sons, Inc. 2005.
17. Šumpeter, J.: *Капитализам, социјализам, демократија*, превод, Култура, Београд, 1962.

---

## **ИЗЛАГАЊЕ СА НАУЧНОГ СКУПА**

---





## ТЕОРИЈА КОНВЕРГЕНЦИЈЕ И МОГУЋНОСТ "ТРЕЋЕГ ПУТА"

### CONVERGENCE THEORY AND THE POSSIBILITY OF A "THIRD WAY"

Предраг Јовановић Гавриловић\*

#### Резиме

Двадесети век је обележен надметањем између два економска и политичка система: капиталистичког и социјалистичког. Није тешко закључити да и један и други систем имају како својих добрих, тако и лоших страна.

Почетком шездесетих година прошлог века појавила се теорија о конвергенцији система, чији је аутор Јан Тинберген касније постао први добитник Нобелове награде за економију.

Суштина теорије је да ће временом доћи до приближавања два система. Ова теорија је имала, и има, својих присталица и противника. Све до пада Берлинског зида, до извесне конвергенције је, ипак, долазило. Потом је наступио краћи период у којем је капитализам представљан као беспоговорно коначно решење за уређење људског друштва. Успеси Кине у реформисању свог система и економска криза која је захватила свет потврдиле су потребу изградње другачијег, бољег економског, политичког и друштвеног система.

---

\* Др Предраг Јовановић Гавриловић, професор у пензији, Економски факултет у Београду

**Кључне речи:** теорија конвергенције, Јан Тинберген, капитализам, социјализам

## Summary

The twentieth century is characterized by competition between two economic and political systems: the capitalist and socialist. It is not difficult to conclude that both systems have as their good, and bad sides.

In the early sixties, there appeared a theory on the convergence of systems, the author of which was Jan Tinbergen who later became the first winner of the Nobel Prize for economics.

The essence of the theory is that a gradual convergence of the two systems would come. This theory has had supporters and opponents. Until the fall of the Berlin Wall, a certain degree of convergence, however, had occurred. After that came a short period in which capitalism was presented as the indisputable historical final solution for the organization of human society.

Achievements of China in reforming its system and the current economic crisis, confirmed the necessity of building a different, better economic, political and social system.

**Key words:** convergence theory, Jan Tinbergen, capitalism, socialism

## Увод

Почетком шездесетих година прошлог века, Јан Тинберген, холандски економиста који је касније постао први нобеловац у области економије, формулисао је теорију о конвергенцији система. Суштина те теорије је да ће кроз време долазити до приближавања капиталистичког и социјалистичког економског система тиме што ће капиталистички прихватати неке елементе социјалистичког, а социјалистички неке елементе капиталистичког економског система.

После пола века од појаве ове теорије и бројних расправа које је она изазвала, после бурних промена у свету током последњих двадесетак година, могу се поставити питања: како се данас може оценити та теорија, како је изгледао процес конвергенције до пада Берлинског зида, шта се дешавало и дешава после тога, како садашња економска криза утиче на конвергенцију?

Да ли је могућ "трећи пут", који подразумева конституисање економског система који би укључивао све добре стране како капиталистичког, тако и социјалистичког економског система, а са што мање њихових недостатака?

## 1. Теорија конвергенције

Јан Тинберген (1903-1994) је у једном чланку из 1961. године, изнео став да различите промене које се дешавају у два система – капиталистичком и социјалистичком - доводе до тога да један на други све више утичу и да ће коначно два система ићи ка оптималној мешавини слободног тржишта и "командних елемената".

Термин конвергенција позајмљен је из природних наука. У биологији он означава спајање или развој сличних карактеристика различитих група организама, као последица сличности услова у којима живе.

Теорија конвергенције заснива се на овим оценама:

- Модерна технологија у високо индустријализованим друштвима подразумева постојање великих корпорација којима не управљају власници капитала, већ професионални менаџери и технократе. Под њиховом контролом, корпорације се понашају другачије од традиционалних капиталистичких предузећа; оне имају могућност да контролишу тржиште и траже од владе изванредан степен планирања. Укупно стање у капиталистичком систему одређују менаџери, док приватни власници, појединачни предузетници и снаге слободне тржишне конкуренције губе моћ утицаја на пословну климу. То приближава капитализам социјализму.
- Расте значај планирања у тржишним привредама, чему су допринела нова знања и технике планирања.
- Класичан систем централног планирања у социјалистичким земљама показао је своје недостатке на вишим нивоима развијености. Због тога је потребно применити неке технике планирања које се користе на Западу<sup>1</sup>, с једне стране и, с друге стране, дозволити у већој мери деловање тржишта на привредне токове.
- Ширење јавног сектора у односу на приватни је карактеристика модерног капитализма. То подразумева пораст јавне контроле тржишта.

## 2. Приближавање капитализма социјализму

У трећој тачки овог рада, чији је наслов *Приближавање социјализма капитализму*, биће речи и о томе шта је, заправо, социјализам. О томе, пак, шта је капитализам, као да не треба писати јер су његове одреднице углавном познате. Основна обележја овог система су: приватна својина,

---

<sup>1</sup> Convergence Theories and Ownership of Property, Kenzo Kiga - Toward Liberty: Essays in Honor of Ludwig von Mises, vol. 1

слободно деловање тржишта, вишепартијски политички систем и још по-нешто.

Но, и кроз време и кроз простор, имамо различите типове капитализма. Овај данашњи не личи много на онај од пре два века. Капитализам у САД, Јапану или Шведској међусобно се разликује у знатној мери, а да и не говоримо о томе да "нови" капитализам у Бугарској, Пољској или Румунији веома мало личе на један капитализам Шведске. Чак би имало смисла говорити и о потреби конвергенције између тих различитих капитализама.

Као једно од важних подручја где се испољава тенденција конвергенције између капитализма и социјализма, наводи се израстање великих корпорација у земљама Запада. Ту тезу је посебно истицао Галбрајт у својој књизи из 1967. године *Нова индустријска држава*. Тим великим предузећима не управљају власници, већ менаџери. Они, према заступницима ове тезе, не воде много рачуна о интересима самих власника (који су оличени у великом броју акционара), већ о развоју самог предузећа и могућностима да успехе припишу свом знању и менаџерским способностима, да тиме обезбеде и личну промоцију и, наравно, веће награде. Ове корпорације више утичу на тржиште него што се том тржишту прилагођавају. Уз то, због значаја предузећа којима управљају, имају велики утицај и на креаторе економске политике и уклапају се у планове (макар да се тако и не зову) развоја националне привреде. Велике корпорације у капиталистичким земљама, по начину управљања, циљевима и везама са сопственом владом, почињу сви више да личе на велика предузећа у социјалистичким земљама. "Модерна технологија води планирању и укидању тржишног механизма", каже Галбрајт. Но, Галбрајт, ипак, мисли на планирање у оквиру корпорације, за разлику од Тинбергена који подразумева планирање на макро нивоу.

Тачно је да је у савременом капитализму дошло до значајног одвајања функције управљања од власништва. Ипак, може се рећи да је пренаглашена самосталност менаџера у вођењу предузећа. Јесте да је у случају великих корпорација власништво, по правилу, распршено на велики број акционара и да управа може у извесној мери да њима манипулише, али су власници, ипак, они који доносе коначне одлуке.

Све се више планира и у капитализму, није то нешто што карактерише само социјалистичке привреде – наводе заговорници теорије конвергенције. Да, планира се, мада је то планирање другачије од оног у социјализму. У ранијим фазама развоја социјалистичких привредних система био је доминантан свеобухватан директиван план. У капиталистичким земљама имамо разне облике планирања. По правилу, реч је о тзв. индикативном планирању. Држава дефинише циљеве у области привреде које жели да оствари у наредном периоду, што представља важну основу за доноше-

ње пословних одлука на микро нивоу. Да би остварила постављене циљеве, држава настоји да одговарајућим инструментима економске политике усмери, подстакне привредне субјекте да допринесу остварењу циљева. То се може постићи диференцираним пореским и царинским стопама, субвенцијама, премијама, усмеравањем буџетских средстава у истраживање и развој, али и директним инвестиционим улагањима, посебно у објекте инфраструктуре.

Економска улога државе, мешање државе у привредни живот, не почиње, наравно, са Кејнзовим и Рузвелтовим "њу дилом" (*new deal*). И меркантилисти, и фритрейдисти, и протекционисти - сви су се на свој начин залагали за мешање државе у привредни живот. Циљ је био углавном исти, инструменти су се мењали.

Економски успон Јапана после Другог светског рата у великој мери је остварен деловањем чувеног *MITI* (*Ministry of International Trade and Industry*). Ова моћна агенција јапанске владе не само да је подстицала извоз, већ је бринула о развоју индустрије која треба до обезбеди производњу за извоз. То је чинила разним подстицајним мерама, али и директним инвестирањем у поједине секторе. *MITI* је био архитекта индустријске политике у Јапану. Године 2001. проширена је област деловања ове агенције и промењено име у *METI* (*Ministry of Economy, Trade and Industry*).

У Великој Британији су не само лабуристи, већ и неки конзервативци (као Харолд Макмилан, који је био и председник владе) били заговорници тзв. мешовите привреде, у којој би значајну улогу имао јавни сектор. Економисти *Ludwig von Mises* и *Friederich von Hayek* критиковали су овај концепт говорећи да је то што се зове мешовита привреда заправо пут у социјализам.

У Француској је после Другог светског рата била основана Генерална комисија за план (*Commission general du plan*). Циљ је био да се унапред идентификују несташице, вишкови понуде, уска грла. Де Гол, председник Француске, залагао се за јак директан утицај државе на привредни живот, што је названо дириџизмом (*dirigisme*). Управо оваквој економској политици приписују се заслуге за тзв. "тридесет величанствених година" привредног раста. У Западној Немачкој се говорило о потреби изградње "социјалне тржишне привреде".

Тенденције конвергенције можемо уочити и у концептима *државни капитализам*, *капитализам без капиталиста*, што је посебно карактеристично за Шведску.

Елементи за тезу о конвергенцији система налазе се и у јачању јавног сектора у капиталистичким државама. *New Deal* и јавни радови требало је да извуку америчку привреду из велике економске кризе тридесетих година прошлог века баш кроз огромно ангажовање државе. Међу мерама су

биле и: државне гаранције за депозите и штедњу, регулација пословања на берзама, субвенције фармерима, право радника да преко синдиката буду заступљени у управама предузећа. Има, додуше, и мишљења да су то били безуспешни покушаји, а да је америчку привреду из кризе извукао баш Други светски рат. Неки чак кажу да је тај рат за Рузвелтову владу био бојји дар са неба.<sup>2</sup> Влада САД је за плаћање робе и услуга 1939. године потрошила 11 милијарди долара, а 1945. чак 117 милијарди. Данас у САД више од четвртине вредности друштвеног производа прераспоређује се преко буџета. Сви аеродроми су у државној својини, мада су авиокомпаније приватне.

У капиталистичким земљама јавни и приватни сектор су међузависни, морају уважавати интересе друге стране. Јавни сектор се у доброј мери финансира од пореза које плаћа приватни сектор, а услови за пословање приватног сектора у извесној мери зависе од успешности рада јавног сектора. Критичари теорије конвергенције са Запада кажу да таква веза два сектора не постоји у социјалистичким централно-планским привредама.

Како због притиска сопствених грађана, тако и због онога што је било обезбеђено у социјалистичким земљама, и у капиталистичким земљама је јачала мрежа социјалне заштите: помоћ сиромашним и незапосленим, здравствена заштита и сл. Додуше, у неким земљама више (као у Шведској), у другим мање. Трошкови социјалне заштите у земљама OECD (пензије, брига о старима, здравствена заштита, брига о деци, помоћ незапосленима) повећани су са 16% друштвеног производа (GDP), у 1980. годни, на 21%, у 2005. Највећи део одлази на пензије (7% GDP) и за здравство (6%). Предњаче Белгија, Немачка и Француска, где се за социјална давања издваја и преко 30% друштвеног производа.<sup>3</sup>

О ограничавању утицаја тржишта у капиталистичким земљама сведоче и друге чињенице. Вредност долара према злату вештачки је одржавана на истом нивоу читавих 37 година, од 1934-1971. За субвенције у пољопривреди из буџета ондашње Европске економске заједнице издвајано је преко 80% буџета, а и данас је тај трошак око 45% буџета Европске уније. Измишљена је и нова врста царина за пољопривредне производе – тзв. прелевмани. Не утврђује се царинска стопа, већ увозна дажбина износи

---

<sup>2</sup> Интересантне су и тезе да је био и трећи светски рат – против комунизма, а потом и четврти – за демократију и против тероризма. Кажу, чак, да је онај трећи био тежи од рата против Хитлера због идеологије којом су били заражени милиони људи. Баш свашта неким историчарима пада на памет!

<sup>3</sup> Adema, W. and M. Ladaïque (2009), "How Expensive is the Welfare State? Gross and Net Indicators in the OECD Social Expenditure Database (SOCX)", OECD Social, Employment and Migration Working Papers No. 92 - [www.oecd.org/els/social/expenditure](http://www.oecd.org/els/social/expenditure);

онолико колико је потребно да се увозна цена доведе на ниво цена утврђен договором о аграрној политици.

### 3. Приближавање социјализма капитализму

Ако смо рекли на почетку претходне тачке овог рада да се углавном зна шта значи капитализам, са дефинисањем социјализма ствари стоје мало (или много) теже. Сами термини *социјализам* и *социјалиста* први пут су се у писаној форми појавили у Италији 1803. године. Идеје о социјализму настале су као реакција на тада владајућу доктрину и политику лесефера,<sup>4</sup> што је подразумевало да држава не треба да уређује привредни живот, већ треба пустити да се ствари одвијају саме по себи и да је то најбоље - како за појединца, тако и за свет.

Идеје о потреби изградње бољег друштва јачале су највише у Француској под утицајем Сен-Симона (*Claud Henri Saint-Simon*) и Шарла Фуријеа (*Charles Fourier*), а у Енглеској под утицајем Роберта Овена (*Robert Owen*). Они се сматрају творцима идеје о типу социјализма који је касније добио епитет *утопијски*. Друштвени интерес се ставља изнад појединачних, добро људско делање подразумева бригу о општем благостању, што је неспојиво са друштвеним поретком који се одржава на конкурентској борби појединаца да би обезбедили егзистенцију.

Социјализам као политичка доктрина развија се од средине XIX века. Комунистички манифест је објављен бурне, револуционарне 1848. године, али ови догађаји нису међусобно повезани. Маркс и Енгелс уместо назива *социјализам*, користе термин *комунизам*. Назив комунизам, објашњава Енгелс, користи се да би се створила дистанца у односу на дотадашње идеје о социјализму, које су биле утопистичке; назив комунизам у себи садржи и борбеност, класну борбу и материјалистички поглед на развој људског друштва, за разлику од утопистичког/ идеалистичког.

За разлику од утопистичког социјализма, овај за који су се залагали марксисти, назван је научним. Уместо хегемоније буржоазије и капитала, треба створити хегемонију пролетера; ово се касније преобразило у диктатуру пролетаријата. Крајњи циљ је стварање бескласног друштва.

Деветнаести век је век либерализма, али су јачале и социјалистичке идеје у виду реформиста, марксиста, анархиста, синдикалиста. Марксисти су били најутицајнији, нарочито после 1889. године када је основана Друга интернационала. Јачању марксистичких идеја допринела је и тзв. друга

---

<sup>4</sup> Овај назив потиче од пароле коју је 1758. године лансирао француски енциклопедиста Гурно (*Vincent de Gournay*): *Laissez faire, laissez passer, le monde va de lui meme!*

технолошка револуција током последње две деценије XIX века. Расте број радника у индустрији, увећава се број становника у градовима, радници се описмењавају па су им доступне књиге, брошуре, памфлети, штампа. Марксизам је био утицајнији у земљама у којима је била развијенија индустрија (Француска, Немачка, Белгија), док су у Шпанији и Италији били јаки анархисти. У Русији, пак, марксизам се шири тек почетком XX века. Значи, идеје социјализама родиле су се у западним капиталистичким земљама, не у Москви и Пекингу.

Прва земља у којој је успостављен социјалистички систем била је Русија, односно нешто касније формиран СССР. Није прилика да се у овом тексту говори о томе у каквим се условима та земља развијала (а и аутор текста није баш квалификован за тако нешто). Ипак, поменимо да је земља била неразвијена, да су остали трагови Првог светског и грађанског рата, да је била изложена међународној изолацији и непријатељском ставу многих земаља, наравно, првенствено капиталистичких. А онда је дошао и Други светски рат. Ове чињенице треба имати у виду када се оцењују резултати који су остварени у том периоду.

После рата социјалистички систем је успостављен у земљама Источне Европе, а потом и у Кини. И опет неповољни услови за привредни развој.

Све ово наводим да би се схватило у каквим околностима се ове земље развијају, како би се реалније, објективније валоризовали резултати који су остварени. Ово је, заправо, најважније: да би се идеје социјализма у свету учиниле непопуларним, упорно се као пример реализације тих идеја наводи оно што је остварено у земљама тзв. реалног социјализма, а да се при том не указује на услове у којима су се те земље развијале, услове који су им у великој мери били, заправо, наметнути. Не треба заборавити да је у дугом периоду вођен тзв. хладни рат између Запада и Истока, који бисмо могли да крстимо и као хладни рат између капитализма и социјализма.

Трка у наоружању била је инструмент економског исцрпљивања Истока. Западни, НАТО пакт је окупао велики број развијених земаља, а источни, Варшавски пакт мали број мање развијених. А требало је одржавати равнотежу војне моћи ради очувања безбедности. Американци су истicali како Совјети за наоружање издвајају 16% свог друштвеног производа, а они само 4%. Ово је требало да значи да је СССР милитантна држава и да САД морају издвајати средства за развој војно-индустријског комплекса (који је својеврсна локомотива развоја). Не, нису заборавили, већ су намерно прећуткивали чињеницу да је оних њихови 4% вишеструко веће од совјетских 16%.



Значи, источни војни блок је био приморан да велика средства издваја да би пратио трку у наоружању, па је мање остајало за повећање животног стандарда становништва. А то је и био циљ Запада.

Као основне одреднице социјализма обично се наводе: централистичко планирање развоја привреде, државна својина и једнопартијски политички систем. Из тога онда проистиче: занемаривање деловања тржишта, спутавање (ако не и потпуно онемогућавање) приватне својине, недовољна демократичност и ограничавање слободе појединаца.

У већини социјалистичких земаља дуго је био на снази систем свеобухватног, директивног и детаљног планирања развоја привреде. И, овај систем је у ранијим фазама развоја дао добре резултате, посебно када је реч о изградњи инфраструктуре и оног што се сврставало у тзв. одељак А (производња средстава за производњу). Међутим, када је реч о производњи добара за широку потрошњу (одељак Б), систем централистичког планирања убрзо је показао своје недостатке. Узалуд је било то што се у неколико петогодишњих планова у СССР истицала потреба повећања производње средстава за широку потрошњу, резултати су били мршави. Ради се о томе да било како добро да је био направљен план, изостајали су импулси тржишта, нису се могле предвидети потребе и укуси потрошача.

У два-три наврата (средином педесетих и средином шездесетих година) у неким социјалистичким земљама Источне Европе, па и у самом СССР, било је покушаја да се спроведу привредне реформе, да се омогући веће деловање тржишта, већа самосталност предузећа, да се отвори простор за приватну иницијативу, да се обезбеде економски стимулациони услови за приватну иницијативу, да се обезбеде економски стимулациони услови за приватну иницијативу, да се обезбеде економски стимулациони услови за приватну иницијативу, да се обезбеде економски стимулациони услови за приватну иницијативу.

Југословенски привредни систем уопште није био типичан за социјалистичке земље: брзо је напуштен систем централног планирања, у знатној мери је деловало тржиште, било је простора и за приватну својину, развијао се некакав систем самоуправљања.<sup>5</sup> Наш пример помињем у овом кон-

<sup>5</sup> Овде сам намерно ставио овај епитет: **некакав**. То чиним зато што је тај систем подразумевао самоуправљање само у микро ћелијама друштва (у предузећу, па касније чак и само у појединим његовим деловима, ОУР-има и ООУР-има), а на вишим нивоима одлучивања уведен је тзв. делегатски систем (плод Кардељеве небулозне фразе о "демократском плурализму самоуправних интереса") који је, заправо, удаљавао људе од одлучивања о фундаменталним проблемима привреде и друштва. Овај систем је спуштао проблеме и конфликте у те микро ћелије, па се није могло ни уочити да је извор проблема на неком вишем нивоу. То што Пера има малу плату и није добио стан нико други није крив него Мика, који има већу плату и добио је стан. То је намерно направљена фабричка грешка при постављању таквог система самоуправљања. Ја сам и тада помињао потребу изградње самоуправ-

тексту зато што је добра илустрација да и добро замишљена привредна реформа не може да успе уколико се не спроведу и шире друштвене и политичке реформе.

Привредна реформа у Југославији из 1965. године била је одлично конципирана. Она је подразумевала: велику самосталност предузећа у вођењу послова и избору руководства, мале ингеренције политичких тела (партијских комитета) у области привредног живота, економске стимулансе при одређивању плата, реалан девизни курс и либерализацију спољнотрговинског пословања. И целу ову причу износим да бих навео један закључак из књиге "Америчко-југословенски односи после другог светског рата", чији су аутори два Американца (*Yon R. Lempi* и *Rasel O. Priket*), који су много година провели у Београду, и наш професор Љубиша Адамовић. За привредну реформу из 1965. они кажу да је дала добре резултате, па је због тога напуштена. На први поглед, овај закључак изгледа апсурдан, али само на први поглед. Наиме, самосталност предузећа довела је до тога да су се другови из комитета за мало шта питали, радници у успешнијим предузећима имали су знатно веће плате, долази до социјалне диференцијације. Политичарима се ово није свидело, постали су у знатној мери развлашћени. Срећом по њих, дође 1968. година и донесе студентске, а потом и шире друштвене протесте, најпре у Паризу, али убрзо затим и у Београду. Демонстрира се против растућих социјалних неједнакости, студенти су се забарикадирали у просторијама Београдског универзитета и истакли његово ново име: Црвени универзитет Карл Маркс. Међу њима су и неки професори, који су много година касније постали "перјанице" тзв. ДОС-а.

Настала ситуација даје добру прилику да политичари поврате своју моћ и утицај. Директори успешних предузећа проглашени су најпре либералима, што је требало да има некакво негативно значење. Но, пошто либерал заправо означава човека који се залаже за слободу, овим "непријатељима" система се дају нова имена: анархолиберали и техноменаџери. И тако пропаде привредна реформа, а политичари повратише своју моћ. Е, сад нам може бити јасна она констатација да је привредна реформа дала добре резултате, па је због тога напуштена!

Да поновимо: централно планирање могло је да да добре резултате у ранијим фазама развоја социјалистичких привреда, али у каснијим, вишим фазама оно постаје сметња. Стопа раста друштвеног производа у Источној Европи и СССР била је педесетих година прошлог века 10%, ше-

---

вљања на свим нивоима, а Михаило Марковић је то називао интегралним самоуправљањем.

здесетих 7%, седамдесетих 5%, осамдесетих само 3%, а почетком деведесетих пад од чак 10% годишње.<sup>6</sup>

Заиста, дошло је време за радикалне промене. И то у невреме - када долази до бурних политичких процеса у свету: пад Берлинског зида, нестанак биполарне равнотеже и наметање америчке хегемоније. Ушло се у процес тзв. транзиције.<sup>7</sup> Нашли су се при руци и амерички саветници који су давали рецепте: треба одмах, без одлагања, прећи на тржишну привреду, извршити брзу приватизацију и сл. Потребу за брзином су објашњавали фразом да се река не може прескочити из два скока. Лансирана је једноставна формула: тржиште + приватна својина = благодостање. Још се на леву страну једначине убацују: стране директне инвестиције. И, видели смо резултате.

А у Кини реформе су почеле 1978. године, када још није била “измишљена” транзиција. Отац тих реформи је био Денг Сиао Пинг.<sup>8</sup> Циљеви тих реформи и средства за њено спровођење веома много личе на оно што се хтело привредном реформом у Југославији 1965. године.<sup>9</sup> Но, њихове реформе су успеле. Захваљујући високим стопама привредног раста, од 1980. године друштвени производ Кине се сваких 8 година удвостручавао. Данас је Кина по економској снази трећа привреда у свету.

Садашњи председник САД Обама се у предизборној кампањи похвално изразио о кинеском систему планирања: «Њихове луке, њихови возови, њихови аеродроми су много бољи од наших». У извештају америчке агенције *National Intelligence Council "Global Trends 2025: A Transformed World"* се истиче пораст улоге државе у земљама у успону и наводи се Кина као пример успешног економског развоја по моделу који није западни модел лесефера. “Можда Обама види то као модел и за САД. Ако је тако, његови погледи могу бити одраз модерне теорије конвергенције коју је артикулисао нобеловац Јан Тинберген”, каже се у једном коментару.<sup>10</sup>

---

<sup>6</sup> Подаци за раније декаде су ослоњени на публикације Економске комисије УН за Европу (*Economic Survey of Europe*), а два последња податка су из: BIS, *Annual Report 1994*, стр. 51.

<sup>7</sup> Др Благоје Бабић је једном свом тексту на ову тему дао духовит наслов: Прелаз у транзицији.

<sup>8</sup> Денг Сиао Пинг је тада имао 74 године. Својим постдипломцима сам тада говорио да је штета што није млађи да би осигурао спровођење реформи. Срећом, он поживе све до своје 92 године, а до тада су реформе већ биле пустиле дубоке корене и дале резултате.

<sup>9</sup> Можда је имало некаквог утицаја и то што је већи број кинеских економиста својевремено био на студијским боравцима у Београду, а и књиге неких наших аутора су објављене у Кини?

<sup>10</sup> [www.usasurvival.org/docs/Obama NOW.pdf](http://www.usasurvival.org/docs/Obama NOW.pdf).

#### 4. Шта јесте, а шта није бит социјализма

У овом делу ћу, уз извесна скраћења али без икаквих измена,<sup>11</sup> репродуковати део мог прилога под истим насловом као што је наслов ове тачке. То је излагање на научном скупу "Проблеми савременог социјализма" одржаном 17. и 18. новембра далеке 1988. године,

"Ја ћу најпре навести једну листу елемената који не чине бит социјализма, а потом ћу за неке од њих дати и допунска објашњења.

Битни елементи социјализма нису: диктатура пролетаријата, власт радничке класе, власт комунистичке партије, државна/друштвена својина средстава за производњу, централистичко планирање привреде, конституисање организација удруженог рада, расподела према раду, једнакост; за социјализам није битно да то буде друштво без робне производње, без тржишта, маркетинга, без материјалних стимуланса, без предузетништва и менаџерства.

Од свега наведеног треба узети оно што је потребно и у мери у којој је потребно да би се остваривало оно што социјализам у суштини јесте, оно што треба да буде.

А социјализам јесте: хумано друштво, друштво материјалног благостања, друштво које шири простор за слободу човека, за његов свестрани духовни развој; битна одредница социјализма је и равноправност (не: једнакост), правичност, то је друштво у којем значајно место има солидарност.

...Да ближе објасним неке од наведених ставова.

Зашто би за социјализам било битно да постоје: диктатура пролетаријата, власт радничке класе, власт комунистичке партије? Напредном, хуманом друштву, какво социјалистичко друштво треба да буде, не приличи никаква диктатура...

Одбојност према приватној својини у социјалистичким земљама резултат је Марксовог учења о томе да баш та приватна својина представља основицу за експлоатацију радника и присвајање вишка вредности од стране капиталиста, без рада... Државној/друштвеној својини теба дати предност где год се тај облик својине показује као основица за већу ефикасност и радницима обезбеђује већи износ вишка вредности; тамо где приватна својина показује боље резултате у погледу ефикасности производње и раницима осигурава, и поред интензивније експлоатације од стране власника средстава за производњу, у апсолутном износу већи део вишка вредности – не видим разлог за спутавање приватне својине. Укратко: за социјализам није битно да ли су средства за производњу у ру-

---

<sup>11</sup> Ко не верује, нека погледа зборник "Проблеми савременог социјализма", Универзитет у Крагујевцу, 1989.

кама државе/друштва или у рукама приватника, већ је битно каква је ефикасност употребе тих средстава и каква је расподела користи од те употребе... Кинези би рекли: Није важно да ли је мачка црна или бела, важно је да лови мишеве.

...У социјализму једнакост међу људима нити је могућа нити је пожељна. Но, да одмах додам: равноправност људи спада у битна обележја социјализма. Овде се не ради само о терминолошкој непрецизности. Равноправност подразумева да сви људи имају исте могућности да искажу своје способности, исте могућности да стекну материјална добра, да се афирмишу као друштвено биће. Социјалистичко друштво заправо није социјалистичко ако остваривање равноправности не поставља као важан циљ. Равноправност значи једнаке шансе за све, једнакост у старту.

Међутим, пошто људи по својој природи нису једнаки – једни су више, а други мање способни, талентовани, вредни – они ће остваривати различите резултате, иако су им стартне позиције исте. То је сасвим нормално и мора бити прихватљиво и у социјалистичком друштву. Разлике се, значи, морају појављивати, једнакости неће бити. Социјалистичко друштво треба да помаже слабије чланове, да негује солидарност, али не треба да једнакост свих људи поставља као свој циљ.

Зашто би социјалистичко друштво трабало по дефиницији да буде против тржишта, маркетинга, предузетништва? Где год се тржишни механизам показује као благотворно средство за рационално усмеравање фактора производње, за обезбеђење веће ефикасности, боље снабдевености потрошача – треба га прихватити."

## 5. "Трећи пут"

Фукујама сматра да је капитализам крај историје, што ће рећи да је то је коначан, најбољи вид организације друштва. После тога иде се само у рај или у пакао. Мени није жао што у рају нећу, ваљда, срести фукујамасте и њима сличне.

С друге стране, Маркс сматра да је приватна својина првобитни грех који је довео до изгона људи из рајског врта.

Присталице и једног и другог става сматрају не само да је конвергенција немогућа, већ и непожељна. За њих су *демократија диктатуре пролетаријата* (додуше, не кажу: демократија у социјализму) и *капитализам без приватне својине* заправо оксиморони. Ова кованица потиче из грчког језика: оксиморон (*oksys* – оштроуман, *moros* – глуп) и означава спој неспојивог.

Против Тинбергенове теорије о конвергенцији система били су и марксисте и тржишни фундаменталисти. Но, било је, а и сада (ваљда) има

оних који виде могућност изградње једног бољег света, без екстрема и искључивости.

У СССР је, крајем шездесетих година, познати физичар и ангажовани интелектуалац Андреј Сахаров изнео став да је једина нада да се оствари светски мир, приближавање између социјалистичког и капиталистичког система. Једном приликом је оценио да развој модерног друштва, како у СССР, тако и у САД има исти ток пораста комплексности структура и индустријског менаџмента и да ће у будућности бити опште социјалне конвергенције. А други совјетски физичар, Пјотр Капица, на конференцији за новинаре у Вашингтону је рекао да два система треба да буду заједно, поредећи ту потребу са играњем шаха на једној табли, не на више њих. Овакве идеје су биле јерес у тадашњем СССР и називане су вулгарним марксизмом.

Када су седамдесетих година социјалистичке земље показивале лошије резултате у привреди, економисти су помало заборавили на конвергенцију. Но, (други) интелектуалци нису. *Alfred Andersch* 1975. године упућује - отворено писмо совјетском књижевнику Константину Симонову и описује конвергенцију као теорију која ће отклонити разлике између два технократска система и довести до стварања једног уједињеног, компјутеризованог хуманог модела.

Као пример конвергенције у ширем друштвеном смислу може се навести широка подршка појединим акцијама и на Западу и на Истоку. Тако се у првој половини осамдесетих година организују демонстрације против НАТО пакта и у Западној и у Источној Немачкој.<sup>12</sup>

Конвергенцију не треба схватити само, и не пре свега, као модел приближавања два система: капиталистичког и социјалистичког. То може значити изградњу система који ће у себи имати све оно што је добро у оба система, а са што мање недостатака који су њима својствени. А то је могуће. То је "трећи пут".

Уместо приче, ево једне шеме која изражава суштину:

---

<sup>12</sup> У то време, 1985. године аустријски писац леве оријентације *Erich Fried* објавио је следећу песму: *Разговор два велика државника у рају или паклу*

"Можда је требало да останем сликар", рече један.

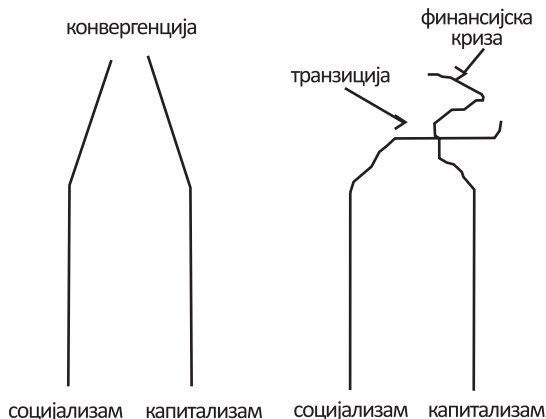
"А ја глумац", рече други.

Уз овај текст, преузет из: Stephen Brockmann, *Literature and German Reunification*, Cambridge University Press, 1999, следи тумачење песме. Нашим читаоцима нису потребна тумачења.

Социјализам, капитализам и "трећи пут"

Обележје	Социјализам	Капитализам	Трећи пут
Својина	државна	приватна	мешовита
Уређење привредног живота	план	тржиште	и план и тржиште
Основни интерес	општи	лични	склад општих и личних
Социјална политика	солидарност - декларативна	егоизам	солидарност
Социјалне разлике	једнакост	диференцијација	равноправност
Политички систем	диктатура пролетаријата	буржоаска демократија	демократија
Временски хоризонт	светла будућност	добра садашњост	средњи рок

Да пробамо и графички да покажемо конвергенцију.



На левој половини слике приказано је како би требало да изгледа конвергенција социјализма и капитализма кроз време, према Тинбергеновој теорији.

На десној половини слике приказано је како се у време тзв. транзиције социјализам, онај у Источној Европи, нагло не примикао савременом капитализму, него отишао у капитализам (можда) XIX века. А капитализам, који је пре тога попримао неке елементе социјализма, почео је да се враћа уназад. Када је пре две године на површину избила криза (чије семе је посејано много раније), капиталистичке земље су преко ноћи посегле за многим мерама које су биле приписиване баш социјалистичким системима.

Кина је током ових тридесет година показала да је могућа паметна и успешна транзиција. Наравно, и тамо има много проблема. Један од крупних који може избити на површину јесу велике регионалне разлике, не са-

мо у нивоу развијености, већ и у могућностима да се неразвијена подручја укључе у савремене токове економског напретка.

Кина није оличење онога зашта су се залагали марксисти. Али, зар је то важно!

## Литература

1. Adema, W. and M. Ladaique. "How Expensive is the Welfare State? Gross and Net Indicators in the OECD Social Expenditure Database (SOCX)", OECD Social, Employment and Migration Working, 2009, Papers No. 92 - [www.oecd.org/els/social/expenditure](http://www.oecd.org/els/social/expenditure);
2. Convegence Theory and the End of Socialism meeting Report, Kennen Institut for Advanced Russian Studies;
3. Fukuyama, Francis. The End of History and the Last Man. New York: Free Press, 1992.
4. Galbraith, John Kenneth. The New Industrial State. Boston: Houghton Mifflin, 1967.
5. *Global Trends 2025: A Transformed World*, National Intelligence Council, [www.dni.gov/nic/NIC\\_2025\\_project.html](http://www.dni.gov/nic/NIC_2025_project.html), November 2008.
6. International Encyclopedia of the Social Sciences
7. Prybyla, Jan S. The Convergence of Western and Communist Economic Systems: A Critical Estimate, *Russian Review*, Vol. 23, No. 1 (Jan., 1964)
8. Tinbergen`s, Jan. "Do Communist and Free Economies Show a Converging Pattern?"
9. Gittings, John. The Changing Face of China. Oxford University Press: Oxford, 2005.
10. *Саболм, Јосип*. Сувремене социо-политичке теорије и идеологије;
11. Јовановић Гавриловић, Предраг. *Шта јесте а шта није бит социјализма*, прилог у зборнику са научног скупа Проблеми савременог социјализма, Универзитет у Крагујевцу, 1989.
12. Lin, Justin Yifu. *Role of globalization after the crisis*, Chiga Daily, 6. januar 2010;
13. Ellman, Michael. *Against convegence*, Cambridge Journal of Economics 1980, 4;
14. Brockmann, Stephen. *Literature and German Reunification*, Cambridge University Press, 1999;



# ЈЕ ЛИ ФОРЕНЗИЧКО РАЧУНОВОДСТВО ПРАВИ ПУТ ЗА ОТКЛАЊАЊЕ ПРИВРЕДНОГ КРИМИНАЛА?

## FORENSIC ACCOUNTING AS SOLUTION ON ECONOMICS CRISIS OF FRAUD

Изток Колар\*

### Резиме

Да ли су савремени рачуновође пратиоци или активни учесници савременог привредног криминала? Можда је одсутност ефикасних правних, стручних и професионалних етичких правила узрок за садашњу финансијску и привредну кризу? Можемо се питати, постоји ли довољно сазнања, спремности и стручњака, који би могли зауставити привредна кривична дјела. Један између бројних одговора како превазићи садашњу кризу, узрокован и криминалним радњама је форензичко рачуноводство. Ради се о посебној делатности, која се бави спречавањем (баријерама) и отклањањем незаконитих и других недозвољених чињеница у раду предузећа односно пословних организација, за које су одговорни углавном савремени менаџери. Носилац форензичке делатности је форензички рачуновођа, који се на свој професионалан начин бори против привредног криминала.

**Кључне ријечи:** форензичко, форензичко рачуноводство, привредни криминал, кривична дијела, форензички рачуновођа

---

\* Др Изток Колар је доцент за рачуноводство и ревизију на Економско-пословном факултету Универзитета у Марибору

## Summary

What have the contemporary accountants with a temporary financial and economic crisis? Is it possible that absence of effective legal, professional and ethical rules caused our economic crisis? We may ask if we have enough knowledge, motivation and experts, to stop a white collar crime. One of many answers for this question, how to go through temporary crisis is forensic accounting. Forensic accounting is a specialty practice area performed by accounting experts preventing and detecting illegal and other unauthorized activities, taking place within the operating process of an enterprise or other business entity. We put out forensic accounting as a tool for struggle against fraud and other criminal matters.

**Keywords:** forensic, forensic accounting, white-collar crime, fraud, unauthorised activity, forensic accountant.

### 1. Увод

Пословни свет прати нагли пораст традиционалних и нових врста привредног криминала. Многи државни буџети су због тога оштећени за изгубљене порезе и доприносе, за финансијска и друга улагања, а рачуноводствена делатност за изгубљено поверење.

Руководство сваке организације, свесно пословних опасности, мора имати одговарајући систем и заштитне механизме за брзо откривање и спречавање казних и других недозвољених радњи. То важи за привреду и непривреду, као и за све контролне механизме у економији. Потребни су примерена пословна култура, изграђен и функционалан систем управљања с ризицима, одговарајући систем унутарњих и вањских контрола те одговарајуће институције које су способне открити и процесуирати привредно-криминалне радње. Без свих тих механизма објективно постоје услови за пораст казних и других недозвољених радњи у предузећима и привреди. Поставимо питање, је ли све то довољно, односно, јесу ли потребни још додатни механизми, који би подигли ниво поузданости и веродостојности у уређеност и поштено деловање предузећа и у њихово финансијско извјештавање о пословним достигнућима и финансијско-имовинском положају организације.

Циљ овога рада је да на основи компилације анализа различитих аутора и аналитичног прегледа важних историјских околности у развоју рачуноводствене делатности и привреде, изложимо предлог како би рачуноводствена професија помогла у заустављању ширења привредно-криминалних и других недозвољених радњи у предузећима и привреди. У тражењу решења истражићемо повезаност између рачуноводствене

професије и привредно-криминалних радњи, као и саму делатност, која се бави спречавањем и откривањем тих радњи, а то је форензичко рачуноводство.

## **2. Форензичко рачуноводство и привредни криминал**

### **2.1. Рачуноводствена делатност и привредни криминал**

Инвеститори, руководство, владе и појединци у свету ослањају се на информације, које су плод рачуноводствене делатности. При томе често забораве да је рачуноводство процес састављен из комплексних система "легитимности", "поузданости" и "поверења". Какве су последице ако се криминал и преваре уселе у рачуноводствену делатност или носиоци одлучивања њоме помажу у остварењу жељених циљева? Како рачуноводство партиципира у кризи, која је последица намерно или ненамерно "заведених" корисника информација рачуноводствене делатности по целом свету? Одговор је пред нама и могуће га је пратити кроз садашњу финансијску и економску кризу.

У рачуноводству су се увек догађале преваре иза којих су следили финансијски колапси, а у последње време и у већем опсегу и с тежим последицама за све нас. Кад не би било основне премисе да руководство краде, не бисмо данас имали ревизоре. Руководства су помоћу рачуноводствене делатности у недавној прошлости често јавност манипулисали информацијама. Радило се о дезинформисању о имовинско-финанцијском положају и успешности пословања предузећа, и то на начине као што су били: инфлацијске зараде (*inflating earnings*) 1963-1973, "пуњење" пословних књига предузећа непостојећим залихама 1968-1981, шпекулирање вредносним папирима (чекови, менице, обвезнице) 1977-1984, завођење ревизора двоструким евиденцијама 1983-1988. и манипулирање количинским и вредносним годишњим пописом 1986-2002. Више о томе говоре Bayou i Reinstein (2001).

Пре десет година били смо сведоци великог финансијског колапса, који је био последица намерног (преварантског) надувавања прихода, скривања дугова и манипулирања управа са зарадама запослених, а све је то за собом повукло америчке бурзовне индексе у години 2001, да су само они изгубили 90%

своје вредности. Многи истраживачи (Lehman i Okcabol 2005, Varitz, 1960; Galambos, 1975; Hunt, 1980; Hurst, 1970; Kolko, 1963; McCraw, 1975) анализирали су какво је било разумевање економске логике пословања предузећа у време кад су преваранти извршили превару. Заједнички називник за све наведене истраживаче није само хронолошког утврђивања чињеница и анализа намјера починитеља, већ и то да је рачуноводство као струка, те као друштвена и политичка околина, имало у очима превараната, врло јак и утјецај на извршење превара. Друга заједничка тачка тим истраживањима је наука, који говори о томе да се рачуноводство мора реконструисати како до таквих превара не би више долазило.<sup>1</sup> Из тога можемо добити први одговор на питање како се борити против ширења нежељених радњи у рачуноводственој делатности. Одговор налазимо у промени правних и општеприхваћених рачуноводствених правила и решења (стандарда).

Поновна дебата о томе шта струка мора променити зато се увек врти око општеприхваћених рачуноводствених и ревизијских правила (стандарда), која, као што можемо приметити након сваког великог финансијског колапса (примећујемо да се у случају великих финансијских колапса нарочито увек ради о великим америчким предузећима) указује на промене, на примјер, рачуноводствени и ревизијски стандарди, законодавство. Посебно вреди поменути Sarbanes-Oxleov закон (2002), те бројна друга правна правила у целом свету.

При свему томе констатује се, да те мере очито нису довољне, јер ствари не иду боље, већ се пропаст организација и привредни криминал константно повећава. Доказ за то је тренутна финансијска и економска криза, започета крајем 2008. године. Зато морамо потражити узроке и наћи прикладнија решења, да би се спречила поновна уплетеност рачуноводствене делатности у потхрањивању привредног криминала. Морамо настојати да је рачуноводство у ствари проверавање како и да ли уопште рачуноводствене информације и рачуноводствена делатност делују као друштвена снага да друштво у којем живимо буде економски уравнотежено и "поштено". Рачуноводствена делатност и привредни криминал имају, наиме, заједнички јак друштвени набој, као и

---

<sup>1</sup> За упоредбу погледати Arnold (1999), Arrington and Puxty (1991), Briloff (2001), Gallhofer et al. (2001), Okcabol (2002), Parker (1986), Tinker (1991), Tinker and Gray (2002).

законодавство, друштвена одговорност, економске и финансијске кризе, политика, размишљање младих, такмичарство и сиромаштво. Стога у време кризе морамо размишљати како рачуноводствена делатност делује на друштво. На пример, можемо поставити питање како то да ревизија као део рачуноводствене делатности није успела спречити преваре и недозвољене радње руководиоца и рачуноводствене делатности. Одговор се вероватно скрива у порасту опсега саветодавних услуга ревизора. Њихове саветодавне услуге управама организација биле су под лупом бројних институција 2001. године, након првог великог финансијског колапса у 21. веку. Тражио се одговор да ли саветодавне услуге ревизора слабе њихову неовисност и може ли то угрозити њихово темељно посланство. Након обављених истраживања, национална удружења ревизора и надзорне институције рачуноводствене делатности дошле су до закључка: "Не постоје статистичко поуздани докази, да саветодавне услуге ревизора слабе њихову неовисност, као што не постоје докази да умањују квалитет ревидирања, зато није потребно подузимати никакве мере, да би се саветовање ревизора регулирало." (Sunder 2005). Забране, да ревизори обављају саветодавне услуге нису никада биле прихваћене, а након истраживања U.S. Securities and Exchange Commission, ревизијска друштва су до краја 2001. године неревизијским радом остварила 2,69 \$ на сваки долар остварен ревизијом (Bilello 2002; Financial Times 2002). Затим је дошао други вал финансијских колапса, догодили су се Enron, Worldcom, Parmalat и други. Тек сада је велик део друштва постао свестан да и бројке могу такођер заварати, те да је рачуноводствена делатност друштвена снага о којој је потребно озбиљно размишљати.

Но, ако бројке могу заварати, може ли рачуноводство посједовати информације и сагледати право стање ствари, што се заправо догађа у предузећима. У поштено представљање је увек укључена субјективност и партнерство рачуноводства с руководством, и није никада сасвим неутрална у погледу друштвене правичности. Различитост интереса свих у друштву је увек фактор који нас присили да изаберемо неку страну, кад смо у конфликту интереса свих у друштву. Бројке нас, дакле, информишу о извршеном избору и у тражењу поштене презентације, која пак не може бити праведна, јер је већ био обављен избор стране интереса у друштву. Дакле, уочавамо да рачуноводствена правила и стандардизирана решења, не само да утичу на то како производимо ресурсе и како су дистрибуирани у економији већ и на начин како је потребно економију организовати и шта је за друштвено (економско) рационално (Cooper in Robson 2006). То нас подстиче на размишљање зашто опћенито прихваћена рачуноводствена правила (стандарди), која имају моћ

кажњавања ако их не поштујемо, нису успела у својем посланству и намери, да будемо "поштени" и "фер" код рачуноводственог извештавања. Мислим, да нас је пут стандардизације рачуноводственога извештавања довела у клопку, у којој су правна правила надоместила норме понашања у пословном свету а и у рачуноводственој делатности. Равнотежа међу правним и стручним правилима и друштвеним нормама, није само жељено у економији, него у свим аспектима живота, као што су породица, суседство, алкохол, радне навике, облачење, спорт, друштвене навике, итд. Ако сажмемо све те спознаје, поново долазимо до истог закључка - да је потребно дубље разумети везу између рачуноводствене делатности и привредног криминала.

Зато треба одговорити на питање зашто је дошло до превара у рачуноводственој делатности? Узроке за преваре помоћу рачуноводства и ревизије, могу се поделити на тренутне, средњорочне и дугорочне. *Тренутни узроци* леже у уверењу руководилица, рачуновођа, ревизора, правника и банкара да могу испунити своје обавезе да не би уништили свој углед или остали без своје финансијске будућности. Таква уверења, наравно, подупиру грешке или неспособност државних органа и других надзорних органа да се поштено и одговорно понашају. Решење за проблем тренутних узрока превара скрива се у посебној струци унутар рачуноводствене делатности, која може помоћи при "дисциплинирању" потенцијалних и стварних починитеља привредно-криминалних и недозвољених радњи. Дисциплинирање значи да ће се починитељи превара открити и судски прогонити, те и правомоћно осудити за недозвољена понашања.

*Средњорочни узроци* темеље се на одлуци да светска економија треба оштру конкуренцију ревизора с циљем повећања њихове успешности (Sunder 2003). Квалитет извршенога рада ревизора није наине никада био у интересу управа и власника. Зато је теорија конкуретности, по којој већа понуда повећава економску ефикасност (ниже трошкове), прво води до пада цена ревизијских услуга а затим и до (великог) пада њиховог квалитете. Овај би се проблем, у случају друштвенога и политичкога консензуса у оквиру темељног посланства ревизије и његовог одговарајућега (ценовног) положаја у друштву, могао доста брзо решити. Један од начина решавања пада квалитета ревизијске делатности би било и "дисциплинирање" ревизора, на једној, и оквирно постављање цена ревизијских услуга, на другој страни.

*Дугорочни узрок* можемо приписати преласку рачуноводственог извештавања о резултатима са извештавања на основи пословних и друштвених навика на извештавање према рачуноводственим стандардима. То је проузроковало виртуализацију свих видика

рачуноводства, јер су се изгубиле пословне и друштвене норме, а у извештавању је остао само привидан свет поштеног, поузданог и лојалног извештавања. Виртуализација рачуноводства помоћу стандарда је заменила праву пословну праксу и навике друштва. Ношење одела и кравате у уреду је друштвена норма неке околине, иако то није записано у формалним правилима, јер људи носе одела и очекују да ће их носити и други. У великом литерарном опусу психологије (Cook 2001), социологије (Granovatter 1985) и политичке науке (Putnam 1993) записано је, да кључ до поверења лежи у личним односима и друштвеном понашању тржишних учесника, а не у правним правилима и формално увреженим нормама. Прелазак из друштвених норми на стандардна решења у рачуноводству и ревизији био је поступан и спор процес (скоро цели век). Формални стандарди захтевају формалну присилу да би били ефикасни. Државне институције, судови, стручна удружења и удружења предузетника помажу при имплементацији стандарда и активно прате њихову примену. Систем се пред распадом уздржава тако да се кажњавају починиоци, чак и интернационално. Покушаји да хармонизирамо рачуноводствену делатност и рачуноводствено извештавање у свету су можда бурни и неразумни, у најмању руку зато што не узимају у обзир локалне посебности културе и друштвених норми. Да ли је могуће поново постићи поверење у рачуноводствено извештавање предузећа, не узимајући у обзир друштвене норме? Мислимо да је након 70 година непрестаних напора за стандардизирање финансијског извештавања одговор пред нама, али грешка је учињена и немогуће ју је поправити (било би и економски нерационално). Но, нешто је ипак потребно учинити. Заменили стандардна решења нормама је неизводиво, али се треба побринути да се она поштују и да буду прихваћена као друштвена норма. И најважније што морамо направити је вратити поверење у рачуноводствено извештавање на основу стандардизираних решења. Како је могуће постићи поштовање стручних правила и на место њихове виртуалне употребе побринути се за њихову стварну употребу? Одговор гласи: помоћу нове гране рачуноводствене делатности - форензичког рачуноводства.

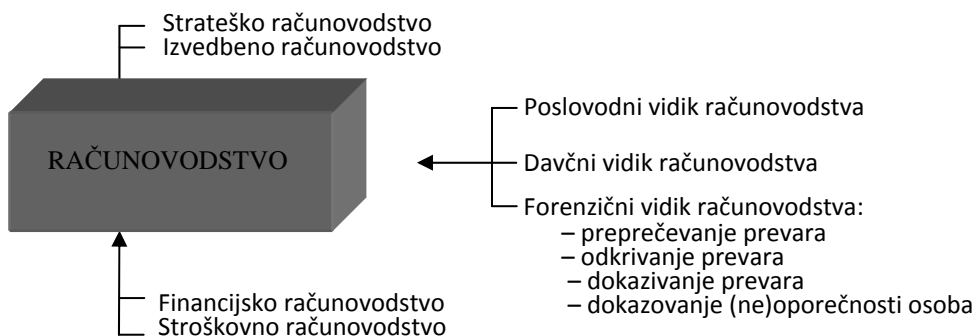
То је важно јер је рачуноводство један од кључних елемената да се изведе или прикрије привредни криминал, јер статистика праћења превара према професијама најчешће наводи управо рачуноводствену делатност и руководиоце на највишим положајима одлучивања. Зато што 29 % починитеља превара ради у рачуноводственој делатности и 18% руководилаца на највишим нивоима представља далеко највећу скупину, које друштву наносе и највећу штету својим недозвољеним равнањем (ACFE 2008) и зато што криза још није за нама и највеће преваре још се очекују (KPMG 2009). Све су то разлози који дају мотив да нешто морамо

учинити, те да је право време за нову грану рачуноводствене делатности, која рачуноводству може помоћи да врати некадашње поверење.

## 2.2. Појам форензичког рачуноводства

Појам *форензички* потиче од латинске речи *форенсис* и значи судски, односи се на суђење.<sup>2</sup> У пословном и личном животу постоје разне делатности које се искључиво или успутно баве форензичким радом. Међу њима је и *форензичко рачуноводство* као нова грана рачуноводствене делатности, односно посебна стручна радња, којом се бави форензички рачуновођа. Он на професионалан начин оцењује стварну (*закониту*) и поштену (*моралну*) обраду економских категорија, њихово приказивање и извештавање за судске, пословне, пореске и друге потребе.

Слика 1: Место форензичког рачуноводства у склопу целокупне рачуноводствене делатности<sup>3</sup>



Прије свега ради се и о посебној врсти рачуноводствене истраге и оцењивања, које је намењено спречавању и откривању, те доказивању превара или других казних радњи и о суду струковне и професионално етичке неупитности и поузданости физичких особа те давање реалних

<sup>2</sup> Појам *форензичко* је све чешће присутан у нашем свакодневном животу. Реч *форензичко* наине брзо повезујемо с форензичима, који раде нешто у свези са судством или судом. То је тема коју јавност прати с радозналости. Поглед у ССКЈ (2000) показује, да судски значи нешто што се тиче судства, форензичка хемија, психологија; а форензичка медицина је судска медицина. Велики речник страних речи (2002): форензички, лат. *forensis*, нешто, што припада форуму, јавному, тргу; јавни или судски, обично хемија, медицина или психијатрија.

<sup>3</sup> Vir: Koletnik F. in I. Kolar: Forenzičko računovodstvo. Zveza računovoda, finančnikov in revizora, Ljubljana, 2008.



мишљења о потенцијалној опасности или стварној присутности правно недозвољених радњи у њихову раду.

### 2.3. Разлози за деловање форензичкога рачуноводства

Много институција у земљи и свету се бори против привредног криминала. При томе се питамо имају ли они довољно знања, способности и искуства, потребних за ефикасне истраге и оцењивање узрока и последица пословних радњи, који се исказују у кривотвореном рачуновођењу и/или рачуноводственом извештавању. Сви који се суочавају са све чешћим и захтевнијим привредно-криминалним примерима, при којима је потребно имати широко и продубљено знање о пословно-привредним видцима деловања предузећа, и разумевање о улози носилаца рачуноводствене и ревизијске делатности и форензичког рачуновође, питају се јесу ли способни супротставити се привредном криминалу. Јесу ли представници судске власти, криминалисти, рачуновође, ревизори и руководство способни супротставити са изазовима спречавања, откривања и судскога доказивања превара. Сви споменути се сусрећу са сличним, али и различитим тешкоћама, то јест с помањкањем посебних знања и вештина. Ревизорима недостају знања из подручја криминалне истраге, правних норми, а представницима државе, задуженим за порезе и доприносе, недостаје продубљено познавање пословања и рачуноводства, док руководству обично мањкају сва претходно поменута знања. У сврху испуњавања те празнине, рођена је нова научна дисциплина и делатност - форензичко рачуноводство, и нови вештак - форензички рачуновођа. Он би требао бити оспособљен за борбу против нарастајућих привредно-криминалних радњи правних лица и појединаца.

Форензичко рачуноводство је први пут поменуто 1824. године у Glasgowу, у Шкотској (Ramaswamy, 2007), а његова примена у пракси је нарочито присутна последњих година. Најпре су осетили потребу за услугама форензичких рачуновођа у банкама, осигуравајућим друштвима, а у последње време пре свега у полицији и истражним институцијама за спречавање привредног криминала.

Форензичко рачуноводство и професионални форензички рачуновођа попуњавају празнину међу рачуновођама, ревизорима, инспекторима и другим представницима државне и судске власти, којима недостају посебна знања и вештине за спречавање, откривање и доказивање казних и других недозвољених радњи на подручју успостављања, деловања и гашења предузећа. Ради се о стручно захтевним и преплетеним пословним односима и трансакцијама, у које могу бити

укључене и казнене и друге недозвољене радње, које је потребно истражити, оценити и дати стручно мишљење за правне, пословне, пореске или друге информацијске потребе. Данас је највише образованих и искусних форензичких рачуновођа у Сједињеним Америчким Државама, за што је најзаслужније америчко Удружење вештака за истрагу привредног криминала (*Association of Certified Fraud Examiners*).<sup>4</sup>

#### 2.4. Извођачи форензичкога рачуноводства

Носилац задатака форензичкога рачуноводства је форензички рачуновођа, који је вештак са изврсним пословно-економским и економско-правним знањима, те има све карактеристике: образованост, углађеност, промишљености, хтење, изворност, поузданост, кооперативност, праведност, истинољубивост, поштеност, самосвест и друге врлине.<sup>5</sup>

Форензички рачуновођа је главни и одговорни носилац превентивних и куративних радњи, које се врше у сврху смањења ризика повезаних с привредно-криминалним радњама. Носилац форензичкога рачуноводства:

- проверава и оцењује (не)прикладност савлађивања пословних ризика, да се спрече, *открију или докажу преваре односно друге казнене радње*;
- уз подршку одговарајућих (веродостојних) доказа *даје неовисно и непристрасно мишљење о (не)упитности савлађивања пословних ризика те о узрочницима насталих превара или других казненних радњи*.

При својем раду мора имати довољно широко пословно-организацијско знање и искуство, мора бити стручно и морално поуздан (без приговора), тако да је његово професионално мишљење (суд) о пословању и с њим повезаним преварама или другим недозвољеним радњама довољно уверљиво. Његове спознаје темеље се на важећим рачуноводственим, ревизијским, криминалистичким и другим сродним доктринама, подржаним савременим теоретским открићима и најбољом праксом, те с општеприхваћеним професионално-етичким нормама. Ради се о тражењу и доказивању струковне и професионално-етичке (не)истине

---

<sup>4</sup> Више информација о форензичким рачуновођама могуће је добити на интернетној страници: <http://www.acfe.com/>), о Вештацима за истрагу господарскога криминала (англ. *Association of Certified Fraud Examiners*) и на интернетској страници: <http://acfsnet.org/index.htm> ин на: [www.acfe.com](http://www.acfe.com).

<sup>5</sup> Преузето од: Ivan Turk: Revizor kot celovita odlična osebnost (enajst pogledov na odličnost). Zbornik referata osme konferencij revizora. Slovenski inštitut za revizijo, Ljubljana 2002, str. 37–44.

и (не)поштености у пословној евиденцији (пословним листама и записима), у пословним књигама и пословним извештајима и утицају недозвољених радњи на смањење господарских користи деоничара (engl. *stakeholders*). Ако полазимо од темељне претпоставке *да је рачуноводство стварна слика, односно пословни језик свакога предузећа, онда из те слике можемо уочити присуство недозвољених радњи.*

Форензички рачуновођа посвећује главну бригу анализи узрока и последица (engl. *cause & effect analysis*) проучаване појаве односно феномена, као и откривању превара или других недозвољених радњи (ако постоје) и његовог утјечаја на рачуноводство и рачуноводствено извештавање. Основни принцип при истрази такве врсте је оцена чињеница, то јест стварних догађаја, процеса или стања, а не оцена формалних (про-форма) рачуноводствених и/или нерачуноводствених извештаја.

Форензичко рачуноводство је, дакле, посебна рачуноводствена активност коју обавља форензички рачуновођа који је способан *разоткрити и оцијенити изгубљене економске користи, штете и обавезе,* које проузроче *казнене и друге недозвољене радње.* Може бити од помоћи финансијском или пореском ревизору, односно инспектору, као и у припреми оптужнице, или у судском поступку. Може бити укључен у различитим фазама разоткривања казних економских радњи и оптужби починитеља.

Носилац форензичкога рачуноводства у Сједињеним Америчким Државама је вештак са стеченом лиценцом Удружења вештака за истрагу привредног криминала (engl. *Association of Certified Fraud Examiners, ACFE*). Ради се о водећој стручној организацији вештака, која окупља више од 43.000 чланова из САД-а и из стотине других држава, у којима то удружење има своје огранке (engl. *Chapters*). Стручну подршку при откривању и спречавању привреднога криминала нуди свима онима који се боре против таквих недозвољених радњи. Удружење је било установљено 1988. са седиштем у Аустину, у Тексасу, и редовно запошљава 50 сарадника. У САД-у и другде по свету организира образовање и проверу знања кандидата о стандардним методама истраге, брине се за то да ти вештаци при свом раду буду професионални и да поштују кодекс професионалне етике тога удружења (engl. *Code of Professional Ethics*). Својим члановима додељује стручни назив *Certified Fraud Examiners, CFE*. Удружење нуди члановима разне облике функционалнога образовања о привредном криминалу (семинари, конференције), издаје публикације и стручне књиге угледних аутора из

тог подручја. Подржава високошколско образовање и за те програме нуди одговарајуће студијско градиво.<sup>6</sup> Досада су његови чланови по целом свету суделовали при бројним истрагама с цивилно - правног и казнено - правног подручја.

Форензички рачуновођа је, дакле, креатор неовисних и објективних знања (информација) о привредној истини. Објективност захтева реалан приступ, иако то у потпуности није могуће постићи. Управо је зато важно да су носиоци те делатности свесни да је њихово професионално држање кључни фактор којим постижу поверење у свој рад. Кад не би било субјективности, не бисмо ни требали судских вештака, оцењивача вредности, ревизора и других повереника, који управо својим стручним и моралним држањем уживају поверење људи.

## **2.5. Форензичко рачуноводство у борби против превара у привреди**

Најпре неколико чињеница о обиму привреднога криминала а тиме и разлога за укључење форензичкога рачуноводства у борби против превара и привредног криминала. Привредни криминал је по оценама 16.606 овлаштених истраживача привредног криминала и овлаштених ревизора Сједињених Америчких Држава 2008. узроковао штету у висини од 7% прихода америчких предузећа (ACFE 2008)<sup>7</sup>. Преведено на ниво целокупне привреде то износи невероватних 994 милијарди америчких долара губитка националног бруто друштвеног производа Америке због привреднога криминала (ACFE 2008).

Статистичких података или оцена колика је штета због привредног криминала у Словенији, или висина жртвованог БДП-а и штета на рачун прихода словенских предузећа, немамо. Но, имамо оцену словенске полиције, да су 2008. године привредно казнена дела узроковала 112,5 милиона евра штете (Словенска полиција 2008). У Словенији је последње године привредни криминалитет по броју откривених радњи порастао за 5,4%. Кад бисмо то прерачунали (словенски БДП за годину 2008. износи 37.126 милиона евра), штета би износила око 0,3 % националног БДП-а Словеније. Сматрамо да је та бројка тако мала зато што је у Словенији пуно више привредно-криминалних радњи остало неоткривених. Тешко је

---

<sup>6</sup> Више о томе на интернетској страници: [www.acfe.com](http://www.acfe.com).

<sup>7</sup> Под изразом предузеће подразумевамо све облике организација од привредних друштва до јавних установа и самосталних предузетника.

поверовати да се природа и начин америчког привредног пословања разликује од словенскога за више од 2300 процената.

Према извештајима америчких форензичких рачуновођа, 35% превара је последица непримерних унутарњих контролних поступака у предузећима (ACFE 2008). Највише примера привредног криминала, чак 29%, узроковали су вршиоци рачуноводствених послова, а тек на другоме месту, с 18 процената носиоци су послова управљања и вођења. Привредни криминал у САД-у најчешће се повезује с неоправданим присвајањем средстава, и то у 91,5% примера а најмање с преварантским извештајем. Због тога је врло важно истакли да далеко највеће штете узрокују управо преварантски извештаји о пословању предузећа. Привредни криминал најчешће почиње у облику корупције, око 27,5%, те се наставља у остале шеме недозвољених и казних радњи.

Уверени смо да ти подаци указују на чињеницу да је привредном криминалу потребно посветити сву нашу пажњу. Посебан напор је потребно уложити у откривање и судско прогањање привреднога криминала у рачуноводственим звањима и рачуноводственим извештајима. Не верујемо да се Словенија при томе битно разликује од осталих капиталистичких држава.

Ако неко сумња или оповргава рад и понашање рачуновођа, руководиоца или других сарадника у предузећу и сматра да су њихове радње законско недозвољене и да за њих могу бити судски прогоњени, онда имамо јак разлог за сарадњу с форензичким рачуновођом. Таква сумња се може јавити при било коме, а најчешће ће корисник таквих форензичких услуга употребити истражне налазе за судске, пореске и/или пословне потребе. Осим тога, доказаћемо му и примерима, када се на пословном или надзорном нивоу жели добити одговор постоје ли наговештаји, односно знакови пословно недозвољених радњи, и је ли заиста присутна стручна и/или професионално-етичка (не)правилност осумњичених починитеља пословних радњи.

У форензичком рачуноводству најчешће се ради о посебној врсти независне и непристране истраге и оцењивања правилног и етички прихватљивог (пре свега законитога) понашања у деловању предузећа. То су темељни задаци носиоца те делатности, којима се могу придружити и друге сродне обавезе. Форензичар за рачуноводство може наступити:

- као *неовисни вештак* за истрагу и оцењивање стручно правилнога и етички неупитног понашања учесника у пословању предузећа;
- као *саветник* наручиоцу за утврђивање и/или постизање жељене спознаје о неупитности истраживане особе или истражног догађаја, процеса или стања;

- као *посредник* (медијатор) при усклађивању мишљења партнера (странки) с различитом сликом о стварном и поштенем пословном догађају, процесу или стању.

У истражном поступку, форензичар прикупи непобитне доказе, с којима потврђује своје мишљење као вештака. За то мора имати потребна знања, барем на нивоу аналитичара, ревизора или другог привредног процењивача, а потребна су му и знања и вештине о самој методици форензичке истраге. Садржај рада обичног и форензичког рачуновође разликује се у обавезама: први доказује неупитност/неспорност свог рада, а други његову могућу упитност/спорност. Осим што познаје методику форензичке истраге и одређене начине, методе и технике истраге, он мора доћи до поузданих спознајних подлога (извора), који несумњиво и уверљиво доказују могућу упитност/спорност рачуноводства и/или рачуноводственог извештавања. Тек таква преиспитивања и оцене могу бити веродостојна подлога за правне и друге пресуде истраживаних (не)спорних радњи.

Рад форензичког рачуновође је професионално<sup>8</sup> и циљано, тесно повезано с неовисним и непристрасним деловањем носиоца рачуноводствене делатности у предузећу. Зато је његов рад повезан с разноликошћу рачуноводствених садржаја и корисника рачуноводствених исказа и других рачуноводствених извештаја. У наставку ће бити представљена три главна подручја, односно скупине корисника, којима форензички рачуновођа може помоћи својим услугама.

Форензичко рачуноводство може дати подршку руководству и надзорницима предузећа, истражним и судским органима прогона казних радњи те пореским и другим државним органима. У наставку представљамо, пре свега, услуге форензичког рачуноводства за последње две скупине корисника.

Форензички рачуновођа је примеран вештак у судским предметима, у којима његова неовисна и непристрасна оцена може одлучујуће деловати на пресуду у казнено или цивилно-правним примерима. У пословном животу више је разлога за остварење стручног мишљења: у случају проверавања и оцењивања веродостојности каквог пословног извештаја или стварности/истинитости пословног догађаја, процеса или стања, како би заинтересирани о томе предмету могли добити неовисно и

---

<sup>8</sup> Професионални рад није једнак раду у струци. Рад у струци је врло захтјеван, а лице које обавља тај рад посједује универзитетско образовање и практична искуства (вјештине). Рад у струци је често и струковно регулирано и надзирано, те има шире јавно значење, зато је уређено законом, струковним начелима, стандардима и другим обвезујућим правилима.

непристрано мишљење. Такве потребе захтевају добро познавање свих страна предузетничке економије, дакле теоретских и практичних аспеката деловања предузећа, правних, пословно-организацијских и других норми, које уређују њихово деловање. Одговарајућим знањима проучавања, контрола, ревизија и криминалистичких знања, такав вештак може проверити и неовисно и непристрасно оценити њихову (не)правилност.

Форензички рачуновођа обавља задатке за судске потребе и наступа у улози судског вештака у случајевима када је потребно:

- откривање (истрага и оцењивање): (а) спорних/упитних пословних догађаја, процеса и стања, (б) намерног или ненамерног прикривања стварне слике о пословним догађајима, процесима или стањима, (ц) неистинитог и непоштеног рачуноводственог извештавања;
- неовисно и непристрасно писмено и/или усмено вештачко (експертно) мишљење о радњама унутар економског положаја, те пословног и новчаног успеха предузећа, за које постоји наводна сумња за њихову нелегалност.

При томе се ради о подршци истражним и/или судским органима прогона починитеља казних радњи. Да би при обављању своје задаће били делотворни, штедљиви и успешни, требају правовремене и недвосмислене доказе. Свака оцена има своју "употребну вредност", ако је починиоцу изречена на разуман начин и у разумном року. При изрицању казни треба бити *праведан*, па за кривично дело треба одмерити праведну (правилну) казну свима који су суделовали у неком спору. Владати мора закон, а починиоцима кривичних дела потребно је праведно пресудити. При томе мора бити закон за све једнак. Кажњени могу бити само ако им је доказана кривња (а не само због сумње), а казнена мера мора бити у сразмеру с тежином дела.<sup>9</sup>

Форензички рачуновођа својом истрагом помаже истражним и судским органима прибавити ваљане доказе о привредним преварама и другим недозвољеним радњама и у вези с тим спознаје о:

- организираности пословања предузећа, организацијској структури (формалној и неформалној) укључујући и опис компетенција, задатака и одговорности, с нагласком на оценама финансијских овлаштења и одговорности;
- режијским делатностима при пословању предузећа, укључујући финансијску, рачуноводствену и надзорну делатност истраживане код

---

<sup>9</sup> Божидар Дебењак, филозоф: Регенерација бесед праваца, правичност, кривда, умно равнање. Разправа о реформи казненског законика. Дело, Сobotна прилога, Љубљана, 16. фебруар 2008, стр. 12.

правних лица, да би придобили одговарајуће доказе о упитним/неисправним, односно исправним пословним догађајима, стањима и понашања учесника у раду предузећа;

- о начинима деловања, политици, стратегији, процедурама и стандардима предузећа, који могу представљати важне факторе за разумевање могућих или већ изведених привредно-казнених радњи;
- информацијском систему, како компјутерском тако и у примеру не-компјутерског система за сакупљање, обраду и контролу података о пословању предузећа;
- прикладности, односно неприкладности унутрашњег контролног система, са поштовањем сваког идентифицираног знака постојања и стварног чињења привредно–криминалних радњи.

Форензички рачуновођа своје услуге нуди и пореском или другом државном органу, задуженом за сакупљање пореза и/или доприноса. Стручну помоћ им може нудити тако да:

- истражује и открива околности и радње особа, које су пореском органу посредовали криве или непотпуне податке о порезно важним предметима;
- упозна порески орган, да није био обавештен о порезно важним радњама које нису у складу са законском обавезама;
- обавести порески орган о непотпуној употреби пореских ознака (пореских бројева) или других важних података за обрачун пореске обавезе, које нису у складу са законом;
- помаже у откривању пореске преваре реконструирајући пословне догађаје, процесе или стања, за које нема видљивих или одговарајућих подлога (листина) или трагова.

Главна употребна вредност услуга форензичкога рачуновође је повезана с откривањем и истрагом пореских утаја, које су по важећем пореском закону недозвољене и представљају казнене радње. О утаји пореза говоримо кад порески обвезник на основи неплаћаних обавеза у целисти или деломично избегне плаћање пореских обавеза, или их плаћа касније на основи достављеног решења пореског органа.

Форензички рачуновођа може корисно сарађивати с представницима државе на свим нивоима прикупљања пореза, а не само при судском гоњењу пореских обвезника. За успешну сарадњу при истрази прикупљања пореза и прихода мора добро познати врсте пореских утаја.

## **2.6. Остваривање услуга форензичкога рачуноводства**

Форензички рачуновођа мора добро познати опште начине, методе и технике привреднога проучавања, које сусрећемо не само при проучавању



(анализирању), већ и у надзирању, истраживању свих врста привредних истрага, дакле и у форензичкој истрази рачуноводства и рачуноводственога извештавања. Ради се о мање-више познатим начинима, методама и техникама просуђивања, које су развиле економске и сродне научне дисциплине. Ако се у процесу просуђивања сусрећемо с појавама и процесима које економска или друга наука није истражила и није нашла општеважећа решења, имамо посла са научно-истраживачким процесом, који се исто тако остварује по начелима логичког размишљања, само што при решавању проблема морамо утирати пут на још непознат – изворан начин. Процес обављања задатака форензичкога рачуноводства одвија се у следећим корацима:

1. *припремна фаза*: конституисање самосталне форензичке делатности, која може – у правилу великих и повезаних предузећа – бити остварена с властитим форензичарима у оквиру унутарње ревизијске делатности или као самостална делатност. У средњим и малим предузећима можемо се одлучити за спољне извођаче превентивне и куративне форензичке делатности;
2. *фаза планирања*: дугорочно и краткорочно планирање спречавања и усавршавања форензичких истрага, потребних елемената и средстава;
3. *изведбена фаза*: препознавање проблема, у вези с преварама, планирање истражног задатка, сакупљање доказа, проучавање и вредновање доказа, састављање извештаја и извештавање о налазима истраге;
4. *чување и уређивање докумената* о обављеним задацима и о вештачким извештајима.

Рад форензичкога рачуновође, дакле, може бити усмерен превентивно и куративно. Смисао превентивног рада је у томе да се њиме спречава настанак недозвољених привредних радњи. Оне нису присутне, а нема ни видљивих знакова да би се могле догодити. Помаже при успостави одговарајућег контролног система за овлађивање такве врсте пословног ризика. При куративном раду се сусрећемо с појавама које указују на казнене радње Од форензичара очекујемо да преиспита и оцени такве недозвољене радње и да о њима да неовисно и непристрано мишљење, посвједочено с довољно поузданих доказа. Мислимо да потенцијалне почиоце привредно-криминалних радњи, већ сама спознаја о новим облицима битке против њих (као што је на пример форензичко рачуноводство) може увелико одвратити од њихових неморалних и недозвољених намера.

### 3. Закључак

У Сједињеним Америчким Државама је ФБИ (engl. The Federal Bureau of Investigation) у 2009. години планирао двоструки број агената у односу на претходну годину за борбу против привредног криминала. Сви нови и постојећи сарадници, који раде на откривању и прогону привредног криминала у споменутој америчкој институцији, морају обавити посебно усавршавање на подручју форензичког рачуноводства (The New York Times, October 19, 2008). У Аустралији је, према анкетама (КПМГ 2008) за извештавање о пословним резултатима, могуће очекивати знакове преварантског извештавања у 45% примера привредног криминала извршеног у 2009. години (КПМГ 2009). Према мишљењу швицарских и аустралијских ревизора, преварантско рачуноводствено извештавање је највећу штету у протеклој и текућој години донело финансијским институцијама, које су већ ионако у критичном положају због опште финансијске и економске кризе. Драстичан пораст привредно-криминалних радњи предвиђа се и за мале предузетнике и предузећа (Reiter, M. i drugi, 2009).

На основи праћења понашања рачуноводствене делатности у последњим кризама, које су имале за последицу пропаст економских гиганата, закључујемо да ће се, као прво, драстично променити правила деловања рачуноводствене струке, а при томе мислимо на рачуноводствене и ревизијске стандарде. С обзиром на то да смо дошли до спознаје да то није довољно, да је пут стандардизације у рачуноводственој делатности био доста непромишљен потребно је да се та правила поштују као друштвена норма а не да буду само мртво слово на папиру. Друга велика промена односи се на дисциплину и поштење одговорних особа повезаних с рачуноводственом делатношћу, пре свега у оквиру извештавања и његовог надзора, што је до сада било на врло ниском нивоу. Кључно ће бити поново успоставити поверење у рачуноводствену делатност, а таква очекивања захтевају нова решења. Сматрамо да форензичко рачуноводство може бити добар партнер свима онима којима је у интересу спречавање привредно-криминалних радњи, и може значајно помоћи враћању поверења у рачуноводствену делатност.

Могуће је очекивати да ће се у скорој будућности најпре распламсати привредни криминал, који ће бити праћен борбом против те појаве. При томе ће у англосаксонским државама одлучујућу улогу одиграти управо форензичко рачуноводство и форензички рачуновођа. Сматрамо да је прави тренутак да и ми препознамо снагу и корист форензичког рачуноводства.

## 4. Кориштени извори

### 4.1. Литература

1. ACFE - Association of Certified Fraud Examiners. 2008. Report to the Nation on Occupational Fraud and Abuse, 2008. *Dostopno na: www.acfe.com*
2. Arnold P. J. 1999. From the union hall: a labor critique of the new manufacturing and accounting regimes. *Critical Perspectives on Accounting*, 10(4): 399-424.
3. Arrington C. E. Puxty A. G. 1991. Accounting, interests, and rationality: a communicative relation. *Critical Perspectives on Accounting*, 2(1): 31-58.
4. Baritz L., *The servants of power: the use of social science in American history*. New York: Wiley, 1960.
5. Bayou M. E. in Reinstein A., 2001. A systematic view of fraud explaining its strategies, anatomy and process. *Critical Perspectives on Accounting*, 12(4): 383-403.
6. Bilello T., 2002. How to prevent another Enron tragedy. Hofstra University, Working Paper, May.
7. Božidar Debenjak, filozof: Regeneracija besed pravica, pravičnost, krivda, umno ravnanje. *Razprava o reformi kazenskega zakonika*. Delo, Sobotna priloga, Ljubljana, 16. februar 2008, 12.
8. Briloff A., 2001. Garbage in/garbage out: a critique of fraudulent financial reporting: 1987–1997. *Critical Perspectives on Accounting*, 12(2): 125-148.
9. Cook, K. S. *Trust in society*, The Russell Sage Foundation Series on Trust, vol. II. Russell Sage Foundation, New York, 2001.
10. Cooper David J. in Keith Robson., 2005. Accounting, professions and regulation: Locating the sites of professionalization. *Accounting, Organizations and Society*, 31(4-5): 415-444.
11. F. B. I. Struggles to Handle Financial Fraud Cases, *The New York Times*, , October 19, 2008. *Dostopno na spletni strani* <http://nytimes.com>
12. Galambos L., *The public image of big business in American, 1880–1940, a quantitative study in social change*. Baltimore: John Hopkins University Press, 1975.
13. Gallhofer S., Haslam J. Roper J. 2001. Applying critical discourse analysis: struggles over takeovers legislation in New Zealand. *Advances in Public Interest Accounting*: 121-156.
14. Granovetter, M., 1985. Economic action and social structure: the problem of embeddedness. *American Journal of Sociology*, 91 (3): 481–510.
15. Hunt EK. *Property and prophets: the evolution of economic institutions and ideologies*. New York: Harper and Row, 1980.

16. Hurst J. W. The legitimacy of the business corporation in the law of the U.S. 1780–1970s. Charlottesville: The University Press of Virginia, 1970.
17. Koletnik F. in I. Kolar: Forenzičko računovodstvo. Zveza računovoda, finančnikov in revizora, Ljubljana, 2008.
18. Kolko G., The triumph of conservatism: a reinterpretation of American history 1900–1916. London: Collier-Macmillan, 1963.
19. KPMG 2009. KPMG Fraud Survey 2008. Dostopno na spletni strani [http://www.kpmg.ch/docs/KPMG\\_Forensic\\_Fraud\\_Survey\\_2008\\_Australia\\_New\\_Zealand.pdf](http://www.kpmg.ch/docs/KPMG_Forensic_Fraud_Survey_2008_Australia_New_Zealand.pdf).
20. Lehman Cheryl R. in Fahrettin Okcabol., 2005. Accounting for crime. *Critical Perspectives on Accounting*, 16(5): 613–639.
21. McCraw T., 1975. Regulation in America; a review article. *Business History Review*, Summer: 159–83.
22. Okcabol, F., 2002. Auditors' compliance with employment eligibility verification form I-9 of the immigration reform and control act of 1986. *Advances in Public Interest Accounting*, 9.
23. Parker, L. D., 1986. Polemical themes in social accounting: a scenario for standard setting. *Advances in Public Interest Accounting*: 67–93.
24. Putnam, R. D., *Making Democracy Work*. Princeton University Press, Princeton, NJ, 1993.
25. Reiter, M i drugi. 2009. Will 2009 be a busy year for commercial disputes? *Forensic Accountant*, 6(33) Winter 2008/2009, 10–16. Dostopno na spletni strani [http://www.kpmg.ch/docs/20090206\\_KPMG\\_Forensic\\_Accountant\\_Issue\\_33\\_Winter\\_2008\\_09.pdf](http://www.kpmg.ch/docs/20090206_KPMG_Forensic_Accountant_Issue_33_Winter_2008_09.pdf).
26. Slovenska policija - Ministrstvo za notranje zadeve, 2009. Poročilo o delu policije za leto 2008. Dostopno na spletni strani <http://www.policija.si/portal/statistika/lp/pdf/LetnoPorocilo2008.pdf>.
27. Sunder Shyam., 2005. Minding our manners: Accounting as social norms. *The British Accounting Review*, 37(4): 367–387.
28. Sunder, S., 2003. Rethinking the structure of auditing and accounting. *Indian Accounting Review* 7(1): 1–15.
29. The Financial Times. Big five firms uncomfortable in the spotlight, March 4, 2002.
30. Tinker T, Gray. Beyond a Critique of Pure Reason: From Policy to Politics to Praxis in Environmental and Social Research, Working Paper, 2002.
31. Tinker T. 1991. The accountant as partisan. *Accounting, Organizations and Society*, 16(3): 297–310.

32. Turk Ivan. 2002. Revizor kot celovita odlična osebnost (enajst pogledov na odličnost). Zbornik referata osme konferencij revizora. Slovenski inštitut za revizijo.
33. Vinita Ramaswamy. 2007. New Frontiers: Training Forensic Accountants Within The Accounting Program, *Journal of College Teaching & Learning*, 4(9): 31-38.

#### 4.2. Други извори

1. Association of Certified Fraud Specialists. Dostopno na: <http://acfsnet.org>
2. Center za izobraževanje v pravosodju. Naslov: <http://www.mp.gov.si/si>.
3. Mednarodni standardi in mednarodna stališča o revidiranju. Dostopno na: <http://www.si-revizija.si/>.
4. Mednarodni standardi strokovnega ravnanja pri notranjem revidiranju. The Institute of Internal Auditors. Dostopno na: <http://www.theiia.org>.
5. Proceeds of Crime Act 2002. Dostopno na spletni strani <http://www.opsi.gov.uk/acts/acts2002/ukpga20020029en1>.
6. Sarbanes-Oxley Act of 2002. 2002. Dostopno na spletni strani <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-107publ204/pdf/PLAW-107publ204.pdf>
7. SSKJ – Slovar slovenskega knjižnega jezika: Odzadnji slovar slovenskega jezika in Besedišče slovenskega jezika z oblikoslovnimi podatki. Elektronska izd. na plošči CD-ROM. Državna založba Slovenije, Ljubljana 2005.
8. The Lima Declaration of Guidelines on Auditing Precepts. Dostopno na: [http://www.intosai.org/Level2/2\\_LIMADe.html](http://www.intosai.org/Level2/2_LIMADe.html).
9. Veliki slovar tujk. Cankarjeva založba, Ljubljana 2002.



# НОРМАТИВНА ОСНОВА ФИНАНСИЈСКОГ ИЗВЕШТАВАЊА И ФИНАНСИЈСКА КРИЗА

## STANDARD BASIS OF THE FINANCIAL REPORTING AND FINANCIAL CRISIS

Ката Шкарић Јовановић\*

### Резиме

Настанак и развој финансијске кризе која је прерасла у економску кризу је довео до стављања под лупу не само од стране стручне јавности већ и од политичара правила финансијског извештавања. Међународна тела за рачуноводствене стандарде IASB и FASB као одговор на кризу су убрзала рад на добијању јединственог сета разумљивих и примењивих стандарда финансијског извештавања. Под ударом критика нарочито се нашао концепт фер вредности. У овом напису разматране су последице примењивања мешовитог концепта фер вредности у условима финансијске кризе. Посебна пажња је посвећена проблемима примене фер вредности у условима неактивних и великвидних тржишта, утицају фер вредности на -процикличност финансијских тржишта и испољеној волатилности финансијских извештаја.

**Кључне речи:** финансијска криза, финансијски извештаји, фер вредност, процикличност, волатилност

---

\* Др Ката Шкарић Јовановић, редовни професор, Економски факултет у Београду

## Summary

Emergence and development of financial crisis which turned into economic crisis have caused deeper analysis of rules of financial reporting from professional public and politicians. International bodies for accounting standards IASB and FASB as an answer to the crisis have accelerated the adoption of the unique set of comprehensible and applicable standards of financial reporting. The concept of fair value has been especially under criticism. This paper analyses consequences of application of mixed concept of fair value in financial crisis. Particular attention is drawn to the application problems of fair value in inactive and illiquid markets, the impact of fair value on pro-cyclicality of the financial markets and manifested volatility of financial reports.

**Key words:** financial crisis, financial reports, fair value, pro-cyclicality, volatility

## Увод

Раздвајање власничке и управљачке функције у корпоративним облицима пословних ентитета, развој финансијских тржишта и раст друштвене одговорности пословних ентитета довели су не само до тога да је значајно повећан број корисника финансијских извештаја већ и до промене захтева које они постављају пред финансијско извештавање. Као корисници финансијских извештаја у први план су избили инвеститори и задовољење њихових информационих потреба. Овим се одустало од вишедеценијског општеприхваћеног мишљења и праксе да су захтеви свих корисника финансијских извештаја од приближно једнаког значаја уз, ипак се мора признати, давање извесне предности захтевима поверилаца.

Ова промена, верује се, нема за последицу промену глобалног – општег циља финансијског извештавања – задовољење информационих потреба корисника финансијских извештаја пружањем стварне слике о финансијском, имовинском и приносном положају пословних ентитета. Промене околности у којима пословни ентитети послују, које имају за последицу промену структуре њихове активе и обавеза и повећање врста и степена изложености ризицима, наметнуло је као императив преиспитивање дугогодишње нормативне основе. Преиспитивање је показало да постојећа правила за признавање и вредновање елемената финансијских извештаја, заснована на концепту историјског трошка и постојећи обим објављивања, не омогућавају задовољење информационих потреба инвеститора. Први корак који је рачуноводствена професија учинила с циљем усаглашавања нормативне основе са измењеним захтевима корисника финан-



сијских извештаја било је увођење фер вредности за процењивање појединих облика aktive – материјалних и нематеријалних улагања. У наредном кораку примена фер вредности је постала обавезна за поједине облике финансијских средстава и финансијских обавеза. Фер вредност данас не представља мерну основицу која се спорадично користи поред набавне вредности и цене коштања за вредновање имовине и обавеза, већ је она основа једног, могло би се рећи, новог концепта финансијског извештавања. Концепт фер вредности и концепт историјског трошка представљају основу данашњег финансијског извештавања. Она је неспорно мешавина која за признавање и вредновање неких облика aktive и обавеза користи историјске вредности док се признавање других облика aktive и обавеза врши по фер вредностима.

У овом напису ће бити разматране у првом делу основне одлике овако конципиране нормативне основе. Други део рада биће посвећен идентификовању утицаја који ова основа има на исказивање финансијског и приносног положаја пословних ентитета у условима финансијске кризе, док ће у трећем делу рада бити разматрани извори волатилности финансијских извештаја.

## **1. Основне одлике постојеће нормативне основе финансијског извештавања**

Нормативна основа финансијског извештавања било да је заснована на Међународним стандардима финансијског извештавања (IFRS) или на Опште прихваћеним рачуноводственим принципима (GAAP) садржи елементе два концепта: концепта историјског трошка и концепта фер вредности. Оваква композиција нормативне основе упућује на закључак да ни један од наведена два концепта сам за себе не обезбеђује поуздане и потребама пословног одлучивања примерене информације.

Разумевање нормативне основе претпоставља, сигурно је, разумевање концепата чијом комбинацијом је она створена.

### **1.1. Правила признавања и вредновања у концепту историјског трошка и исказна моћ на основу њих добијених финансијских извештаја**

Концепт историјског трошка претходи, хронолошки посматрано, концепту фер вредности. Он је развијен у условима када су техничко-технолошке и тржишне промене текле споро, а у већини пословних ентитета власници су били и управљачи. Остварење што већег приноса на уложени капитал сматрало се основним циљем пословања. Описаним условима по-

словања и дефинисаном циљу пословања одговарало је рачуноводство које прати кретање средстава у пословању пружајући увид у стварање вредности од тренутка стицања фактора производње преко њиховог претварања у учинке у складу са унапред дефинисаним пословнополитичким циљевима, до продаје учинака. Продаја учинака, треба предузећу донети више средстава у односу на уложена. Из наведеног следи да се резултат који настаје по основу остварења пословног плана може признати само под условом да је верификован трансакцијама на тржишту. Будући да је тако дефинисани резултат мера остварења циља пословања, јасно је да у рачуноводству историјског трошка, односно, рачуноводству историјских трансакција, кључну улогу у извештавању има биланс успеха.

Садржина овог извештаја је непосредно одређена применом двају принципа реализације и принципа узрочности. Дугогодишња примена ових принципа у финансијском извештавању учинила их је општепознатим, што чини непотребним њихово детаљније разматрање.<sup>1</sup> Треба само подсетити да принцип реализације утврђује услове за признавање прихода дефинишући тренутак реализације, док се принцип узрочности, тзв. *matching* принцип, бави утврђивањем расхода који су морали настати ради остварења прихода. Опрезност у одмеравању резултата и нето имовине која је карактеристична за концепт историјског трошка наметнула је примену још једног за рачуноводство по концепту историјског трошка важног принципа – принципа импаритета.

Околност да постоји неизвесност у погледу будућих исхода, те да се само тотални резултат може сматрати поузданим основа је захтева да се губици морају признати у периоду у коме настану, без чекања тржишне верификације. У билансу успеха састављеном у складу с наведеним принципима исказују, се дакле: реализовани приходи, и с њима повезани расходи, а то значи реализовани добици или губици и губици који су настали а нису реализовани.

У билансу успеха овакве садржине исказана је као резултат висина додате вредности остварене у пословном циклусу, који започиње, да подсетимо, набавком фактора производње и завршава се продајом учинака купцима. Та додата вредност (добитак)<sup>2</sup> је основа за оцену успешности менаџмента у извршењу пословног плана.

---

<sup>1</sup> О принципима реализације, узрочности и импаритета видети детаљније: Ранковић Ј.: Теорија и анализа биланса, Економски факултет, Београд, 1992, стр.

<sup>2</sup> Видети: Stephen Penman: (2006) Financial Reporting Quality: Is Fair Value a Plus or Minus? Paper for presentation at eht Information for Better Markets Conference Institute of Chartered Accountants in England and Wales, December 18-19, 2006

На основу овако утврђеног резултата могуће је прогноzirати будуће зараде пословних ентитета, али и процењивати вредност пословних ентитета као целине.

У концепту историјског трошка биланс стања има подређену улогу. У њему је на страни активе исказана имовина, која ће убудуће постати расходом, финансијска средства и будућа примања по основу зарађених прихода. На страни пасиве поред финансијских обавеза исказане су обавезе по основу унапред наплаћених прихода, обавезе по основу насталих а неплаћених расхода и капитал чија се висина утврђује као разлика између активе и обавеза. У овом концепту се на имовину гледа као на средство чија ће употреба генерисати новчане токове.

Књиговодствена вредност имовине исказана у билансу стања разликоваће се од њене тржишне вредности те P/B (price to book ratio) неће бити једнак јединици. Разлика између ових двају вредности показује очекиване – будуће добитке, који ће на висину имовине у складу с принципом реализације и принципом узрочности утицати тек након што буду тржишно верификовани.

Приговори који се упућују финансијским извештајима састављеним у складу с правилима на којима почива концепт историјског трошка тичу се пре свега непружања информација:

- о фер вредности имовине пословних ентитета на дан извештавања,
- потребних за процену изложености пословних ентитета ризицима повезаним са имовином пословних ентитета.

Овим приговорима се често додаје и широка примена процена у одређивању вредности појединих облика имовине и обавеза и отуда постојање значајних могућности које менаџмент може користити за управљање добитком. Смањење поузданости информација које су исказане у финансијским извештајима у таквим случајевима јавља се као неминовна последица.

Не улазећи овом приликом у разматрање основаности ових приговора,<sup>3</sup> треба истаћи да су они били повод за делимично напуштање до тада коришћеног чистог концепта историјског трошка и повод за изградњу концепта фер вредности.

---

<sup>3</sup> Детаљније: Шкарић Јовановић Ката (2009): Финансијска криза – повод за преиспитивање основа вредновања финансијских инструмената, зборник радова 40; симпозијум Савеза рачуновођа и ревизора Републике Србије, Златибор, мај 2009, стр. 414-431.

## 1.2. Правила признавања и вредновања у концепту фер вредности и исказна моћ на основу њих добијених финансијских извештаја

Иако употреба фер вредности за процењивање појединих облика имовине није новина, концепт фер вредности (или рачуноводство фер вредности) то јесте. Наиме, у оквиру концепта историјског трошка фер вредност (под условом да се тржишна вредност узима као њена најбоља акпроксимација) користи се за вредновање имовине у свим оним случајевима када је она на дан извештавања нижа од књиговодствене, односно за вредновање обавеза када је књиговодствена вредност обавезе нижа од фер вредности. Овде је реч о спорадичној примени фер вредности која се у литератури означава и као улазна фер вредност.

Да би се могло говорити о рачуноводству фер вредности, оно мора почитвати на двома кључним премисама. Прва, фер вредност се мора **континуирано** користити за вредновање имовине и обавеза, и друга, резултат мора одражавати промену фер вредности имовине и обавеза исказаних у билансу стања.

Континуирана примена фер вредности постоји када се користи за вредновање имовине и обавеза на извештајни дан независно од тога да ли је она у односу на књиговодствену вредност виша или нижа. При томе у рачуноводству фер вредности књиговодствена вредност је фер вредност да те имовине или обавезе утврђена при последњем вредновању. Ова фер вредност је у литератури позната и као излазна фер вредност.<sup>4</sup>

Коришћење фер вредности као излазне вредности опредељује садржину биланса стања и биланса успеха.

Полазећи од претпоставке да се користи чист концепт фер вредности, у билансу стања су на дан извештавања све позиције активе и обавеза вредноване по фер вредности коју имају на дан извештавања. Следствено томе нето имовина пословних ентитета као њихова разлика је такође процењена по фер вредности.

Подаци о имовини у овако састављеном Извештају о финансијском положају (билансу стања) у великој мери задовољавају информационе потребе инвеститора. Оне су основа за доношење одлука о улагањима. Извештају о финансијском положају се отуда у концепту фер вредности даје предност у односу на биланс успеха – Извештај о укупном резултату.

---

<sup>4</sup> Видети: Stephen Penman: (2006) Financial Reporting Quality: Is Fair Value a Plus or Minus? Paper for presentation at eht Information for Better Markets Conference Institute of Chartered Accountants in England and Wels, December 18-19, 2006.

Будући да је вредност имовине у Извештају о финансијском положају једнака фер вредности на дан извештавања Р/В, рацио ће бити једнак јединици.

У Извештају о укупном резултату исказан је резултат који није ништа друго до промена фер вредности нето имовине настала у току обрачуноског периода. Тај резултат, поред реализованог резултата, односно резултата који потиче из трансакција продаје садржи и добитке и губитке који су последица промена фер вредности имовине и обавеза које се на дан извештавања још увек налазе у поседу пословних ентитета. Јасно је да је ово радикална промена у односу на концепт историјског трошка, у коме је признавање нереализованих, на тржишту непотврђених добитака забрањено.

Опрезност, која се огледа у непризнавању добитака који нису реализовани, а која има за циљ непрецењивање резултата и нето имовине, очигледно је одбачена од стране рачуноводства фер вредности.

Овај резултат није погодан за прогнозирање будућих резултата нити за прогнозирање будућих промена фер вредности имовине и обавеза. Разлоге оваквом закључку треба тражити у околности да се у рачуноводству фер вредности полази од става да промена фер вредности зависи искључиво од промена на тржишту.

### **1.3. Правила признавања и вредновања у постојећој нормативној основи и исказна моћ на основу њих добијених финансијских извештаја**

Након што су изложене основне карактеристике концепта историјског трошка и концепта фер вредности чија је мешавина постојећа нормативна основа могуће је идентификовати њене карактеристике, односно карактеристике финансијских извештаја добијених на основу у њој садржаних правила.

Вредновање имовине и обавеза се у Извештају о финансијском положају врши уз коришћење обе мерне основице. По историјском трошку се, на пример, обавезно вреднују залихе. Финансијска средства и обавезе у зависности од тога којој категорији припадају морају се вредновати по амортизованој, односно по фер вредности. Неки облици активе, као што су материјална и нематеријална улагања, могу се вредновати по историјском трошку или по фер вредности.

Одређивање овако различитих основа за вредновање појединих облика имовине и обавеза срачунато је пружање поузданих и релевантних информација о финансијском положају пословних ентитета. Концепту историјског трошка се најме врло често замерало да пружа информације које нису релевантне за доношење одлука о инвестирању. Могућност односно обавеза примене фер вредности за сталну имовину и финансијска средства и обавезе треба да отклони управо овај приговор. Штавише, полазећи од претпоставке да ће фер вредност бити утврђивана на основу тржишне

вредности, оцењивано је да ће бити смањена потреба за процењивањем те да ће доћи и до повећања поузданости добијених информација.

Мешовита основа процењивања имовине и обавеза није могла остати без утицаја на садржину Извештаја о укупном резултату, односно биланса успеха. Резултат који је исказан у овом извештају обухвата: резултат који је тржишно верификован, сагласно концепту историјског трошка и нереализоване добитке и губитке по основу промене фер вредности средстава и обавеза за чије се вредновање користи ова мерна основица. При томе добици и губици по основу усклађивања фер вредности финансијских средстава и обавеза које се држе ради трговања, и оних које су од менаџмента означене као финансијска средства и обавезе које се вреднују по фер вредности кроз биланс успеха тангирају резултат непосредно. Они, дакле, утичу на заједно са реализованим резултатом на резултат текуће године - који је предмет опорезивања и расподеле. Други део нереализованих добитака који се кумулира на капиталу, познат као остали укупан резултат (*other comprehensive income*), исказује се у оквиру Извештаја о укупном резултату или пак одвојено у Извештају о осталом укупном резултату, који се сматра додатком уз биланс успеха. Ови нереализовани добици и губици, независно од тога да ли су унети у Извештај о резултату или у одвојен Извештај о осталом укупном резултату заједно са резултатом текуће године чине укупан резултат, за годину.

Садржина биланса успеха према мешовитом - сада важећем моделу извештавања изгледа:

Компоненте резултата у билансу успеха састављеном по мешовитом моделу извештавања	
1.	Пословни резултат
2.	Резултат финансирања
3.	Остали резултат
4.	Промена фер вредности финансијских средстава по фер вредности кроз биланс успеха
5.	Резултат периода пре опорезивања
6.	Расходи по основу пореза на добит
7.	Добитак/губитак из дисконтинуираног пословања
8.	Резултат периода након опорезивања
9.	Остали укупан резултат
10.	Порез на добит који се односи на остали укупан резултат <sup>5</sup>
11.	Укупан резултат периода

<sup>5</sup> Исказивање пореза на добит који се односи на остали укупан резултат има за циљ пружање информација о пореским последицама насталих добитака, односно губитака који чине остали укупан резултат. Тај резултат није предмет опорезивања све док кроз реализацију добици и губици не постану реализовани.

Оваква садржина Извештаја о укупном резултату има за примарни циљ пружање информација о успешности менаџмента у свим њиховим активностима. Он по својој садржини јасно одражава настојање да се у што је могуће већој мери задовоље информационе потребе инвеститора и да резултат исказан у Извештају о укупном резултату одговара промени висине нето имовине исказане у билансу стања.

Значајан део имовине и обавеза у Извештају о финансијском положају, исказан по фер вредности промена висине нето имовине, под утицајем промена тржишних цена, односно фер вредности показиваће из периода у период знатно већу променљивост но што је то случај при примени концепта историјског трошка.

Из истих разлога ће резултат исказан у Извештају о резултату из периода у период бити подложен високим осцилацијама.

Пружање релевантних информација корисницима, а то значи у првом реду инвеститорима, којима уз то треба осигурати и поузданост, главни је циљ којем доносиоци рачуноводствених стандарда теже. Наступањем финансијске и економске кризе, много снажније него у претходном периоду, покренута је расправа о томе колико је фер вредност поуздана. Расправом није доведен у питање циљ примене фер вредности, али су постављена озбиљна питања у вези са ограничењима на која примена фер вредности наилази у пракси.

## **2. Утицај увођења концепта фер вредности у нормативну основу финансијског извештавања на исказивање финансијског и приносног положаја пословних ентитета у условима финансијске кризе**

Креатори рачуноводствених стандарда су зарад испуњења захтева инвеститора нормативну основу финансијског извештавања, базирану на концепту историјског трошка, делимично заменили и допунили концептом фер вредности.

Теоријски концепт рачуноводства фер вредности изграђен је на претпоставци о савршености тржишта. Када је ова претпоставка испуњена, а то значи да је тржиште ликвидно, савршено ефикасно и активно, утврђивање фер вредности није повезано ни са каквим тешкоћама, а информације које финансијски извештаји пружају су поуздане и релевантне. Тешкоће настају због тога што чак и онда када не постоји финансијска и економска криза тржишта нису савршена. Ова чињеница није непозната, напротив, проблеми у примени фер вредности су били предмет стручних расправа много пре но што је криза наступила. Криза је само допринела томе да се они поставе у оштријој форми.

Два су кључна проблема с којима се у пракси суочавају састављачи финансијских извештаја, аналитичари и корисници финансијских извештаја: поузданост утврђених фер вредности и проблем процикличног дејства фер вредности на финансијска тржишта, односно с њим чврсто повезан проблем волатилности финансијских извештаја. Настанак финансијске кризе је учинио многа финансијска тржишта<sup>6</sup> неактивним и неликвидним. Настанак неактивног и неликвидног тржишта неминовно онемогућава коришћење актуелних тржишних цена за вредновање имовине и обавеза, будући да оне не одражавају фер вредност. Ово, разуме се, не значи да у случају непостојања активних тржишта примена рачуноводства фер вредности није могућа. Непостојање тржишних цена које би одражавале фер вредност само онемогућава примену тзв market-to-market modela. Околност да није могуће утврдити фер вредност I. нивоа, како се означава фер вредност утврђена применом market-to-market модела, чини да је нужно применити неку од метода процене за утврђивање фер вредности.

За састављаче финансијских извештаја, као и за регулаторна тела у веzi са нестанком активних финансијских тржишта, постављају се два важна питања: прво, када се неко тржиште може односно мора оквалификовати као неактивно и неликвидно, и друго, који модел за процењивање фер вредности треба користити.

IASB као једно од два кључна тела која доносе рачуноводствене стандарде је, дајући карактеристике неактивних тржишта, покушао да помогне у добијању одговора на прво питање. Према IASB-у,<sup>7</sup> карактеристике неактивних тржишта су: значајно смањење у обиму трговања, значајно варирање цена између тржишних учесника и непостојање тржишних цена. Наведене карактеристике не омогућавају повлачење јасне линије раздвајања активних и неактивних тржишта, јер не указују недвосмислено да је тржиште са оваквим карактеристима безусловно дуго неактивно. Од велике помоћи није ни дефиниција активних тржишта, према којој су активна тржишта она на којима се трансакције одвијају на регуларној основи. Шта је регуларна основа? То се оцењује на бази чињеница и околности које су релевантне за тржиште инструмената чију вредност треба проценити. Од тачности одговора на питање да ли је неко тржиште активно, или другачије, да ли се цене са неког тржишта могу сматрати фер вредношћу датих

---

<sup>6</sup> Да потсетимо, обавеза примене фер вредности се односи на неке од категорија финансијских инструмената,

<sup>7</sup> Видети: IASB Expert-Advisory Panel, Measuring and disclosing the fair value of financial instruments in market that are no longer active, International Accounting Standards Board, London, October, 2008, p 10



средстава, зависи поузданост финансијских извештаја. Састављачи финансијских извештаја, боље рећи менаџери, својим проценама о томе да ли је неко тржиште активно или не непосредно утичу на начин утврђивања а тиме и на објективност исказаних фер вредности. На основу процене се доносе одлуке о томе да ли наставити са применом market-to-market модела или прећи на утврђивање фер вредности путем модела процене, и обрнуто, дали и када треба променити ниво за утврђивање фер вредности. Ако се овоме додају и изнуђене трансакције,<sup>8</sup> и трансакције са једном акцијом онда постаје јасно да је простор за манипулације информацијама у финансијским извештајима прилично широк.

Поузданост исказаних фер вредности, ако не постоје активна тржишта, зависи од одабраног модела вредновања. Применом модела вредновања, да подсетимо, утврђује се фер вредност нивоа II и фер вредност нивоа III. При утврђивању фер вредности нивоа II у одабране моделе процене уносе се као инпут информације које су доступне на тржишту, док се фер вредност нивоа III утврђује применом модела процене који се заснивају на претпоставкама које су утврђене од менаџмента. Оправдано се очекује да ће вредности финансијских средстава утврђене применом одабраних модела бити релевантније од тржишних цена које резултирају из трансакција на неактивном и неликвидном тржишту.

Међутим, околност да менаџмент бира модел процене сама по себи може имати за последицу да се за исте финансијске инструменте у различитим предузећима утврди различита висина фер вредности. Чак и када је модел вредновања исти ако се користе различите претпоставке висина, добијене фер вредности ће бити различите. Питање које се у таквим ситуацијама оправдано поставља је која од добијених вредности је најближа фер вредности. Да ли ће менаџмент пре одабрати ону вредност која највише одговара његовим циљевима него ону која у највећој мери одражава економску реалност?

При конципирању рачуноводства фер вредности истицано је да ће његова примена отклонити потребу за бројним проценама, те тиме допринети поузданијем извештавању. Ово очекивање је засновано на претпоставци да су тржишта активна, ликвидна и ефикасна. Пракса је показала да наведена претпоставка често није испуњена тако да и у рачуноводству

---

<sup>8</sup> Реч је о продајама које продавци морају обавити и то обично у кратком року и код којих по правилу постигнуте цене не одражавају фер вредност. Ипак цена постигнута у таквим трансакцијама под одређеним условима може бити једнака фер вредности. О томе детаљније видети: IASB Expert Advisory Panel, Measuring and disclosing the fair value of financial instruments in markets that are no longer active, International Accounting Standards Board, London, October, 2008, p 10

фер вредности постоје значајне потребе за процењивањем, а тиме и значајан простор који може бити коришћен за уобличавање финансијског положаја и резултата. Како се у условима финансијске кризе повећава број неликвидних и неактивних тржишта, сужавају се могућности за коришћење фер вредности нивоа I, а повећава се нужност употребе фер вредности нивоа II и нивоа III. Ово може имати за последицу смањење поузданости финансијских информација.

Настанак и развој финансијске кризе покренуо је још једно питање везано за последице примене фер вредности. Реч је о утицају примене фер вредности у финансијском извештавању на финансијска тржишта познатом као процикличност. Фер вредност у периодима сталног раста финансијских тржишта подстиче раст цена и задуживања, док у условима пада цена доводи до убрзаног пада финансијских тржишта.

Да би се могло оценити колико су ове тврдње валидне, треба подсетити да се рачуноводство фер вредности заснива на претпоставци да тржишне цене, под условом да су тржишта активна и ликвидна, представљају фер вредности датих средстава односно обавеза. Пошто се већи део имовине и обавеза неког пословног ентитета вреднује по фер вредности, постојаће снажнији утицај промена на финансијским тржиштима како на његов финансијски положај тако и на исказани успех. Због тога што се цене финансијских средстава на финансијским тржиштима формирају под снажним утицајем очекивања учесника о будућим приносима ова тржишта се одликују значајним степеном променљивости. Ова променљивост ће бити повећана ако неки од учесника на тржишту својим спекулативним активностима доведу до тога са се појаве значајне разлике између фер (истинске) и тржишне вредности финансијских средстава и обавеза. У таквим условима узимање при билансирању, тржишних вредности као фер вредности утицаће на исказани финансијски положај и успешност чак и оних учесника на тржишту који нису били активни.

Када се тржишна равнотежа наруши, проциклично деловање фер вредности постаје израженије. У условима раста тржишта понашање учесника је одређено претераним оптимизмом и доводи до раста тржишних цена. Наиме, када фер вредности на финансијским тржиштима расту то се одражава на раст вредности нето имовине исказан у Извештају о финансијском положају и на раст висине добити исказане у Извештају о укупном резултату. На основу оваквих информација инвеститори се лако одлучују за улагање услед чега тражња за финансијским средствима расте, што опет има за последицу раст цена.

У условима пада тржишта ситуација је обрнута. Пад фер вредности финансијских средстава власнике наводи да донесу одлуке о њиховој продаји, јер у таквим околностима нето имовина се смањује, а реализовани и

нереализовани добици у билансу Извештају о укупном резултату бивају замењени растућим како реализованим тако и неререализованим губицима. Повећана понуда финансијских средстава на тржиштима доводи до даљег пада фер вредности.

Извесно је да постоји описани проциклични утицај фер вредности на раст и пад финансијских тржишта. Било би исхитрено на основу овога закључити да постоји одговорност фер вредности за настанак и продубљивање финансијске кризе. Постоји неколико за то снажних аргумената.

Прво, проциклични утицај фер вредности на финансијска тржишта се заснива на коришћењу market-to-market модела. Истина је да је коришћење овог модела нешто што се увелико прижељкује, али је исто тако истина да је он само један од три начина за утврђивање фер вредности. Коришћењем модела процене за утврђивање фер вредности при постојању неактивних и неликвидних тржишта, када је тржишна цена нижа од фер вредности и утврђивање вредности финансијских средстава и обавеза по фер вредности утврђеној проценом, знатно се смањују ефекти процикличности.

Друго, фер вредност се обавезно користи за вредновање финансијских средстава и обавеза<sup>9</sup>, али се алтернативно може користити, за вредновање материјалних и нематеријалних улагања. Ово значи да се многе позиције у Извештају о финансијском положају многих учесника<sup>10</sup> на финансијским тржиштима исказују по историјском трошку, тако да је утицај фер вредности на процикличност изражена мање но што се на први поглед може чинити.

Треће, важећи МРС 39-Финансијски инструменти: признавање и процењивање као и недавно<sup>11</sup> донети МСФИ 9 -Финансијски инструменти омогућују менаџменту да финансијска средства и обавезе који се вреднују по фер вредности класификују у две категорије: финансијска средства и обавезе по фер вредности кроз биланс успеха, код које промена фер вредности непосредно тангира резултат и финансијска средства и обавезе код којих се промена фер вредности одражава на капиталу. То значи да у ситуацији када тржишта падају настали губици код друге категорије најпре смањују раније формиране позитивне ревалоризационе резерве или пове-

---

<sup>9</sup> По фер вредности се према МРС 40 вреднују и инвестиционе некретнине, ако се она може поуздано утврдити.

<sup>10</sup> Пуна примена фер вредности се среће код отворених инвестиционих фондова чија се актива углавном састоји из финансијских средстава.

<sup>11</sup> 12. новембра 2009. године

ћавају негативне. Овим се смањује утицај на пад фер вредности, што такође ублажава проциклично дејство фер вредности.

Четврто, менаџери и корисници финансијских извештаја који разумеју суштину рачуноводства фер вредности без тешкоћа могу препознати ране сигнале кризе које садрже финансијски извештаји. Наиме, сасвим је јасно да су тржишне цене многих финансијских средстава у дужем временском периоду који је претходио избијању финансијске кризе биле изнад њихове фер вредности. Менаџерима и многим инвеститорима одговарало је да такве тржишне цене ипак третирају као фер вредност потпуно занемарујућу опрезност. Нереализовани добици настали по основу промена фер вредности су при одлучивању третирани једнако као реализовани при доношењу одлука о улагању и одлука о расподели.

### **3. Импликације примене фер вредности по волатилност финансијских извештаја**

Чврсто повезан са проблемом процикличности је проблем волатилности<sup>12</sup> финансијских извештаја. Заправо реч је проблемима који се међусобно условљавају. Недовољна поузданост финансијских извештаја, нарочито у условима непостојања активних тржишта и процикличности доводе до несталности (волатилности) финансијских извештаја, али исто тако волатилност финансијских извештаја појачава процикличност и смањује поверење корисника у поузданост финансијских извештаја.

Када се констатује повећана волатилност финансијских извештаја, обично се као основа за такву констатацију узима волатилност коју су финансијски извештаји имали при примени чистог концепта историјског трошка. Иако није спорно да се при коришћењу концепта историјског трошка промене на тржиштима много слабије одражавају на вредности имовине и обавеза у Извештају о финансијском положају и висину резултата исказаног у Извештају о укупном резултату, треба подсетити на то да је циљ рачуноводства фер вредности управо исказивање у финансијским извештајима економске реалности. Будући да је та економска реалност у великој мери опредељена збивањима на тржишту, мора се очекивати да ће у условима брзих и значајних промена тржишних цена финансијски положај и резултат за чије вредновање се те цене користе показивати такође значајан степен промењивости.

---

<sup>12</sup> Волатилност представља непредвидиву промену одређене варијабле у неком временском раздобљу и један је од индикатора ризика.

Волатилност финансијских извештаја је дакле особина иманентна рачуноводству фер вредности. Питање које треба да буде разматрано је да ли је високи степен волатилности финансијских извештаја последица само ове особине овог концепта финансијског извештавања. Сматра се да волатилност финансијских извештаја, која је нарочито дошла до изражаја током финансијске кризе, потиче од основне премисе на којој почива рачуноводство фер вредности. Она може бити појачана и:<sup>13</sup>

- инхерентном волатилности,
- грешкама у утврђивању фер вредности,
- применом нормативне основе која представља комбинацију концепта историјског трошка и концепта фер вредности.

Начин на који ће фер вредност бити утврђивана зависи од тога да ли постоје активна тржишта за дато средство. Ако постоје активна тржишта, тада ће тржишна цена за одређено средство бити сматрана његовом фер вредношћу. Од такве фер вредности односно од вредности имовине утврђене њеном применом очекује се да буде поуздана, што значи да верно презентује оно што представља, да је проверљива и да је неутрална.<sup>14</sup> Да ли су све тржишне вредности узете са активних тржишта и фер вредности. Биле би под условом да су тржишта савршена. Као што искуство сведочи, тржишта нису савршена. Због њихове несавршености догађа се да тржишне цене и по њима утврђене вредности имовине и обавеза не одражавају њихову праву вредност. То значи да промене тржишних цена не морају одражавати увек и промену стварне вредности имовине и обавеза, а ипак ће због тога што су тржишне цене, довести до промена у финансијским извештајима исказаног финансијског и приносног положаја. Волатилност финансијских извештаја може дакле бити повећана и по овом основу. Ова одступања могу угрозити позуданост информација и тиме њихову релевантност<sup>15</sup> за доношење пословних одлука.

Док је инхерентна волатилност пре проблем економске волатилности на коју рачуновође, односно састављачи финансијских извештаја не могу утицати, то није случај са волатилности која се јавља као последица грешака у одређивању фер вредности. Реч је о грешкама које настају у утврђивању фер вредности применом модела процене. Модели процене се, као

<sup>13</sup> Видети: Bart, M.: (2004) Fair value and Financial Statement Volatility, in the Market Discipline Across Countries and Industries, ed. by Claudio Borio, William Curt Hunter, George G Kaufman, and Kostas Tsatsaronis, p. 324

<sup>14</sup> Исто, стр. 327. и 328.

<sup>15</sup> Видети: ."Са гледишта информација инхерентна волатилност се одражава на релевантност јер ако је фер вредност имовине или обавеза има вишу инхерентну волатилност, то је теже предвидети фер вредност у било ком тренутку" Исто стр. 327

што је већ наведено, користе за утврђивање фер вредности у одсуству активних и ликвидних тржишта. Фер вредности утврђене проценом требало би да прецизније одражавају економску реалност од тржишних цена које генеришу неактивна и неликвидна тржишта. Вредност утврђена проценом треба да буде што ближа тржишној цени под претпоставком да је тржиште активно. Процена ће дати овакву вредност под условом да је одабран одговарајући модел, да се при коришћењу модела не направе грешке и да нема злоупотреба од менаџмента кроз увођење произвољних претпоставки у модел.<sup>16</sup>

Грешке су нарочито могуће при утврђивању фер вредности нивоа III, будући да се при примени модела процене полази од претпоставки менаџмента. Тако примена истог модела може дати различиту вредност за исто финансијско средство код различитих пословних ентитета. Евентуалне грешке или манипулације имају за последицу исказивање нетачног финансијског положаја, јер су у Извештају о финансијском положају фер вредности непосредно заступљене. Нетачно одређене фер вредности доводе до исказивања нетачног резултата у Извештају о укупном резултату у коме реализовани добици/губици као разлика између књиговодствене (последње утврђене фер вредности) и фер вредности на дан продаје и нереализовани добици/губици представљају разлику између књиговодствене и фер вредности средстава и обавеза на дан извештавања.

Утицај грешака у процени фер вредности на волатилност финансијских извештаја може се сагледати само ако се има увид у: употребу фер вредности при вредновању укупне имовине и заступљености појединих начина утврђивања фер вредности при њеном коришћењу за процењивање имовине и обавеза. Састав имовине пословних ентитета у значајном мери одређује учешће фер вредности у вредновању имовине и обавеза. У банкама, осигуравајућим компанијама, инвестиционим фондовима и енергетици, према истаживањима извршеним у Сједињеним Државама на узорку од 50 компанија, 41% имовине и обавеза се вреднује по фер вредности, док се остатак вреднује према историјском трошку.

Очекује се да у земљама с развијеним финансијским тржиштима *market-to-market model*, односно фер вредност I нивоа представља најчешће коришћени начин утврђивања вредности билансних позиција које се вреднују по фер вредности. Истраживања су, међутим, показала да се само

---

<sup>16</sup> "Грешке су дакле, природан и неизбежан нуспродукт у процесу процењивања. Чак и ако су процене непристрасне стварни токови готовине ће се разликовати од процењених." Bart, M.: (2004) *Fair value and Financial Statement Volatility, in the Market Discipline Across Counties and Industries*, ed. by Claudio Borio, Wiliam Curt Hunter, George G Kaufman, and Kostas Tsatsaronis , p. 324

вредновање 15% позиција врши коришћењем фер вредности нивоа I, за вредновање 77% позиција које се вреднују по фер вредности користи се фер вредност нивоа II, док се фер вредност нивоа III користи за вредновање 8% позиција за које је фер вредност мерна основица.<sup>17</sup> Овако високо учешће фер вредности утврђених проценом од чак 85% указује на значајну могућност грешака што би могло утицати на повећање волатилности финансијских извештаја.

Примена нормативне основе која је комбинација концепта историјског трошка и концепта фер вредности представља такође један од извора волатилности финансијских извештаја. Не само да се поједини облици имовине вреднују по различитим вредносним основама (историјски трошак, надокнадива вредност, фер вредност, нето фер вредност) већ се за вредновање једног облика имовине финансијских средстава, на пример, користи више мерних основа: фер вредност за финансијска средства и финансијске обавезе којима се тргује или која су означена као финансијска средства односно обавезе по фер вредности кроз биланс успеха и финансијска средства, расположива за продају, а амортизована вредност за финансијска средства која се држе до рока доспећа и зајмове и потраживања. Иако је крајем прошле године доношењем МСФИ 9-Финансијски инструменти који делимично замењује МРС 39-Финансијски инструменти: признавање и вредновање, број категорија финансијских средстава и обавеза са четири сведен на две категорије: финансијска средства и обавезе по фер вредности и финансијска средства и обавезе по амортизованој вредности, ипак је дуалност у вредновању остала. Примена различитих основа за вредновање истих облика имовине има за последицу непотпуно обухватање економских догађаја у финансијским извештајима.<sup>18</sup> Претпоставимо да пословни ентитет поседује обвезнице државе које су класификоване као финансијска средства по фер вредности кроз биланс успеха и има обавезе по основу емитованих обвезница са фиксном каматном стопом које се вреднују по амортизованој вредности. Ако у том случају дође до раста каматних стопа, фер вредност поседованих обвезница ће пасти и тај пад фер вредности ће тангирати не само њихову вредност у Извештају о финансијском положају већ ће кроз признавање нереализованих губитака утицати на висину резултата исказаног у Извештају о укупном резултату. Пораст каматних стопа неће се одразити на висину обавеза по основу емитованих

<sup>17</sup> Fair Value Adoption – An Update, Deloitte, August 2008 [www.iasplus/usa/0808fairvalueupdate.pdf](http://www.iasplus/usa/0808fairvalueupdate.pdf)

<sup>18</sup> Bart, M.: (2004) Fair value and Financial Statement Volatility, in the Market Discipline Across Counties and Industries, ed. by Claudio Borio, William Curt Hunter, George G Kaufman, and Kostas Tsatsaronis, p. 324

обвезница са фиксном каматом, јер се њихово вредновање врши у складу са концептом историјског трошка. Разуме се да би се у случају пада каматних стопа промена нето имовине и резултата кретала у супротном смеру.

Примена мешовитог концепта, дакле, доводи у оваквим ситуацијама до исказивања ниже нето имовине и нижег резултата но што би то био случај да се примењује било чист концепт фер вредности, било чист концепт историјског трошка. Отуда и закључак да мешовита основа сама по себи представља један од извора волатилности финансијских извештаја.

Несумњиво је да волатилност финансијских извештаја има више извора. Ипак, чини се да најснажнији извор волатилности потиче од циља концепта фер вредности – да финансијски извештаји треба да одржавају економску реалност на дан билансирања. Економска реалност исказана преко фер вредности нето имовине, као и резултата, који не представља ништа друго него промену фер вредности нето имовине у одређеном временском периоду, одликује се волатилношћу. Та волатилност се онда по природи ствари преноси на информације садржане у финансијским извештајима. Што је извештајни период дужи то ће бити веће разлике у структури и вредности имовине и обавеза а тиме и резултата презентираним у два узастопна периода. Реч је о особини иманентној рачуноводству фер вредности, коју корисници финансијских извештаја морају узети у обзир при доношењу пословних одлука.

У условима било узлета финансијских тржишта било њиховог пада волатилност онемогућава инвеститоре да на основу информација садржаних у финансијским извештајима прогнозирају будући финансијски положај, јер оне одражавају економску реалност само на дан извештавања. Једнако снажан проблем се јавља и у вези са проценом будућих зарада. Како је већ наведено, у Извештају о укупном резултату исказани су како реализовани добици и губици тако и нереализовани добици и губици. Исказивање нереализованих добитака је сасвим у складу са суштином рачуноводства фер вредности и исто тако сасвим супротно суштини концепта историјског трошка. Исказани нереализовани добици носе са собом читав низ ризика. Осим што се променом тржишних – фер вредности они могу лако истопити, њиховим исказивањем се може иницирати неоправдан оптимизам и инвеститоре навести на погрешне одлуке, а њихово опорезивање и расподела могу угрозити одржање пословних ентитета на дуги рок.

Признавање и исказивање нереализованих губитака је пракса која није нова. Концепт историјског трошка и начело импаритета одавно познају праксу признавања нереализованих губитака. Није намера да се промовишу предности концепта историјског трошка у односу на концепт фер вредности, већ само да се укаже на ограничења и ризике на које наилази концепт фер вредности.



## Уместо закључка

### Напори IASB-а и FASB-а срачунати на отклањање тешкоћа и дилема у примени фер вредности

Могло би се рећи да је од тренутка увођења у систем финансијског извештавања концепт фер вредности предмет бројних расправа. Бројна оспоравања на која је овај концепт наилазио делом су била последица уобичајеног отпора на који наилази увођење сваког новог правила односно праксе, поготову ако постоји дуга традиција, као што је то случај у финансијском извештавању. С друге стране у не малом броју написа од почетка се изражавала резерва не у односу на постављени циљ концепта фер вредности, већ у односу на могућност да тај иначе теоријски добро замишљени концепт буде успешно примењен у пракси.

Избијање финансијске кризе покренуло је лавину критика на рачун концепта фер вредности које су свој крајњи израз нашле у захтеву да се примена фер вредности суспендује или чак да се од ње одустане.

Тела задужена за рачуноводствене стандарде IASB и FASB, чврсто су на становишту да нема оправданих разлога за одустајање од примене концепта фер вредности, истичући да би то био корак уназад који би имао за последицу не само смањење транспарентности финансијских тржишта већ би довео до губитка поверења инвеститора у финансијско извештавање.<sup>19</sup>

При томе су IASB и FASB веома отворено разматрали слабости које је примена фер вредности показала у условима финансијске кризе. Ради се пре свега о потреби подизања поузданости фер вредности које служе за вредновање позиција. Та поузданост како су ранија разматрања показала, може бити угрожена на више начина: коришћењем тржишних цена и онда када је јасно да тржиште није активно и ликвидно и да цене на таквом тржишту не одражавају фер вредност, уношењем у моделе за процену фер вредности субјективних, од стране менаџмента утврђених претпоставки, коришћењем модела процењивања у ситуацији када тржишне цене боље одражавају стварну вредност средстава или обавеза или неоправданом

---

<sup>19</sup> У истраживању које је спровео CFA институт на више од 2000 инвеститора, њих 79% се изјаснило за ситуацију када је реч о финансијским институцијама, примена рачуноводства фер вредности унапређује транспарентност и инвеститорима омогућава разумевање ризика. Резултати истраживања су представљени: [www.cfainstitute.org](http://www.cfainstitute.org).

У каснијем истраживању које је спроведено од стране европског члана CFA института од 559 испитанка 85% сматра да би суспензија рачуноводства фер вредности додатно смањила поверење у европски банкарски систем.

Видети: [www.cfainstitute.org/aboutus/press/releases/20081002\\_01.html](http://www.cfainstitute.org/aboutus/press/releases/20081002_01.html).

употребом фер вредности нивоа III када постоје услови за примену фер вредности нивоа II, и обрнуто.

Напори да се испољени проблеми при примени фер вредности у условима неактивних и неликвидних финансијских тржишта довели су до убрзаног рада на раније започетим пројектима као што су рад на питањима консолидације (Consolidation), престанку признавања (Derecognition) и рад на изради Упутства за примену фер вредности чији је нацрт издат крајем прошле године (Fair Value Measurement).

Посебан труд и пажња су посвећени финансијском извештавању о финансијским инструментима, тако да је рад на унапређењу MPC – 39 подељен у три фазе. Прва фаза се односи на класификацију и признавање (Classification and measurement), друга на методологију обезвређења (Impairment methodology), а трећа на хед рачуноводство (Hedge accounting). До данас је завршен рад на првој фази овог пројекта. У новембру 2009. објављен је МСФИ 9-Финансијски инструменти који садржи правила за класификацију и вредновање. Рад на изради методологије за утврђивање обезвређивања резултирао је издавањем нацрта у новембру 2009. док се издавање нацрта у вези са хед рачуноводством очекује у првом кварталу ове године.

Поред тога у неколико наврата вршене су допуне МСФИ 7-Финансијски инструменти: објављивање. Ове допуне су последица уважавања захтева за повећаним објављивањем о класификацији и вредновању финансијских инструмената билансним и ванбилансним позицијама.

Примарни циљ ових активности је смањење волатилности финансијских извештаја које потиче од грешака при утврђивању фер вредности.

Када је реч о процикличности, треба истаћи да рачуновође и рачуноводствена тела, преко стандарда које доносе не могу утицати на појачање процикличности. Рачуноводство, односно финансијско извештавање само треба да пружи слику економске реалности онаквом каква она јесте, а одлуке о улагањима доносе менаџери. Појачана процикличност је, дакле, последица погрешних одлука менаџмента било да се односе на куповине када цене расту и брзе продаје када цене на финансијским тржиштима падају. Мере којима се пословни ентитети могу учинити отпорнијим на изазове пред којих их поставља процикличност нису везане за финансијско извештавање, већ за одлуке о расподели профита којима би у успешним временима требало формирати резерве.

Настанак и ескалација финансијске, а потом и економске кризе довео је незабележене скривене али и јавне политичке притиске на тела за доношење рачуноводствених стандарда. Иако је јасно да су узроци финансијске кризе у погрешним одлукама у приватном сектору, погрешном управљању ризицима, пропустима регулаторних тела, ипак се преко политич-

ког притиска терет кривице или макар његов део, жели пребацити на рачуноводство, што не само да је неоправдано већ може нанети огромне штете финансијском извештавању, а преко њега финансијским тржишти-ма и тиме економији као целини.

IASB, на жалост, није успео да се одупре оваквим притисцима. У последњем кварталу 2008. је под снажним политичким притисцима извршена измена MPC 39 -

Финансијски инструменти: признавање и вредновање. Измене MPC представљају уобичајен начин на који се унапређују решења садржана у њима. Оне се врше по унапред утврђеној процедури. Колико нам је познато, први пута та процедура је прекршена – измене стандарда су донете без претходне расправе, по хитном поступку. Не улазећи овом приликом у ефекте које су измене MPC – 39 донеле треба истаћи огроман значај који по квалитет финансијског извештавања има независност тела која доносе рачуноводствене стандарде. Примена рачуноводствених правила која ова тела доносе треба да пружи стварну слику економске реалности, без обзира на то какве реакције ће та слика изазвати код корисника финансијских извештаја. Улога финансијског извештавања није да правила прилагођава захтевима било којих интересних група. Како упозоравају бројни званичници FCAG (Financial Crisis Advisory Group), Harvey Goldschmid, потпредседник, Nelson Carvalho и Michel Prada, чланови овог тела, наставак политичких и других притисака на тела за доношење рачуноводствених стандарда, нарочито на IASB, могао би довести до озбиљних последица, односно трагедије.<sup>20</sup>

## Литература

1. Stephen Penman: (2006) Financial Reporting Quality: Is Fair Value a Plus or Minus? Paper for presentation at eht Information for Better Markets Conference Institute of Chartered Accountants in England and Wels, December 18-19, 2006

---

<sup>20</sup> Pressure On FASB, IASB Could Result In Tragedy, FCAG Members Warn At least three members of the Financial Crisis Advisory Group (FCAG), formed jointly by FASB and the IASB last year to advise the two boards on accounting matters related to the credit crisis, have warned that continued political and other external pressure on FASB - and the IASB in particular - could result in tragedy. The warning came from FCAG co-chair Harvey Goldschmid, and FCAG members Nelson Carvalho and Michel Prada, with Goldschmid adding the pressure could threaten 'the very existence of international accounting standards.' The remarks were made at FCAG's meeting held on Friday, May 22 in London.

Видети: <http://www.iasb.org/The+organisation/Advisory+bodies/FCAG/Areas+within+the+Financial+Crisis+Advisory+Group+scope.htm>

2. Видети детаљније: Шкарић Јовановић Ката (2009): Финансијска криза – повод за преиспитивање основа вредновања финансијских инструмената, зборник радова 40. симпозијум Савеза рачуновођа и ревизора Републике Србије, Златибор, мај 2009 стр. 414-431.
3. IASB Expert-Advisory Panel, Measuring and disclosing the fair value of financial instruments in market that are no longer active, International Accounting Standards Board, London, October, 2008.
4. Fair Value Adoption – An Update, Deloitte, August 2008.  
[www.iasplus/usa/0808fairvalueupdate.pdf](http://www.iasplus/usa/0808fairvalueupdate.pdf)
5. Bart, M.: (2004) Fair value and Financial Statement Volatility, in the Market Discipline Across Counties and Industries, ed. by Claudio Borio, William Curt Hunter, George G Kaufman, and Kostas Tsatsaronis , p. 324.
6. Ранковић, Ј.: (1992) Теорија и анализа биланса, Економски факултет, Београд.
7. [www.iasb.org/The+organisation/Advisory+bodies/FCAG/Areas+within+the+Financial+Crisis+Advisory+Group+scope.htm](http://www.iasb.org/The+organisation/Advisory+bodies/FCAG/Areas+within+the+Financial+Crisis+Advisory+Group+scope.htm)
8. [www.cfainstitute.org](http://www.cfainstitute.org).
9. [www.cfainstitute.org/aboutus/press/releases/20081002\\_01.html](http://www.cfainstitute.org/aboutus/press/releases/20081002_01.html).

## МЈЕРЕ ВЛАДЕ ЗА ПРЕВАЗИЛАЖЕЊЕ ЕКОНОМСКЕ КРИЗЕ

### GOVERNMENT MEASURES TO OVERCOME THE FINANCIAL CRISIS

Мирко Пуљић\*

#### Резиме

Економска криза која траје већ више од годину и по дана и даље је преокупација медија, влада и аналитичара друштвених и привредних кретања. У овом прилогу се она третира у контексту мјера које предузимају владе земаља захваћених кризом. Констатира се да би 2010. година могла бити година изласка из кризе и то илустрира процјенама кретања GDP-а. Назначавају се и ограничења таквим очекивањима у виду високих стопа незапослености и буџетских дефицита већине развијених земаља. У тексту се говори и о томе шта о кризи знамо, а шта још није довољно познато. Потом се даје преглед мјера које су владе предузимале у монетарном и реалном сектору, а онда коментирају мјере наших влада; Вијећа министара, Владе ФБиХ и Владе РС. Назначавају се и могући извори средстава за убрзанији друштвено-економски развој код нас. На крају се даје кратак осврт на релацију економиста и криза.

**Кључне ријечи:** економска криза, хипотекарни кредити, кредитна способност, бонуси и каматна стопа.

---

\* Др Мирко Пуљић, професор Економског факултета у Сарајеву. Аутор је члан Комисије за вриједносне папире ФБиХ. Мишљења изнесена у овом тексту су његова и не морају одражавати ставове Комисије, њених других чланова или упосленика.

## Summary

The current economic crises that became apparent more than a year and a half ago is still a primary concern of the media, governments, and the social and economic analysts. This paper deals with measures to overcome the crisis taken by the governments of the affected countries. We predict that 2010 could be marked by the end of the crisis, as illustrated by estimated GDP changes. The estimates are limited by factors related to high unemployment rates and budget deficits of most developed countries. The paper also discusses the well-known and less well-known elements of the economic crisis. An overview of measures taken by governments in the monetary and real sector is also provided, together with a commentary of the measures taken by governments in our country: Council of Ministers, Government of the Federation of Bosnia and Herzegovina, and the Government of the Republic of Srpska. Potential sources of funds are also identified that may be used to accelerate the social and economic growth in our country. The final part deals with the relationship of economists and economic crises in general.

**Key words:** economic crisis, mortgage, credit liability, bonuses and interest rate

## Уводне напомене

Економску кризу која траје већ више од годину и по дана несмањеним интересом прате од стране медији, функционери влада и аналитичари друштвених и привредних кретања. Посебну бригу представља пословним људима који имају потешкоћа у финансирању и продаји својих производа и услуга као и запосленима који страхују од губитка радних мјеста.

О њој је написано и речено више него о било којој другој природној или друштвеној невољи с којом се свијет суочава, као што су глобално загријавање атмосфере, соларна бакља која би крајем 2012. могла ударити нашу планету и начин живота на њој вратити у 19. вијек, учестале периодичне наводне епидемије: кравље лудило, птичија и свињска грипа,<sup>1</sup> теро-

---

<sup>1</sup> О финансијској кризи се, као и вирусу свињске грипе Х1Н1, шпекулира да је намјерно изазвана. Фармацеутски лоби се доводи у везу са индуцирањем сваке поменуте епидемије. Занимљиво би било анализирати могућу намјеру изазивања финансијске кризе. Пут би водио до кључних менаџера неких финансијских институција, на пр., једне од двију највећих америчких хипотекарних кућа, Freddie Mac, који су на кризу били упозоравани још 2004. године. Но, главни менаџер поменуте институције с великим бонусом се склонио прије њеног избијања.

ризам и сл., те бројне неуралгичне тачке у свијету данас – Ирак, Афганистан, Иран, Блиски исток, Сјеверна Кореја, Балкан и други. Без обзира на то још увијек се у вези с кризом постављају основна питања на која нема потпуног и јасног одговора. То се прије свега односи на узроке који су до кризе довели, последице које је изазвала и мјере којим би се могла превазилазити. Томе се могу додати и питања колико ће трајати те какве ће стварне промјене изазвати у друштвено-економском и регулаторном систему земаља које су њоме снажније погођене.

Мора се признати да за озбиљније закључке нема потребне временске дистанце. Криза, дакле, још траје. Дискутабилно је у којој фази се процес кризе налази.<sup>2</sup> Извјесно је да је кривуља пада пословних активности преокренута. То се може запазити по основу података о кретању бруто домаћег производа (БДП) у трећем и четвртном кварталу 2009. године у САД-у, Европској унији и Кини.<sup>3</sup> Опоравак економија развијених земаља као и економија неких земаља у транзицији ипак сугерира закључак да се криза ближи крају или да је, у најгорем случају, ушла у другу половину свог трајања. Наравно да су мишљења аналитичара па и познатих теоретичара о овом подијељена.<sup>4</sup> Но, охрабрују процјене које се односе на кретање БДП у 2010. години.<sup>5</sup> Према њима највећи број земаља ће остварити раст овог кључног економског агрегата. Релативно највиши раст ће остварити Кина (8,5%), нешто више од процијењеног раста у 2009. години (8,1%), Индија (6,3%), Бразил (3,3%), Русија (2,5%), САД (2,5%), Канада (2,1%), Јапан (1,4%), Еуро зона (1,2%), Британија (1,1%), итд. Видљиво је да предњаче земље БРИЦ-а (Бразил, Русија, Индија и Кина) које би у непосредној будућности могле постати локомотиве развоја свјетске привреде. Посебно охрабрење представљају и процјене према којима ће солидан раст БДП бити остварен и у неким многољудним земљама у развоју, као што су Индонезија (4,5%), Пакистан (2,7%), Мексико (2,8%), Египат (4,5%), Чиле (3,5%), Тајланд (3%) и друге. Занимљиво је да се пад БДП предвиђа за једну извозницу нафте – Венецуела (-3,4%) и двије земље чланице ЕУ – Мађарска (-1%) и Шпанија (-0,5%). За разлику од ових оптимистичких процјена за 2010. годину процјене кретања БДП 2009. годи-

<sup>2</sup> Згодна је у овом случају игра ријечи: "крај почетка" или "почетак краја" којом сам у неким приликама послужио.

<sup>3</sup> Забрињава процјена угледног америчког недјељника да ће се кинеска привреда у 2010. години, због своје прегријаности, суочити са озбиљним потешкоћама.

<sup>4</sup> Warren Buffet, један од најпознатијих инвеститора посљедњих година и међу двојицом-тројицом најбогатијих људи на свијету, прогнозира да ће Америка из кризе изаћи тек 2012. године.

<sup>5</sup> Видјет: *The Economist*, 03. октобар 2009. године, стр. 121.

не су лоше, осим неких изузетака (Кина, Индија, Индонезија, Пакистан, Египат). За све друге наведене земље су у негативном пољу.

С друге стране су подаци о незапослености који су веома забрињавајући. Према поменутом извору,<sup>6</sup> стопе незапослености су изразито високе и слаби су изгледи да се смање у скорој будућности без обзира на оптимистичке процјене раста БДП. Незапосленост ће бити једно од кључних питања које ће преокупирати владе већине земаља. Ово ће се морати рјешавати под притиском социјалних проблема од којих није имуна ниједна земља, без обзира на степен развоја и њено друштвено уређење. Подаци о незапослености се односе углавном на август и септембар 2009, а у мањем броју случајева на крај 2008. године. Они говоре да је незапосленост напр. у САД-у 9,7%<sup>7</sup>, Кини 9,2%, Еуро зони 9,5%, Индији 9,1%, Бразилу 8,1%, Русији 8,1% итд. Релативно високе стопе су у Шпанији (18,5%), Турској (13%), Белгији (12,5%). Најниже стопе незапослености су у Тајланду (1,2%), Норвешкој (3,0%), Сингапуру (3,3%), Данској (3,7%), Малезији (4,0%) и Аустрији (4,4%). Сасвим је сигурно да је незапосленост, у највећој мјери, посљедица текуће економске кризе. И то њена најтежа посљедица. Парадокс је да су овако високе стопе незапослености у условима врло високог буџетског дефицита свих анализираних земаља и кје су у ситуацији упумпавања огромних сума новца у финансијски систем од стране централних банака.

Врло је занимљиво да од 44 земље наведене у редовном прегледу економских и финансијских индикатора Тхе Економиста њих 43 има већи удио буџетског дефицита у БДП.<sup>8</sup> Највиша стопа удјела је у Британији (14,4%), САД-у (13,5%), Шпанији (10,6%), Француској (8,2%), Индији (8%), Јапану (7,4%) итд. Дефицит буџета је забиљежен чак и у Сауди Арабији са учешћем у БДП од 0,9%.

---

<sup>6</sup> *The Economist*, 3. октобар 2009., стр. 122. Незапосленост се исказује према националним дефиницијама.

<sup>7</sup> Податак за САД односи се на август 2009. године. У новембру је био изнад 10% (10,2%) што може асоцирати на седамдесете године прошлог вијека када је у вријеме предсједника Џ. Форда, инфлација пробила звучну баријеру од 10% и када је проглашена државним непријатељем бр. 1. Како би се тек могла квалификовати стопа незапослености која прелази 10%? А незапосленост је ипак тежи и далеко деликатнији проблем од инфлације. Наведена стопа незапослености је највиша од 1983. године (вријеме првог мандата предсједника Регана).

<sup>8</sup> Преглед обухвата економије земаља са свих континената. Једина земља са суфицитом буџета из тога прегледа је Норвешка. Удио суфицита буџета у БДП те земље је фантастичних 9,9% (процјена за 2009).



## Шта о кризи знамо?

Знамо много, али не и довољно. Највише се бавимо описом амбијента у коме се јавља и површинским ефектима које изазива. Мало је дубинских анализа које би се односиле на суштинска питања узрока и последица кризе и мјера којим би се ефикасно рјешавала. Па и то колико озбиљних анализа има у њима се често разликују дијагнозе стања и што је још горе-путеви изласка из кризе. Неспорно је да су хипотекарни кредити били иницијална каписла кризе на финансијским тржиштима Сједињених Држава. И то не ти кредити сами по себи него они који се колоквијално зову "sub-prime" кредити. Код нас преведени као другоразредни, а уствари високоризични, због тога што су одобравани клијентима без кредитне способности и одговарајућег покрића. Исто тако је неспорно да се криза, по принципу спојених посуда, пренијела на реални сектор економије. Због међузависности националних економија она је постала глобална. Знамо такође да је довела до банкрота неких од водећих финансијских институција у Сједињеним Државама и Енглеској те до огромних губитака финансијског сектора у многим другим земљама. Разорне последице кризе су пољуљале повјерење у финансијска тржишта и њихова регулаторна тијела, успориле пословну активност и смањиле запосленост. Поред свега криза је испровоцирала питање улоге државе у економији и наметнула потребу редефинирања статуса и професионалне одговорности рејтинг агенција, ревизорских кућа и off-shore простора, итд. Но, недовољно се говори о стварном узроку кризе. Сматрамо да то нису хипотекарни, "sub-prime", кредити него похлепа финансијских институција и њихових менаџера за лаком и брзом зарадом.

Хипотекарни, "sub-prime", кредити са секјуритизацијом су били само механизам за остварење циља и задовољење страсти за високом зарадом. А тај механизам је могао функционирати у условима недовољног надзора регулаторних институција тржишта капитала<sup>9</sup> и професионалне неодговорности, а неки пут и конфликта интереса, рејтинг агенција и ревизорских друштава који су својим клијентима давали виши ранг и повољније мишљење о финансијским извјештајима од стварног. А завршна обрада и реализација тога модела је обављана у пореским оазама односно off-shore просторима. Негдје је забиљежено да се ради о скоро савршеном моделу "креативне деструкције" финансијског система који је функционирао док балон није пукао. Зиданем финансијске пирамиде менаџери финансиј-

---

<sup>9</sup> Финансијски структурирани производи као последица секјуритизације вођени су у ванбилансној евиденцији финансијских институција и били су ван домаћаја надзора регулаторних органа.

ских институција су зидали и своје зараде у виду баснословних бонуса. Невјероватно је да су их покушавали дијелити и у компанијама које су партиципирале у програму помоћи Владе за санирање посљедица кризе.<sup>10</sup> О тврдокорности финансијских институција, посебно банака, и њихових менаџера и пожуде за зарадом говори и примјер Goldman Sachs, једне од преживјелих инвестицијских банака и кључних играча Wall Street-а. Та компанија је током првог полугодишта 2009. особљу односно упосленицима, првенствено менаџерима разних нивоа, исплатила 11,4. млрд долара. Исплата је једним дијелом извршена у готовини, а другим, већим дијелом у виду опција на дионице компаније. Власници односно дионичари Goldman Sachs су истовремено примили "само" 4,4. млрд долара. Бонуси су износили око половине компанијиног нето дохотка. Због тога не чуди, више реторичко, питање: раде ли инвестицијске банке за њихове упосленике или власнике.<sup>11</sup> Интересантна је аргументација којом се оправдава исплата бонуса као посебних награда и у условима кризе. Сматра се, наиме, како се бонусима вежу способни менаџери који остварују максималне зараде власницима компаније. Велико је, наравно, питање вјеродостојности ове тврдње. Ипак се чини да у њој има извјесне дозе цинизма. Осим тога, протагонисти оваквог приступа аргумент налазе и у чињеници да дионице компаније које добију као компензацију, менаџери не могу одмах продати. То је, према овом мишљењу, додатни начин стимулирања менаџера да остају у компанији и тако постају њени дионичари.<sup>12</sup> Могло би се, наравно, овим аргументима приговорити. Но, финансијске компаније и данас могу уцјењивати. То је случај финансијског средишта у Лондону који на одлуку Владе о увођењу 50%-тног пореза на бонусе реагира пријетњом о пресељењу послова у Дубаи. Али, институције финансијског центра из Лондона су већ ријешиле питање плаћања пореза тако што ће он ићи на терет компаније, а менаџеру остаје обавеза плаћања пореза на плаћу као и до сада. И од пријетње одласка у Дубаи (без обзира на ексклу-

---

<sup>10</sup> Илустративан примјер у том смислу је АIG (American International Group), највећа осигуравајућа кућа у САД-у, која је од америчке администрације добила 130 млрд долара као спас од банкрота чија се управа наставила понашати као да се ништа лоше није десило. То је, поред осталог, понукало предсједника Обаму да предложи драстично опорезивање (по стопи од 90%) бонуса финансијских и других компанија које су користиле средства државе.

<sup>11</sup> Видјети: [The Economist](#), 18. јули 2009, стр. 76.

<sup>12</sup> Однос менаџера и власника компаније кључно је питање корпоративног управљања. Њихови интереси су подударни управо у случају када су менаџери истовремено дионичари. А то се и постиже исплатом бонуса у дионицама које ови не могу одмах продати. У супротном интереси једних и других могу бити у сукобу будући да је менаџерима основни циљ пословања профит, а власницима компаније цијена дионица односно вриједност компаније.

живност Финансијског центра Дубаи с капацитетом 33.000 уполсеника) неће бити ништа. Једино ће трошак пословања компаније бити повећан за незанемарив износ пореза на бонус који ће, јасно је, бити пребачен на кориснике услуга компанија City-а.

Ова криза је, иначе, показала неке парадоксе. Прије свега избија у земљи са релативно највише знања о финансијским тржиштима, земље софистицирана регулације њиховог функционирања и високог степена развијености. Затим финансијски деривати су по дефиницији механизми заштите од ризика, а били су генератор кризе. Или, бонуси се дијеле као да кризе нема чак и у компанијама које су користиле издашну финансијску помоћ Владе и/или централне банке земље. Наравно, говоримо о Сједињеним Државама, као жаришта кризе.

### Могуће мјере превазилажења кризе

Генерално узевши, владе и централне банке на располагању имају инструменте монетарно-кредитне и фискалне политике којим могу отклањати узроке и ублажавати посљедице кризе. Томе се још може додати и политика девизног курса којом се утиче на трговачке и новчане токове земље са иностранством.

Када је у питању монетарна политика могуће је користити три мјере које су већ тестиране у пракси многих земаља. То су политика дисконтне стопе, операције на отвореном тржишту и политика обавезних резерви. Све три мјере су у надлежности централне банке која њима управља независно од владе земље или их, као што се током рецентне кризе показало, активира у оквиру ширег програма интервенција владе на рјешавању проблема кризе. У принципу се сва три инструмента у условима пада пословних активности релаксирају односно либерализирају с циљем раста новчане масе и количине новца у оптицају као подлоге повећању тражње и убрзања привредних кретања. Поједностављено: дисконтна политика је усмјерена на смањење каматне стопе коју централна банка зарачунава на кредите комерцијалним банкама; операције на отвореном тржишту значе повећане куповине вриједносних папира од централне банке на финансијским тржиштима и емисију додатног новца и политика обавезних резерви се изражава у смањењу стопе по којој комерцијалне банке издвајају дио својих депозита на рачун код централне банке.

Каматне стопе централних банака су у неким случајевима спуштене на рекордно низак ниво. Тако су систем федералних резерви (Fed) Сједињене Државе ту стопу спустиле на 0,20% са спремношћу да се, у функцији санирања посљедица кризе и поспјешивања пословне активности америч-

ких компанија, она још смањује. Због тога се садашња висина референтне стопе Fed-а представља стопом од 0-0,25 посто.

Постоје процјене према којим ће та изузетно ниска стопа бити задржана у првом, а могуће и у другом кварталу 2010. године. Ако се има у виду да је крајем септембра 2007. ова стопа износила 5,25 %, а крајем јануара 2008. године 4,25% онда се, заиста може говорити о њеном драстичном смањењу. Тако ниска стопа није била никада у историји Fed-а. Рекордно ниску стопу је поставила и Централна банка Енглеске (The Bank of England, BoE). Са нивоа од 5,75% из септембра 2007. спуштена је на 0,5%. Најниже у дугој историји ове банке која је основана давне 1794. године. Европска Централна банка је своју каматну стопу снизила на један посто.

Други начин ангажмана централних банака огледа се у обилним куповинама државних и корпоративних дужничких вриједносних папира. Оне су тако држави на располагање стављале готовину за спашавање посрнутих компанија финансијског и реалног сектора или су непосредно компанијама помагале у превазилажењу потешкоћа у којима су се нашле. И у овом случају се десио ексклузивитет. Bank of England је, наиме, први пут у свом постојању куповала дионице, дакле власничке вриједносне папире и тако постајала власник тих компанија. То представља подржављење односно национализацију дијела капитала већих банака, осигуравајућих друштава и фондова. Невјероватно за Централну банку земље која се сматра претечом либералног капитализма.

Политика обавезних резерви у развијеним и финансијским срединама је слабијег утицаја на новчана кретања због тога што су стопе врло ниске или су нулте. Снага овог инструмента до изражаја долази у условима неразвијених финансијских тржишта гдје централна банка нема довољно разуђен инструментариј монетарног регулисања. У том случају стопа обавезних резерви се поставља релативно високо (више од 10%) и њеним управљањем се изазивају жељене промјене у оптицају новца. У кризним околностима стопе обавезних резерви се снижавају и тако се јача кредитни потенцијал комерцијалних банака и способност додатних кредитних пласмана.<sup>13</sup>

Као монетарну мјеру можемо навести и повећање гарантног износа депозита код банкарског сектора како би се сачувало повјерење у финансијски систем земље. Ова мјера има само психолошки учинак и не претставља ангажирање нових новчаних средстава. Доноси се у координацији са владом земље.

---

<sup>13</sup> То је везано за феномен мултипликације депозита и кредита комерцијалних банака која је овисна о висини стопе обавезне резерве и њој је обрнуто пропорционална.

Како је год монетарна политика у надлежности централне банке, тако је фискална у надлежности владе. Наравно да је потребна сарадња монетарне и извршне власти како би се оптимизирала примјена једног и другог сегмента економске политике.

Кључни инструмент фискалне политике су порези.<sup>14</sup> Два су основна пореска облика: порез на промет (индиректни) и на имовину (директни). Они су, као и мјере монетарне политике, антицикличног карактера. У условима кризе пореске стопе се снижавају и тако смањује порески терет компанијама и јача њихов капацитет инвестицијске и личне потрошње. Потрошња се третира снажним покретачем опоравка односно превазилажења кризе.<sup>15</sup> Нижи порези значе и ниже приходе буџета земље што доводи у питање финансирање функција институција државе. Ако су расходи буџета фиксирани они се могу финансирати дефицитом, а разумно рјешење би било да се ускладе с приходима односно могућностима њиховог финансирања.

Влади и централној банци је на располагању и девизни курс. Данас преовладава политика флукутирајућег девизног курса. Неке земаље вежу своју валуту за другу, јаку валуту. У том случају се посредно ради о промјенивом девизном курсу јер се вриједност везане валуте аутоматски мијења с промјеном сидра. Друге земље допуштају, односно толерирају, депрецијацију своје валуте (нпр. САД). Поједине, опет, изазивају депрецијацију (нпр. Кина). И у једном и у другом случају се жели стимулирати извоз. Депрецијација, дакле, јача конкурентну способност извозника јер смањује цијену извозног производа или услуге сразмјерно степену депрецијације новца.<sup>16</sup>

## Мјере влада у реалном сектору

Мјере влада у реалном сектору су концентриране на неколико кључних тачака. Прије свега ради се о инфраструктури путем које владе желе под-

---

<sup>14</sup> Због тога се неријетко фискална политика (порези, царине, акцизе, таксе, обавезни редовни доприноси-парафискалитети и сл.) редуцира на пореску политику и користи као њен синоним.

<sup>15</sup> Владе неких земаља су поступале супротно од наведеног преферирајући буџет у односу на развој, што се не може сматрати антикризном мјером. Такав је случај са Републиком Хрватском, која је повећала стопу пореза на додану вриједност и увела нови кризни, привремени порез кога су критичари назвали харачем.

<sup>16</sup> Кина води проактивну девизну политику тако што води политику потцијењеног јуана. Њени производи су због тога изузетно конкурентни на западним тржиштима. Захваљујући томе она је постала највећи свјетски извозник за 2009. године претекавши Њемачку и оставивши далеко иза себе Сједињене Државе.

стакнути економски опоравак земље. Интересантно је да поред стандардних инфраструктурних потицаја у енергетику и путеве владе улажу у изградњу школа и здравствених објеката. Посебно мјесто у контексту инфраструктуре заузима станоградња било за тржиште по преферабилним условима куповине, било за социјалне категорије грађана. Циљ је да се запосли грађевински сектор и преко њега активирају многе друге пословне дјелатности. У оквиру инвестирања у енергетику стимулира се уштеда енергије и заштита околине. У неким земљама инвестиције у инфраструктуру су подржаване кредитним гаранцијама владе. Други правац интервенције влада усмјерен је ка малим и средњим предузећима. Ти подстицаји су реализирани у форми кредита са нижим каматним стопама, дужим роковима и одгодом отплате, гаранцијама влада за отплату 50% кредитних обавеза те скупине предузећа, пореских олакшица и слично. Треће, земље произвођачи аутомобила су пружиле значајну помоћ својој аутомобилској индустрији која је запала у пословне невоље. То је посебно карактеристично за америчку администрацију која је морала ангажирати велика финансијска средства како би буквално спашавала тројку из Детроита, а нарочито General Motors. Ни данас перспектива тог некадашњег гиганта и поноса америчке аутомобилске индустрије није потпуно јасна, мада се назиру његови мирнији дани. Још увијек није ријешено питање "Опела" који послује у саставу GM-а.<sup>17</sup> Овај произвођач аутомобила у сваком случају проводи власничко и организационо реструктуирање и присиљен је да продаје своје удјеле у неким фабрикама у свијету. Подршку аутомобилској индустрији су дале и многе друге земље Европе и Азије. Неке од њих тако што су финансијски субвенционирале куповину аутомобила домаће производње замјеном старо за ново. Четврто, стимулирана је куповина стамбених некретнина одговарајућим финансијским потицајима као што су бенефициране каматне стопе и олакшице при укњижби те имовине. Пето, неке владе су у оквиру фискалних мјера селективно смањивале порески терет одређеним пословним дјелатностима. У том смислу је издвајано грађевинарство коме је смањена стопа пореза на додану вриједност. Када се говори о ПДВ-у, интересантно је навести да су у неким земљама толерирана кашњења при уплати овог пореза и скраћивани рокови, односно убрзаван његов поврат. То је свакако у одређеном степену побољшавало ликвидност компанија тако што је утицало на релаксирање њихових новчаних токова. У неким земљама је укинут порез на имовину и дате олак-

---

<sup>17</sup> Последње информације (од 25.11) говоре да ће GM ипак задржати фабрике "Опела" у Европи, али ће отпустити велики број уполсеника - само у Њемачкој њих 25%. У Детроиту су поред GM-а Форд и Крајслер.

шице за опорезивање добити. Шесто, мада се ријетко наводила, треба поменути и мјеру стимулирања извоза. У отвореној форми је у оквиру Европске уније примјењивана само у Холандији. Седмо, слиједи сет мјера које су економско-социјалне нарави као што је једнократна исплата новчане накнаде породицама са дјецом, веће бенефиције за незапосленост, преквалификација незапослених радника, бонови за храну и слично. Осмо, на листи мјера се може наићи и на потпору истраживања и развоја (нпр. у случају Шпаније), што је, наравно, најбоља инвестиција у рјешавање кризе и перспективу развоја земље на дуги рок.

Из овог прегледа се види да се, у основи, ради о примјени комбинираниог модела монетарних и фискалних мјера којима се жели утицати на оптимизирање понашања домаћинстава и компанија.<sup>18</sup> Пакетима наведених мјера се настоји повећати потрошња (становништва) која би подстакла производњу (компанија). У том смислу би се, у традицији неокејнзијанизма, монетарној политици дозволило утицај на економију у кратком и средњем року. Могло би се чак запазити да је у мјерама влада на отклањању посљедица рецентне кризе наглашен монетарни фактор.

Према процјени ММФ-а, до сада је за оживљавање економија захваћених кризом потрошено више од 10.000 млрд УСА долара. То представља око 70% америчког бруто домаћег производа. Највише су потрошиле управо Сједињене Државе и Енглеска. Значајне износе за превазилажење кризе су намијениле и друге земље Европе и Далеког истока.<sup>19</sup>

## Мјере владе у Босни и Херцеговини

Осврнућемо се укратко, на мјере за превазилажење кризе које су донијели Вијеће министара БиХ и влада ентитета:ФБиХ и РС.

Неколико је заједничких карактеристика сва три документа.

1. донесени су релативно касно;<sup>20</sup>
2. у основи су декларативног карактера;
3. неуједначених су и занимљивих наслова;<sup>21</sup>

---

<sup>18</sup> У том смислу ММФ говори о монетарном и фискалном глобалном моделу интервенције (The IMF's Global Integrated Monetary and Fiscal Model (GIMF), видјети "The case for Global Fiscal Stimulans" od G. Freedman, M. Kumhof, D. Laxton i J. Lee, IMF; 06.03.2009, SPN/09/03.

<sup>19</sup> Према тој процјени ММФ-а, најиздашнију помоћ пружио је америчка администрација, 25% БДП (око 3.500 млрд долара) и британска влада, 37% БДП (око 1.150 млрд долара), Русија 14%, Јапан 12% БДП, итд.

<sup>20</sup> Мјере Вијећа министара донесене су у марту 2009, Владе Ф БиХ крајем децембра 2008. године и Владе РС крајем јануара 2009. године.

4. немају било какве међусобне везе;
5. недовољно су усредсређени на реални сектор и стандард грађана;
6. недостатак програматског: ко, када, коме, колико и како;
7. нереалност већине наведених мјера;
8. њихов велики број.

Поглед документ Вијећа министара. Он садржи 16 мјера. Не сматрамо потребним да их, као ни мјере ентитетских влада, оvdје наводимо у интегралном тексту будући да би нам за то требало далеко више простора. Једна од мјера је психолошке нарави и утицала је на штедише да престану повлачити готовину, мада су прије доношења мјера Вијећа министара већ подigli петнестак процената средстава депонираних код комерцијалних банака. Ријеч је о осигураном депозиту који је повећан на 20.000 КМ по једном рачуну иако се у пакету мјера Вијећа министара помиње лимит од 50.000 КМ. Осигурани износ штедње код нас је најнижи у регији. Хрватска и Србија су одредиле 50.000 еура, а Црна Гора није постављала лимит тог осигурања. Могуће је због тога да дође до трансфера депозита наших грађана на рачуне банака сусједних земаља. Ова мјера је требала бити донесена много раније и осигурани депозит је морао бити виши. Одређени финансијски учинак има мјера која се односи на увођење посебне цестарине у износу од 0,10 КМ по литри деривате нафте по основу закона о акцизама која се наплаћује путем Управе за индиректно опорезивање БиХ.<sup>22</sup> Прикупљена средства се усмјеравају Дирекцијама за путеве ентитета и Дистрикт Брчко за измирење обавеза по основу ранијих кредитних аранжмана. Она, дакле, немају непосредног утицаја на нове инвестиције у путној инфраструктури. Такве су, уосталом, и друге мјере Вијећа министара. Поменућемо још само прву наведену мјеру која се односи на обавезне резерве које комерцијалне банке држе на рачуну код Централне банке БиХ. Ради се о смањењу стопе обрачуна обавезних резерви са 18 на 14 посто која нема практичне вриједности због тога што комерцијалне банке на рачуну код Централне банке константно држе вишак изнад обавезних резер-

---

<sup>21</sup> Документ Вијећа министара има наслов: "Мјере из надлежности ВМ за ублажавање утицаја глобалне економске кризе на привреду БиХ", Владе ФБиХ: "Програм мјера за ублажавање последица глобалне економске кризе и унапређење пословног амбијента". Ради се о проширеном Споразуму Економско-социјалног вијећа за териториј ФБиХ кога су потписали први људи Владе ФБиХ, Савеза самосталних синдиката Удружења послодаваца и Економско-социјалног вијећа. Влада РС је донијела документ: "Мјере за ублажавање негативних ефеката свјетске економске кризе на Републику Српску". Била би занимљива садржајна и језичка анализа ових наслова.

<sup>22</sup> Средства су, нажалост, активирана тек половином новембра 2009. године када је договорен кључ за њихову распојелу на ентитете и Дистрикт Брчко. До тада је било прикупљено око 80 милиона КМ.



ви.<sup>23</sup> Свјесни смо ограничене надлежности Вијећа министара због чега су мјере врло скромног домета, али сматрамо да је оно требало покушати координирати доношење мјера ентитетских влада. У том случају би се могао очекивати неки учинак.

Влада ФБиХ у свом Програму полази од 11 дефинираних циљева који су више листа жеља него реалност. Такође, као циљ поставља раст запослености по стопи од најмање 2% у периоду од 2009. до 2012. године. А према неким процјенама, у 2009. години је изгубљено око 70.000 радних мјеста. Слиједи 11 општих мјера међу којима су и неке врло наивне и непромишљене. То је блага квалификација мјере којом се предвиђа да се у 2009. години путем Развојне банке ФБиХ и комерцијалних банака осигура чак, "најмање, једна млрд КМ" која би се намјенила подстицају производње и извоза уз каматну стопу највише 6% годишње. Било би лијепо да је било могуће. Прође 2009. година, а ништа се није догодило. Иза тога се наводи 36 мјера које би требало реализирати у три основна подручја: смањење јавне потрошње, растерећење привреде и одржавање нивоа инвестиција у периоду од 2009. до 2012. године. Тај приступ се у овом документу зове секторским. Циљеви и мјере нису конзистентни што се, опет, може показати на примјеру Развојне банке за коју се предвиђа повећање кредитних пласмана и гаранција извозницима за сто милиона КМ. Дакле, мало или нимало реалног и конкретног.

Влада РС је донијела већи пакет мјера са ширим оквиром и одговарајућим образложењем. У различитој форми и садржају су наведене чак 153 мјере. Усмјерене су у два основна правца и постављене доста логично. Оне које се односе на општу потрошњу (државне органе) су рестриктивне, а за привреду се предвиђају подстицајне мјере. Рестриктивне мејре ће погодити директне буџетске кориснике и предузећа у већинском власништву Републике Српске. За привреду се наводе мјере побољшања њене ликвидности, развоја и додатног запошљавања, повећања домаће потражње и конкурентности, повећање извоза и смањење дефицита, привлачење инвестиција путем повољнијег пословног амбијента и смањење фискалног оптерећења привреде. У документу се посебно третирају финансијски сектор и запошљавање са социјалном заштитом. Видљиво је да документ Владе РС има неколико конкретних мјера, али предњаче оне које су више резолуцијског него оперативног карактера.

Мјере наших влада, појединачно посматрано, нису довољно систематизирани нити су назначене према реду приоритета. У оваквим ситуација-

---

<sup>23</sup> Наш банакрски сектор значи има вишак ликвидних средстава јер на рачуну код Централне банке држи око 1,3 млрд КМ изнад обавезне резерве.

ма се препоручује мањи број мјера ударног карактера на кључне области економског живота. Могле су се подијелити у двије основне групе: мјере кратког и дугог рока, и то у три могућа сценарија – повољном, неповољном и реалном. Криза је прилика да се уради неки документ оријентације развоја кога Босна и Херцеговина, нажалост, нема у било којој ваљаној форми. Он се може урадити поштујући надлежности влада, како ентитетских тако и Вијећа министара, на добробит свих у Босни и Херцеговини.

Два су основна сектора која би у постојећим околностима босанско-херцеговачку привреду могла повући напријед – енергетски сектор и путна инфраструктура. Тиме би се првенствено подстакло домаће грађевинарство уз које би биле ангажиране многе друге привредне гране. А електрична енергија је веома тражена у Европи. Владе ентитета у том правцу већ нешто раде, али би тај ресурс требало што прије приводити намјени. Што се тиче путева, акценат би требало ставити на аутопут јер би се накнадом за његово кориштење дјеломично могла финансирати даља изградња. Притом пажњу заслужује и пољопривреда која би получила двоструки учинак: осигурање хране и супституцију увоза односно смањење спољнотрговинског дефицита земље. А имамо за то добре претпоставке.

Механизми финансирања мјера за превазилажење кризе код нас су специфични. Због карактера монетарног фактора не можемо предузимати мјере које су биле окосница интервенција других централних банака. Сличан је случај и са фискалним фактором. Подијељена је надлежност фискалне политике, с једне, и ригидна структура јавне потрошње, с друге стране. А задужење вани је врло ограничено и било би скупо. Због тога су програми мјера ентитетских влада засновани на средствима из приватизације: у случају Владе РС на већ завршеној приватизацији (Телеком и двије рафинерије), а у случају Владе ФБиХ на приватизацији која је требала да се реализира. Међутим, то се није десило. Осим дјеломично у случају Владе РС, остале мјере неће добити значајније ефекте.

Међутим, постоје извјесне финансијске могућности које би се требале користити за превазилажење економске кризе код нас. Навешћемо неке од њих.

Прво, већ смо поменули средства из цијене горива која су оперативна. Износ од 80 милиона КМ није занемарив и одмах га треба ставити у функцију.

Друго, средства Електропеноса БиХ у износу од 150 милиона КМ, такођер су недавно деблокирана и могу се приводити намјени.

Треће, средства од продаје Телекома РС у Републици Српској и орочена средства јавних предузећа (Телеком БиХ и Електропривреда БиХ) у ФБиХ, која пема неким процјенама износе више од 800 милиона КМ, такођер би се могла ставити у функцију развоја.

Четврто, потраживања из иностранства по основу извоза опреме или извођења инвестицијских радова, која су реализирана или се могу реализирати, осигуравају одређена финансијска средства.<sup>24</sup>

Пето, средства већ потписаних кредитних аранжмана са међународним финансијским организацијама која се не повлаче, а на која се плаћају камате, углавном се односе на путну инфраструктуру.<sup>25</sup>

Шесто, без обзира на то што су цијене дионица ниске, било би сврсисходно путем аукције, на берзи, понудити мањи пакет, нпр. 5% дионица телекома и електропривреде ФБиХ. То би произвело два ефекта: осигурао би се новац за нове пројекте и стимулирало тржиште капитала.

Седмо, одређена средства би било могуће прибавити и концесијом на неке објекте инфраструктуре.

И на крају, осмо, било би могуће и упутно користити дио нето слободних средстава Централне банке БиХ, која у овом тренутку износе нешто више од 500 милиона КМ.<sup>26</sup> Та средства би на кредитној основи требало ставити у функцију развоја Босне и Херцеговине. Ову идеју не би требало шире образлагати и коначно би је требало схватити по основу искуства централних банака развијених земаља. Сугерирамо да се у обзир узме само искуство америчког система федералних резерви. Средства би се по строго одређеним условима и врло повољној каматној стопи (1-2%) пласирала путем развојних или комерцијалних банака. Овим се не би доводио у питање принцип Currency Board Arrangement-а. Уз наведено у обзир треба узети и средства Станд-бу аранжмана која би се дијелом требала усмјерити и у реални сектор. Знамо да се ради о 2,2 млрд КМ које би се требале добити у осам тромјесечних рата.

Кад би се све сабрало, добио би се износ којим би се снажно покренуле инвестиције и допринијело развоју привреде и друштва у цјелини.

---

<sup>24</sup> Навешћемо само један примјер који се односи на ФБиХ. Потраживања намјенске индустрије из Ирака наплаћена су путем бивше савезне дирекције за производе посебне намјене у износу од око 54 милиона долара још прије годину и по дана и блокирана на посебном рачуну по основу судске одлуке у Београду. Завршетком поступка пред судом или вансудским поравнањем и та је средства могуће користити за рјешавање проблема привреде. Иначе су таква потраживања требала бити исказана у пасивном подбилансу предузећа која су била предмет приватизације. Нека су, међутим, прикривана и наплаћивана путем нерегуларних новчаних канала од нових власника тих предузећа.

<sup>25</sup> То су кредити Свјетске банке и Европске банке за обнову и развој у износу од 1,9 млрд КМ која још нису у функцији, а годишње нас коштају око 4 милиона КМ у виду коммитмент фее.

<sup>26</sup> Овај износ представља разлику између вриједности девизних резерви Централне банке и износа емитираних КМ.

## Економисти и криза

Постојећа економска криза је показала и слабости економске науке. Она, наиме, није предвидјела могућност избијања ни последње кризе, посебно не интензитетом којим се она испољила. Економисти се не слажу ни у идентификацији узрока који су до кризе довели нити у конципирању мјера за њено превазилажење. Економска криза је изазвала кризу повјерења у економију, а у макроекономију посебно. Неки критичари иду тако далеко да сматрају да је образовање из макроекономије последњих 30-ак година на америчким и британским универзитетима бачен новац и изгубљено вријеме. А познато је да су баш у ове двије земље високообразовне институције, па и оне економских наука, с највећим рејтингом у свијету. Макар овакве оцјене биле и претјеране, нешто у економији као науци није у реду. Очигледно је да се ни макроекономисти ни финансијски економисти нису снашли. Говори се чак и о компромитацији професије. Једино што је јаче експлодирало од финансијског балона као симбола кризе је балон репутације саме економије (*The Economist*). Чињеница је да протагонисти и једне и друге области (макроекономисти и финансијски економисти) робују одређеним моделима заснованим на математичко-статистичкој апаратури којим прогнозирају привредна кретања. И ако се такве прогнозе не покажу добрим, то теже по саме прогнозе.<sup>27</sup> Као примјер се наводи један од најпознатијих финансијских економиста данашњице, *Frederic Mishkin*, универзитетски професор и аутор референтних уџбеника из подручја финансијских тржишта, који је, чак након избијања кризе ликвидности у августу 2007. тврдио да ће централна банка САД-а моћи контролирати ситуацију и давао охрабрујуће изјаве у вези са берзом. Тврдње је базирао на симулацији модела односа цијена некретнина и БДП у САД-у. Модел третира и незапосленост. Резултати симулације су били сасвим умирујући. А непосредно иза тога криза је букнула свом жестином.<sup>28</sup> Поновило се управо оно из 1929. године. Тада је, такође, веома познато име у финансијсма и економији, *Irving Fisher*, професор економије на *Yale* универзитету грубо погријешило у процјени кретања цијена на берзи. Сматрао је да ће оне и даље расти и тако охрабрио инвеститоре на даљу куповину дионица. Пошто се његово мишљење цијенило људи су се задуживали код банака да би улагали у дионице. А буквално само који дан послјије је дошло до највећег берзанског слома у историји *Wall Street*-а.<sup>29</sup> То је до-

---

<sup>27</sup> Занимљиво је да се у последњих двадесетак година већина добитника Нобелове награде регрутира управо из подручја финансијске економије и макроекономије.

<sup>28</sup> Видјети: *The Economist*, 8. јули 2009, стр. 71.

<sup>29</sup> *Bredna Lange: The Stock Market Crach of 1929.*, Chelsea House, London, 2007., стр. 25.

вело до Велике економске кризе која је најприје захватила Сједињене Државе, а онда се, као и у случају посљедње кризе, пренијела на свјетску економију.<sup>30</sup>

Сличних примјера би се могло још навести. Не треба нас то ни претјерано чудити будући се још увијек велика имена економске науке не могу сложити око елементарних питања економског развоја и фактора који на њега утичу. Подсјетимо само на два потпуно опречна концепта: либерални, тржишни, посљедњих деценија представљен монетаризмом и други који се заснива на одређеној улози државе у развоју привреде. Овај други је познат под називом кејнзијанизам - по најпознатијем представнику ове економске школе. Све до посљедње кризе, нарочито посљедњих тридесетак година, кејнзијанизам је био потпуно потиснут под утицајем либералног правца који је до свог врхунца дошао у вријеме госпође Тачер (тачеризам) и господина Регана (реганизам).<sup>31</sup>

Притиснуте рецентном кризом владе су жестоко реагирале, враћајући се Кејнсу, па дјелимично и Марксу, потврђујући тезу о неопходности државне интервенције. Тако на своје долазе, опет нобеловци, Штиглиц и Кругман који на то упозоравају већ деценију – двије. Чудно је, међутим, да нека респектабилна имена још увијек истрајавају на тези либералне економије. Ради се о регулацији која је због своје мањкавости допринијела кризи и коју би према мишљењу неких економиста (напр. Штиглиц) требало заострити. С друге стране је нобеловац (подручје финансијске економије) Шулс (Scholtes), који сматра да то не треба чинити јер би ограничавање слобода учесника тржишта капитала последице кризе могло успорити њено рјешење односно превазилажење.

Биће интересантно пратити расправу о потенцијалним инфлаторним или дефлаторним импликацијама монетарне политике централних банака неких земаља. Опет ће се економисти наћи пред дилемом: шта је мање лоше – инфлација (надути стомак) или дефлација (мањак зрака у плућима).

---

<sup>30</sup> Предвиђање будућности је иначе незахвално. Тешко се у то упуштати и у природним, а камоли у друштвено-економским процесима. За будућност су, кажу, сигурне само двије ствари: доћи ће и неће бити онаква каквом је предвиђамо. С прогнозама, дакле, треба бити врло опрезан. Најопрезнији, најмудрији, дипломатски одговор у вези с предвиђањима кога сам чуо био је онај на питање "хоће ли цијене дионица на берзи расти или падати". Опрезни и мудри велики инвеститор је једноставно одговорио: "хоће".

<sup>31</sup> Госпођа Тачер, премијерка британске Владе 80-их година прошлог вијека и господин Реган, предсједник САД-а тога времена своје су економске политике утемељили на монетаризму чији је креатор, још један нобеловац за економију, област финансије (1976.) Милтон Фридман.

Дискусија само што није почела. И врло опречна мишљења економиста, нарочито финансијских и макроекономиста.

### Литература:

1. Leo M. Tilman: Financial darwinism, John Wiley & Sons, Inc., 2009.
2. Ch. Freedman, M. Kumhof, D. Laxton, J. Lee: The Case for Global Fiscal Stimulans, IMF, об. March 2009.
3. The long climb, a special report on the world economy, The Economist, October 3rd 2009.
4. The Economist, 18. јули 2009.
5. Рачуноводство, ревизија и финансије у условима глобалне кризе, 13. Конгрес, Зборник радова, Бања Врућица, октобар 2009.
6. Криза и оквири економске политике, Зборник радова, Хрватска академија знаности и умјетности и Хрватски институт за финансије и рачуноводство, Загреб, јули 2009.
7. М. Пуљић: "Глобална криза и БиХ"; Acta Economica, Зборник радова, Економски факултет, Бања Лука, 2009.
8. М. Пуљић: "Држава и криза", Revicon, Сарајево, децембар 2009.

## ПРОБЛЕМИ ДОНОШЕЊА ИНВЕСТИЦИОНИХ ОДЛУКА У УСЛОВИМА КРИЗЕ

### PROBLEMS OF BRINGING INVESTMENT DECISIONS IN CRISIS REQUIREMENTS

Милорад Иванишевић\*

#### Резиме

У раду се најпре дефинишу реална и номинална захтевана стопа приноса. За разлику од реалне стопе приноса, номинална садржи и очекивану стопу инфлације. После тога дефинишу се реални нето новчани токови, који не уважавају очекивану стопу инфлације, и номинални новчани токови који рачунају са инфлацијом. На хипотетичком примеру показано је како се коришћењем динамичких метода (нето садашње вредности и интерне стопе приноса) процењује рентабилност инвестиционих пројеката, посебно коришћењем номиналних нето новчаних токова и номиналне захтеване стопе приноса, као и коришћењем реалних новчаних токова и реалне захтеване стопе приноса. Анализирани су и утицај системског ризика, промене тржишне стопе приноса и промене структуре извора финансирања на захтевану стопу приноса, као и на рентабилност пројекта.

**Кључне речи:** интерна стопа приноса, нето садашња вредност, номинална стопа приноса, номинални новчани токови, очекивана инфлација, реална стопа приноса, реални новчани токови, захтевана стопа приноса.

---

\* Др Милорад Иванишевић, редовни професор, Економски факултет у Београду

## Summary

First of all the article defines real and nominal rate of return, with difference. To the real rate of return the expected inflation rate is included into the nominal rate of return. Afterwards, there are defined the real net cash flows which do not acknowledge expected inflation rate and the nominal cash flows counting on the inflation. The hypothetical case is shown how using dynamic methods ( net present value and internal rate of return) the profitability of feasibility projects is estimated, particularly when the nominal net cash flows and the nominal required rate of return are used, as well as using the real cash flows and the real required rate of return. There are also analyzed influence of the systematic risk, change of market rate of return and change of capital structure on the required rate of return as well as on the profitability of project.

**Key words:** internal rate of return, net present value, nominal rate of return, nominal cash flows, expected inflation, real rate of return, real cash flows, required rate of return.

## Увод

Предузећа могу заснивати повећавање своје пословне активности на екстерном и интерном расту. Екстерни раст, пре свега обухвата аквизиције и мерцере, док се интерни ослања на интерно инвестирање капитала у различите пројекте. Посебни проблеми у вези са интерним растом предузећа јављају се у условима кризе која доводи до: смањења тражње, пораста стопе инфлације, пораста цене капитала, повећања ризика, аверзије према ризику и слично. У таквим условима је веома тешко донети одлуке о томе у које инвестиционе пројекте улагати и како проценити ефекте које се од њих очекују, односно како проценити њихову рентабилност.

Кретање очекиване стопе инфлације је важан проблем који се мора разумети и с њим се мора рачунати, с обзиром на то да се инфлација одражава на сваки елемент нето новчаног тока и на дисконтну стопу, односно захтевану стопу приноса. Без обзира на то што се ти ефекти инфлације не могу у потпуности предвидети, важно је да се овај проблем озбиљно схвати и да се са инфлацијом рачуна приликом планирања капиталних улагања.

Битно је да се дефинише одговарајућа захтевана стопа приноса, односно критеријум рентабилности. Та стопа приноса представља дисконтну стопу помоћу које се утврђује нето садашња вредност пројекта, односно са том стопом се упоређује израчуната интерна стопа приноса. Захтевана стопа приноса, поред реалне стопе приноса и очекиване инфлације, требало би да уважава и: степен системског ризика, промену тржишне стопе приноса, као и различиту структуру извора финансирања пројекта.



## 1. Номинална и реална стопа приноса

У оцени рентабилности капиталних улагања мора се респектовати утицај инфлације како на новчане токове који се очекују од инвестиционих пројеката тако и на критеријум рентабилности, односно одговарајућу захтевану стопу приноса. Наиме, капитална улагања у пројекат могу настати одједном или у више година, а користи од пројекта изражене нето новчаним токовима остварују се у дужем временском периоду. У том периоду најчешће долази до смањења куповне снаге новца, односно инфлације, што може довести до нереалне оцене приноса, односно рентабилности која се очекује од пројекта. Колика ће бити стопа инфлације, зависи од низа фактора, као што су: економска политика земље, опште стање у привреди, кретање трговинског биланса, пореска политика, монетарна политика, кретање стопе инфлације у претходном периоду и други. Општа стопа инфлације неће сигурно у истој мери утицати на све производе, робу и услуге, код неких добара и услуга ће бити виша и обратно. Стопа инфлације се мора предвиђати и са очекиваном инфлацијом се мора рачунати у доношењу инвестиционих одлука. Сигурно је да се инфлација не може у целини предвидети, односно доћи ће до непредвиђене инфлације, што ће повећати ризик улагања у пројекат. Постоји међузависност очекиване стопе инфлације и каматне стопе. Када поверилац позајмљује новац дужнику, он захтева компензацију за пропуштenu потрошњу добара или коришћење услуга, односно захтева да му се плати камата по реалној каматној стопи. Та каматна стопа била би једнака номиналној ако би очекивана стопа инфлације била нула. Међутим, увек постоји очекивана стопа инфлације, тако да ће поверилац захтевати од дужника да плати и инфлациону премију. Према томе, очекивана номинална каматна стопа може се написати на следећи начин:

$$\text{Номинална каматна стопа} = \text{Реална каматна стопа} + \text{Очекивана стопа инфлације}$$

Номинална каматна стопа би се могла прецизније израчунати помоћу формуле:

$$\left(1 + \text{Номинална каматна стопа}\right) = \left(1 + \text{Реална каматна стопа}\right) \times \left(1 + \text{Очекивана стопа инфлације}\right)$$

тако да можемо добити:

$$\text{Номинална каматна стопа} = \left(1 + \text{Реална каматна стопа}\right) \times \left(1 + \text{Очекивана стопа инфлације}\right) - 1$$

Дакле, номинална каматна стопа уважава ефекат инфлације, док реална не рачуна с тим ефектом. Када држава емитује благајничке записе, она

у номиналну каматну стопу уграђује инфлациону премију. Претпоставимо, нпр., да држава емитује благајнички запис у условима да реална каматна стопа износи 4%, а очекивана стопа инфлације 2%.

Номинална каматна стопа ће бити:

$$\text{Номинална каматна стопа} = (1 + 0,04) \times (1 + 0,02) - 1,$$

$$\begin{aligned} \text{Номинална каматна стопа} &= 1,0608 - 1, \\ &= 1,0608 - 1, \\ &= 0,0608 \text{ или } 6,08\% \end{aligned}$$

Овако утврђена номинална каматна стопа на државне краткорочне хартије од вредности најчешће се у анализама користи као неризична каматна стопа. Када би стопа инфлације била нула, онда би неризична каматна стопа била 4%, односно била би једнака реалној каматној стопи. Преуређењем једначине за номиналну каматну стопу можемо израчунати реалну каматну стопу на следећи начин:

$$\text{Реална каматна стопа} = \frac{1 + \text{Номинална каматна стопа}}{1 + \text{Очекивана стопа инфлације}} - 1 \quad (1)$$

за дати пример добићемо:

$$\text{Реална каматна стопа} = \frac{1 + 0,0608}{1 + 0,02} - 1,$$

$$\begin{aligned} \text{Реална каматна стопа} &= 1,04 - 1, \\ &= 0,04 \text{ или } 4\%. \end{aligned}$$

Добили смо реалну каматну стопу од 4% од које смо и пошли у датом примеру.

Када се разматра рентабилност инвестиционих пројеката, онда се као критеријум рентабилности користи захтевана стопа приноса која је, у ствари, номинална стопа приноса, што значи да поред реалне стопе приноса садржи и очекивану стопу инфлације за разматрани период. Овај закључак важи када се инвестициони пројекат у целини финансира из сопственог капитала.<sup>1</sup> Међутим, ако се пројекат делимично финансира дугом

<sup>1</sup> За улагача новца, односно акционара, ова стопа представља очекивану стопу приноса.

(дугорочни кредит или емисија обвезница), мора се утврдити просечна цена додатног капитала која је тада захтевана стопа приноса. Свакако да приликом утврђивања просечне цене капитала треба рачунати с ценом дуга после пореза на добитак предузећа<sup>2</sup>. Та захтевана, односно номинална стопа приноса, која садржи реалну стопу приноса и очекивану стопу инфлације, може се касније ради реалније оцене рентабилности пројекта кориговати за одговарајући степен системског ризика.

## 2. Номинални и реални новчани токови

Новчани токови сваког пројекта обухватају: иницијални капитални издатак, нето новчане токове од експлоатације пројекта, односно оперативне новчане токове и новчани ток, односно нето примање готовине проистекло из ликвидационе вредности пројекта. Иницијални капитални издатак, односно иницијално инвестирање капитала је укупна сума новца коју је потребно уложити да би се инвестициони пројекат активирао, тј. да би се ставио у функцију. Нето новчани ток од експлоатације пројекта представља разлику између укупних примања готовине и укупних издавања готовине (без расхода на име камате) који се од њега очекују. Након истека економског века трајања пројекта може се очекивати изванредан износ ликвидационе, односно нето резидуалне вредности основних и трајних обртних средстава.

Слично као и захтевана стопа приноса новчани токови се могу изразити у номиналној и у реалној вредности. Изражавање новчаних токова у номиналним вредностима претпоставља да је уважена очекивана стопа инфлације како код продајних цена производа тако и код свих елемената трошкова. Овакав метод се најчешће користи у пракси будући да се и критеријум рентабилности, односно захтевана стопа приноса изражава номиналном стопом приноса.<sup>3</sup> Метод реалних новчаних токова не уважава очекиване ефекте инфлације, односно рачуна са непромењеним продајним ценама готових производа као и са непромењеним набавним ценама материјала, непромењеним трошковима плата и слично.

Када су нам познати номинални новчани токови, можемо их лако прерачунати на реалне новчане токове помоћу следеће формуле:<sup>4</sup>

---

<sup>2</sup> Gitman, L. J. *Managerial Finance*. Boston: Addison-Wesley, 2003, стр. 264.

<sup>3</sup> Brigham, E.F.; Gapenski, L.C. *Financial Management*. Fort Worth: The Dryden Press, 1994, стр. 452.

<sup>4</sup> Damodaran, A. *Corporate Finance*. New York: John Wiley and Sons, Inc., 2001, стр. 320.

$$\text{Реални новчани токови}_n = \frac{\text{Номинални новчани токови}_n}{\left(1 + \frac{\text{Очекивана стопа инфлације}}{100}\right)^n} \quad (2)$$

Претпоставимо нпр. да се у трећој години експлоатације пројекта очекује нето новчани ток од 20.000 КМ и да је очекивана стопа инфлације 3%, реални новчани ток на крају треће године биће:

$$\begin{aligned} \text{Реални новчани токови}_3 &= 20.000 \times \frac{1}{(1 + 0,03)^3} \\ &= 20.000 \times 0,91514^5 \\ &= 18.302,8 \text{ КМ.} \end{aligned}$$

Према томе, реални новчани ток на крају треће године износи 18.302,8 КМ, односно мањи је од номиналног новчаног тока јер не садржи ефекте очекиване инфлације.

Када израчунавамо нето садашњу вредност пројекта за који су утврђени номинални нето новчани токови, онда као дисконтну стопу морамо користити номиналну захтевану стопу приноса. Међутим, ако су за пројекат обрачунати реални новчани токови, онда и дисконтна стопа мора бити реална. Дисконтовање номиналних новчаних токова реалном захтеваном стопом приноса довело би до прецењивања нето садашње вредности пројекта. Коришћењем номиналне захтеване стопе приноса за израчунавање нето садашње вредности пројекта чији су новчани токови изражени у реалним износима добили бисмо потцењену нето садашњу вредност.<sup>6</sup> Ако се рентабилност пројекта изражава интерном стопом приноса онда се израчуната стопа приноса, коришћењем номиналних новчаних токова упоређује са номиналном захтевном стопом приноса и обратно, када су утврђени новчани токови били реални, тада се интерна стопа приноса упоређује с реалном захтеваном стопом приноса.

### 3. Номинални нето новчани токови и рентабилност пројекта

Као што смо претходно констатовали, да бисмо добили реалну оцену инвестиционог пројекта методом нето садашње вредности, морамо номиналне нето новчане пројекте дисконтовати номиналном захтеваном стопом приноса, односно реалне новчане токове с реалном захтеваном сто-

<sup>5</sup> Израз 0,91514 је дефлациони фактор.

<sup>6</sup> Smart, S.B.; Meggison, W.L.; Gitman, L.J. *Corporate Finance*. South-Western: Thomson, 2007, стр. 316.

пом приноса. Прво ћемо израчунати нето садашњу вредност пројекта чији су нето новчани токови утврђени у номиналним износима, односно износа који респектују стопу очекиване инфлације. За ту сврху ћемо претпоставити да предузеће разматра пројекат "А" који захтева капитални издатак од 100.000 КМ и од кога се очекују следећи годишњи номинални нето новчани токови у економском веку његовог трајања од 5 година: 1. година 30.000 КМ, 2 година 32.000, 3. година 35.000, 4. година 38.000 и 5. година 40.000 КМ. Номинална захтевана стопа приноса износи 13%, а очекивана стопа инфлације 5%. Из примера се може закључити да су нето новчани токови утврђени уз респектовање инфлације и да номинална захтевана стопа приноса, поред реалне и очекивану стопу инфлације<sup>7</sup>. Поступак израчунавања нето садашње вредности приказан је у табели:

Табела 1: Израчунавање нето садашње вредности за пројекат "А"

Крај године	Номинални нето новчани токови	Дисконтни фактори за номиналну захтевану стопу приноса од 13%	Садашња вредност
0	(100.000)	1,0000	(100.000)
1	30.000	0,8850	26.550
2	32.000	0,7832	25.062
3	35.000	0,6931	24.259
4	38.000	0,6133	23.305
5	40.000	0,5428	21.712
Нето садашња вредност			20.888

Добили смо нето садашњу вредност пројекта од 20.888 КМ, што значи да се ради о рентабилном пројекту и да се он може прихватити под условом да је независан. Ако би он имао конкуренцију, рецимо, пројекта "Б", онда бисмо најпре израчунали и нето садашњу вредност овог пројекта и прихватили бисмо онај пројекат који обећава већу вриједност од садашње.

Позитивна нето садашња вредност значи да ће се од пројекта остварити виша стопа приноса од коришћене дисконтне стопе, односно номиналне захтеване стопе приноса од 13%. Та виша стопа приноса је, у ствари, интерна стопа приноса коју ћемо такође утврдити. Прво ћемо израчунати просечан номинални нето новчани ток од експлоатације пројекта. Он износи 35.000 КМ (175.000:5). Затим ћемо израчунати просечан период повраћаја који износи 2,8571 год. (100.000:35.000). У четвртој финансијској табели за пет година ћемо видети да се дисконтни фактор 2,8571 налази између каматних стопа 22% и 23% где би била интерна стопа приноса да

<sup>7</sup> Пример је конструисан према: Damodaran, A. *Corporate Finance*. New York: John Wiley and Sons, Inc., 2001, стр. 277.

је нето новчани ток стварно ануитетни. Међутим, пошто је нето новчани ток неуједначен, интерну стопу приноса ћемо израчунати помоћу друге финансијске таблице. С обзиром на то да је нето новчани ток у првим годинама мањи, почећемо од ниже дисконтне стопе, од нпр. 20%. Даљи поступак израчунавања приказан је у следећој табели:

Табела 2: Утврђивање интерне стопе приноса за пројекат "А"

Крај године	Номинални нето новчани токови	Дисконтни фактор за 20%	Садашња вредност	Дисконтни фактор за 22%	Садашња вредност
1	30.000	0,8333	24.999	0,8197	24.591
2	32.000	0,6944	22.221	0,6719	21.501
3	35.000	0,5787	20.254	0,5507	19.275
4	38.000	0,4823	18.327	0,4514	17.153
5	40.000	0,4019	16.076	0,3700	14.800
Укупно			101.877		97.320

Садашња вредност нето новчаног тока при стопи 20% је виша од вредности капиталног издатка па смо новчани ток дисконтвали вишом стопом, односно са 22% и добили смо мању садашњу вредност нето новчаног тока од капиталног издатка. Мања разлика између садашње вредности нето новчаног тока и капиталног издатка је код дисконтне стопе 20% и износи 1.877 КМ (101.877–100.000) док укупна разлика између ових двеју садашњих вредности износи 4.557 КМ (101.877–97.320).

$$\frac{\text{Мања разлика у односу на капитални издатак} \times \text{разлика у каматној стопи}}{\text{Разлика у садашњим вредностима нето новчаног тока}} = \frac{1.877 \times 2}{4.557} = 0,82,$$

$$\text{Интерна стопа приноса} = 20 + 0,82 = 20,82\%.$$

Израчунату интерну стопу приноса од 20,82% треба упоредити с номиналном захтеваном стопом приноса од 13%. Пошто је интерна стопа приноса виша од ове стопе, пројекат треба прихватити, односно ради се о рентабилном пројекту.

#### 4. Реални нето новчани токови и рентабилност пројекта

Да бисмо утврдили нето садашњу вредност пројекта на бази реалних нето новчаних токова, односно токова који у обрачун нису укључили очекивану стопу инфлације, потребно је: а) израчунати реалну захтевану стопу приноса (без очекиване стопе инфлације) и б) реалне нето новчане то-

кове. Реалну захтевану стопу приноса утврдићемо коришћењем формуле (1):

$$\text{Реална захтевана стопа приноса} = \frac{1 + \text{Номинална захтевана стопа приноса}}{1 + \text{Очекивана стопа инфлације}} - 1,$$

$$\begin{aligned} \text{Реална захтевана стопа приноса} &= \frac{1 + 0,13}{1 + 0,05} - 1, \\ &= 1,076190 - 1 \\ &= 0,076190 \text{ односно } 7,619\%. \end{aligned}$$

Реалне новчане токове израчунаћемо помоћу формуле (2) и приказати их у табели 3. У тој табели ћемо израчунати и нето садашњу вредност пројекта "А".

Табела 3: Реални новчани токови и нето садашња вредност пројекта "А"

Крај године	Номинални нето новчани токови	Дефлациони фактори	Реални нето новчани токови	Дисконтни фактори за реалну захтевану стопу приноса 7,619%	Садашња вредност
0	(100.000)	1,0000	(100.000)	1,0000	(100.000)
1	30.000	0,9524	28.572	0,9292	26.549
2	32.000	0,9070	29.024	0,8634	25.059
3	35.000	0,8638	30.233	0,8023	24.256
4	38.000	0,8227	31.263	0,7455	23.307
5	40.000	0,7835	31.340	0,6927	21.709
Нето садашња вредност					20.880

Дефлациони фактор за год. 0 износи 1. Дефлациони фактор за прву годину добија се на следећи начин:

$$\text{Дефлациони фактор}_1 = \frac{1}{(1 + 0,05)^1} = 0,9524.$$

За другу годину добићемо:

$$\text{Дефлациони фактор}_2 = \frac{1}{(1 + 0,05)^2} = \frac{1}{1,1025} = 0,9070, \text{ итд.}$$

Множењем номиналних нето новчаних токова са дефлационим факторима добили смо реалне нето новчане токове које смо даље дисконтвали са реалном дисконтном стопом 7,619% да бисмо добили нето садашњу вредност.

Нето садашња вредност износи 20.880 КМ што је једнако са нето садашњом вредношћу када смо дисконтовали номиналне нето новчане токове.<sup>8</sup> Према томе, поново можемо закључити да се ради о рентабилном пројекту "А". Номиналне новчане токове смо доста лако превели на реалне уз претпоставке: "(1) да сви новчани токови, укључујући и амортизацију, на исти начин изражавају инфлацију и (2) да је та стопа инфлације једнака стопи инфлације уграђеној у очекивану стопу приноса инвеститора. Како су такве претпоставке у пракси генерално неодрживе, тај метод се често не користи".<sup>9</sup> Сигурно је да се стопа инфлације на различит начин одражава на продајне цене пројединих готових производа као и на поједине варијабилне и фиксне трошкове.

Интерну стопу приноса, уз претпостављене новчане токове израчунаћемо на исти начин као и у претходном случају. Просечан нето новчани ток износи 30.086 КМ (150.432:5), а просечан период повраћаја 3,3238 год. (100.000:30.086). У четвртој финансијској табlici за пет година ћемо видети да се дисконтни фактор 3,3238 налази између каматних стопа 16% и 17% где би била интерна стопа приноса да је нето новчани ток стварно ануитетни. У овом случају поћи ћемо од дисконтне стопе од 14%, а даље израчунавање интерне стопе приноса приказаћемо у следећој табели:

Табела 4: Израчунавање интерне стопе приноса – реални новчани токови

Крај године	Реални нето новчани токови	Дисконтни фактор за 14%	Садашња вредност	Дисконтни фактор за 16%	Садашња вредност
1	28.572	0,8772	25.063	0,8621	24.632
2	29.024	0,7695	22.334	0,7432	21.571
3	30.233	0,6750	20.407	0,6407	19.370
4	31.263	0,5921	18.511	0,5523	17.267
5	31.340	0,5194	16.278	0,4761	14.921
Укупно			102.593		97.761

С обзиром на то да је садашња вредност нето новчаног тока већа од капиталног издатка, новчани ток смо дисконтовали вишом стопом, односно 16%, и добили смо мању садашњу вредност нето новчаног тока од капиталног издатка. Мања разлика између садашње вредности нето новчаног тока и капиталног издатка је код дисконтне стопе 16% и износи 2.239 КМ (100.000 – 97.761), док укупна разлика између ове две садашње вредности износи 4.832 КМ (102.593–97.761).

<sup>8</sup> Разлика од свега 8 КМ настала је због заокруживања.

<sup>9</sup> Brigham, E.F.; Gapenski, L.C. *Financial Management*. Fort Worth: The Dryden Press, 1994, стр. 452.



$$\frac{2.239 \times 2}{4.832} = 0,93,$$

Интерна стопа приноса =  $16 - 0,93 = 15,07\%$ .

Ову интерну стопу приноса сада треба упоредити с реалном захтеваном стопом приноса која износи  $7,619\%$ , тако да можемо закључити да се ради о рентабилном пројекту.

## 5. Системски ризик и захтевана стопа приноса

У досадашњој анализи смо претпоставили да је захтевана стопа приноса једнака неризичној, односно реалној стопи приноса увећаној за очекивану стопу инфлације. Такође смо претпоставили да се укупно улагање финансира из сопствених извора финансирања. Међутим, сада ћемо у анализу укључити и системски ризик мерен бета коефицијентом који за пројекат "А" нпр. износи  $1,5^{10}$ . Овај коефицијент показује да се ради о предузећу осетљивом на циклична кретања у националној привреди, односно да је изложено значајном дејству системског ризика. Захтевану стопу приноса ћемо израчунати коришћењем базичне формуле Модела процењивања капиталних улагања.<sup>11</sup>

$$k_j = R_f + [\beta_j (k_m - R_f)],$$

где су:

$k_j$  – захтевана стопа приноса на улагање,

$R_f$  – неризична стопа приноса,

$k_m$  – тржишна стопа приноса.

Према томе, за пројекат "А" захтевана стопа приноса, уз претпоставку да тржишна стопа приноса износи  $17\%$ , биће:

$$k_A = 13\% + [1,5(17\% - 13\%)],$$

$$k_A = 13\% + 6\%,$$

$$k_A = 19\%.$$

Нето садашњу вредност овог пројекта израчунали бисмо тако што бисмо нето новчане токове дисконтовали са захтеваном стопом приноса од

<sup>10</sup> Бета коефицијент мери степен промене приноса конкретног улагања у односу на променну тржишног приноса. Видети детаљније: Каеп, F.R. *Corporate Finance*. Cambridge: Blackwell, 1995, стр. 294.

<sup>11</sup> Ради се о Capital Asset Pricing Model-у (CAPM) чијим се ауторима сматрају William F. Sharpe и John Linter, наведено према: Gitman, L. J. *Managerial Finance*. Boston: Addison-Wesley, 2003, стр. 233.

19%. Премија за тржишни ризик износи 4% (17%–13%), док је премија за ризик улагања у овај пројекат 6% (1,5x4%). Уз овакву дисконтну стопу пројекат би и даље био рентабилан, али би његова нето садашња вредност била свега 5.011 КМ<sup>12</sup> што је знатно мање него када је дисконтна стопа била 13% и нето садашња вредност 20.888 КМ.

Ако би се неризична стопа приноса од 13% повећала због повећања очекиване стопе инфлације на 14%, то би утицало на повећање тржишне стопе приноса са 17% на 18%, тако да би нова захтевана стопа приноса била:

$$k_A = 14\% + [1,5(18\% - 14\%)],$$

$$k_A = 14\% + 6\%,$$

$$k_A = 20\%.$$

Нето садашња вредност пројекта ће се смањити на свега 1.878 КМ, што је знатно мање него у претходном случају.

Међутим, ако би порасла аверзија према ризику, тржишна стопа приноса би нпр. порасла са 17% на 18%. То не би утицало на повећање неризичне стопе приноса од 13%, али би нова захтевана стопа приноса порасла и била би:

$$k_A = 13\% + [1,5(18\% - 13\%)],$$

$$k_A = 13\% + 7,5\%,$$

$$k_A = 20,5\%.$$

Коришћењем ове дисконтне стопе нето садашња вредност пројекта би била свега 695 КМ.

У досадашњим разматрањима смо претпоставили да ће капитално улагање од 100.000 КМ бити у целини финансирано из сопствених извора, односно сопственим капиталом. Међутим, често се за финансирање инвестиционих пројеката користи и позајмљени капитал, односно дугорочни дуг, било да је непосредно добијен од неке финансијске организације или је прибављен емисијом и продајом обвезница. Дугорочни дуг би требало да буде јефтинији извор финансирања од сопственог капитала с обзиром на мањи ризик улагања поверилаца у односу на власнике предузећа и с обзиром на ефекте уштеде у порезу на добитак када се користи дуг. Због тих ефекта опорезивања мора се утврдити цена дуга после пореза која ће бити елеменат за утврђивање просечне цене капитала. Претпоставићемо на примеру предузећа "А" да се износ капиталног улагања од 100.000 КМ састоји од 60% (60.000 КМ) сопственог капитала и 40% (40.000 КМ) дуго-

---

<sup>12</sup> Нето садашња вредност је израчуната на исти начин као и у претходним случајевима.

рочног дуга. Тржишна каматна стопа на овај дуг износи 11% годишње, а стопа пореза на добитак је прописана 10%. Цена дуга после пореза биће:

$$\text{Цена дуга после пореза} = 11(1-0,10) = 9,9\%$$

Просечна цена капитала предузећа, уз респектовање системског ризика (бета коефицијент = 1,5) износиће:

$$\text{Просечна цена} = (0,6)(0,19) + (0,4)(0,099) = 0,1536, \text{ односно } 15,36\% \text{ Капитала.}$$

Израчуната просечна цена капитала од 15,36% била би дисконтна стопа, односно захтевана стопа приноса. Према томе, ова захтевана стопа приноса, поред реалне стопе приноса и очекиване стопе инфлације, респектује системски ризик као и уштеду на порезу насталу због коришћења позајмљеног капитала. Нето садашња вредност пројекта уз коришћење ове дисконтне стопе била би 14.066 КМ, односно пројекат би такође био рентабилан.

## Закључак

Када оцењујемо рентабилност инвестиционих пројеката динамичким методама, као што су нето садашња вредност и интерна стопа приноса, морамо водити рачуна о томе како су планирани његови нето новчани токови и на који начин је утврђен критеријум рентабилности. Ако су новчани токови у номиналним износима, тада као дисконтну стопу за израчунавање нето садашње вредности пројекта користимо номиналну захтевану стопу приноса. Када бисмо за оцену пројекта користили интерну стопу приноса, онда бисмо ту стопу приноса упоредили с номиналном захтеваном стопом приноса. У случају да су нето новчани токови утврђени у реалним величинама (без респектовања инфлације), тада би дисконтна стопа са утврђиване нето садашње вредности била реална захтевана стопа приноса, која такође не уважава ефекат инфлације. И израчунату интерну стопу приноса, коришћењем реалних новчаних токова, упоредили бисмо са реалном захтеваном стопом приноса. Према томе, ако бисмо номиналне новчане токове дисконтвали реалном захтеваном стопом приноса, нето садашња вредност пројекта би била прецењена. Дисконтујући реалне новчане токове номиналном захтеваном стопом приноса, нето садашња вредност би била потцењена.

Захтевану стопу приноса која, у ствари, представља доњу границу рентабилности улагања, требало би утврдити тако да она, поред номиналне (неризичне) стопе приноса респектује и: а) системски ризик, б) промену тржишне стопе приноса, в) структуру извора финансирања пројекта и

г) ефекат уштеда у порезу на добитак предузећа ако се пројекат делимично финансира дугорочним дугом.

## Литература

1. Brealey, R.A.; Stewart, S.C.; Marcus, W.E. *Osnovi korporativnih finansijski*. Загреб: MATE, 2007.
2. Brigham, E.F.; Gapenski, L.C. *Financial Management*. Fort Worth: The Dryden Press, 1994.
3. Damodaran, A. *Corporate Finance*. New York: John Wiley and Sons, Inc., 2001.
4. Gitman, L. J. *Managerial Finance*. Boston: Addison-Wesley, 2003.
5. Horne, J.C.V. *Financial Management and Policy*. New Jersey: Prentice Hall, 2001.
6. Kaen, F.R. *Corporate Finance*. Cambridge: Blackwell, 1995.
7. Mishkin, F.S.; Eakins, S.G. *Financial Markets and Institutions*. Boston: Pearson, Addison Wesley, 2006.
8. Smart, S.B.; Meggison, W.L.; Gitman, L.J. *Corporate Finance*. South-Western: Thomson, 2007.

# **ИДЕНТИФИКОВАЊЕ СУШТИНСКИХ ФАКТОРА ГЛОБАЛНЕ КРИЗЕ – УСЛОВ ЗА ПРЕДУЗИМАЊЕ АДЕКВАТНИХ МЕРА ЗА ЊЕНО ПРЕВЛАДАВАЊЕ**

## **IDENTIFYING THE ESSENTIAL FACTORS OF GLOBAL CRISIS – CONDITION FOR UNDERTAKING ADEQUATE MEASURES FOR OVERCOMING THE CRISIS**

**Јован Б. Душанић\***

### **Резиме**

Актуелна глобална економска криза није конјунктурна ни циклична, него озбиљна системска криза, чије корене треба тражити у одлуци из Бретон Вудса (1944) да америчка новчана јединица – долар постане светска резервна валута, а да Америчка централна банка гарантује пуну конвертибилност долара у злато. САД нису могли да одоле искушењу да не (зло)употребе могућност која им се пружила, те да увоз реалних ресурса из других земаља покривају доларима емитованим без адекватног покривања, да би (1971) једнострано одбациле преузету обавезу и укинуле конвертибилност долара за злато.

Тако смо дошли у ситуацију у којој се чинило да су САД напослету успели да пронађу чаробну формулу за вишевековне безуспешне покушаје алхемичара да створе богатство "ни из чега". Американци су сада могли (користећи своју политичку, војну и економску силу) једноставним "штампањем" долара да долазе до огромних реалних материјалних добара из целог света. Да би повећавани апетити могли бити задовољени, САД

---

\* Др Јован Б. Душанић, професор Београдске пословне школе

су предузимале активне мере како би шириле зону коришћења америчког долара, било: (1) преко нових територије или (2) преко нових инструмената пословања на финансијском тржишту.

Када се кроз процес глобализације долар проширио на цео свет, а како је укупна количина материјалних актива ограничена, наступа период интензивног стварања нових "виртуелних" актива са којима се тргује на финансијским тржиштима. На спекулативним операцијама (практично из ваздуха) временом је надуван велики "балон", односно створена је огромна маса финансијских актива која вишеструко премашује текућу вредност реалног сектора економије. Пуцањем тог "ваздушног балона" суочили смо се са кризом из које се сада тражи излаз. Мере које предузимају водеће земље, пре свих, САД (упумпавање свежег новца и снижење каматних стопа) личе на гашење пожара бензином.

Узроци актуелне глобалне кризе много дубљи и сежу дубоко у област морала и духовности, па није довољно излаз из ове кризе тражити само у економији.

■ **Кључне речи:** криза, долар, деривати, спекулације

## Summary

Current global economic crisis is neither conjuncture nor a cyclic one, but rather a serious systemic crisis, which roots lay in the Breton-Woods (1944) decision to let the American currency – US dollar become world's reserve currency, and to let Fed guarantee the full convertibility of the US dollar into gold. The USA, however, could not resist the temptation to abuse the chance they were given, and they started paying for imported goods in dollars without adequate cover (in gold). Finally (in 1971) USA unilaterally gave up on the undertaken obligation and quitted the convertibility standard.

In that way we reached a situation, in which USA supposedly managed to find the magic formula, which alchemist were seeking for centuries – to create gold out of nothing. Americans were now able (with help of their political, military and economic power) to acquire huge material goods from all over the world by mere dollar-printing. In order to satisfy growing ambitions, USA undertook measures to widen the area where US dollar is used, either by: 1) New territories, or 2) New methods of commerce.

Later, thanks to the globalization, the US dollar became present in the whole world, and taking into account that the aggregate amount of material goods is limited, the new period emerges where new "virtual" instruments are made, which are being traded on financial markets. Through speculative operations (virtually out of a mere air) a big bubble has been inflated over time, or to put

in other words a huge mass of financial assets has been created which has a manifold higher valuation than the actual value of the real sector economy. When the bubble burst we faced the current crisis, from which now we seek the exit. Measures undertaken by world leading economies and the USA in first place (flooding the markets with money and lowering the interest rates) seem like extinguishing fire with petrol. It is hard to believe that the very same measures which cause the problem could also solve it.

Causes of current global crisis are more deep-rooted and reach deeply into morality and spirituality, so it is not sufficient to look for the exit from the crisis solely in economy.

■ **Keywords:** crisis, US dollar, derivatives, speculations

## Увод

Већина аутора, како у Србији, тако и у свету, актуелну кризу третирају као последицу законитих колебања привредних (Кондратјевљевих) циклуса који су својствени капитализму "као што су земљотреси својствени геологији Земље" односно "као прехлада или грип у организму", а да се основни узроци мењају од једне до друге кризе. Тако се и актуелна светска криза третира као последица слома тржишта стамбених кредита у САД који је изазван дерегулацијом финансијских тржишта и банкарског система.

Сматрам да се овде не ради о конјунктурној него системској кризи, односно не присуствујемо само једном у низу законитих привредних циклуса који ће проћи без неких већих последица "као прехлада или грип у организму" него да се овде ради о много озбиљнијој системској кризи, која означава завршетак једног историјски значајног хегемонистичког циклуса САД који је свој успон започео у другој половини XIX века, а врхунац достигао са завршетком два светска рата у XX столећу (који нису вођени на територији САД и у којима су њени конкуренти доживели огромна ратна разарања).

## 1. Доларска алхемија

Из Другог светског рата САД су изашле као хегемонистичка сила на војном, политичком и економском пољу и биле у стању да одлучујуће утичу на креирање светског устројства према сопственим интересима. Такву хегемонистичку позицију САД су одмах употребиле за изградњу послератне архитектуре новог економског поретка (који ће одговарати њеним хегемонистичким интересима), а у чије темеље је уграђена "кон-

струкциона" грешка чије последице су данас очигледне. Други светски рат је још трајао, а под доминантним утицајем САД створени су темељи послератног уређења међународних економских односа. На конференцији у америчком месту Бретон Вудсу (*Bretton Woods*) 1944. године, донета је одлука о оснивању Међународног монетарног фонда (ММФ) и Међународне банке за обнову и развој (садашње Светске банке). Америчка национална новчана јединица – долар постао је светски новац, а Америчка централна банка (односно Систем федералних резерви – *Federal Reserve System*), гарантовала је конвертибилност долара у злато (35 долара за једну унцу – око 31 грама – злата). Квоте земаља чланица ММФ-а исказиване су у доларима и уплаћиване у доларима или злату. У исто време паритети националних валута исказивани су у злату или доларима.<sup>1</sup>

Проблем се не би појавио да су САД емитовале долар у обиму за које су имали покриће у злату. Али они нису могли да одоле искушењу да (зло)употребе могућност која им се пружила, те да увоз реалних ресурса (материјалних добара) из других земаља покривају доларима емитованим без адекватног покрића. Када француски председник Де Гол покушава, крајем 60-их година прошлог века, да француске државне резерве из долара конвертује у злато, испоставља се да је само око 5% емитованих долара покривено златним резервама. Убрзо после тога САД (1971. године) једнострано укидају конвертибилност долара за злато. Папир је заменио злато, односно долар одштампан на папиру (без реалног покрића) и даље је опстао као светски новац, јер су то САД, због своје економске, политичке и војне моћи, могле да наметну осталима.

Тако смо дошли у ситуацију у којој се чинило да су САД напokon успели да пронађу чаробну формулу за вишевековне безуспешне покушаје алхемичара да створе богатство ни из чега. Американци су сада могли једноставним "штампањем" долара да долазе до огромних реалних материјалних добара из целог света.

Непосредно после Другог светског рата САД су ову могућност користиле у мањој мери, али како "апетит долази током јела" нису могли одолети искушењу да остварују огромни профити "ни из чега". Да би повећавани апетити могли бити задовољени САД су (користећи своју политичку, војну и економску силу) предузимале активне мере како би шириле зону коришћења америчког долара, било (1) преко нових територије или

---

<sup>1</sup> "Наметнут је долар а са њим и хегемонија САД. Амерички руководиоци могли су да чине шта су хтели, јер су то други плаћали. Када ситуација постане тешка, они једноставно унилатерално промене правила игре. Ово стање одлично илуструје славна изјава Џона Коналија, америчког министра финансија – *Долар је наша монета а ваш проблем*". (*Le Monde diplomatique*, 37/08)



(2) преко нових инструмената пословања на финансијском тржишту. Такво ширење јесте и један од главних разлога процеса који називамо глобализацијом.

### **1.1. Ширење доларске империје на нове територије**

Кроз процес глобализације долази до уништавања националних економских структура (национални произвођачи са свим њиховим специфичностима се или уништавају или купују, а затим унифицирају подвођењем под "међународне стандарде") и потчињавању светске привреде интересима светске олигархије и транснационалног капитала (по сфери деловања, а по пореклу у основи америчког).

На економском плану широм света се проповеда и на силу натура доктрина неолибералног тржишног фундаментализма, која се базира на спорној претпоставци да слободно тржиште, као саморегулирајући систем, снагом своје "невидљиве руке" ефикасно расподељује ресурсе и осигурава народима света стабилност, мир и благостање. Другим речима, ова доктрина се сводила на глорификацију тржишта и елиминисање националне државе и њеног надзора над економијом. На економским факултетима широм света се униформишу уџбеници из којих студенти (уз помоћ тешко математизираних и неразумљивих теорија) уче како владе националних држава економском политиком не могу ништа добро учинити јер је тржиште супериорно. У неразвијеним државама света управљачка и медијски експонирана академска економска "елита" хорски проповеда доктрину неолибералног тржишног фундаментализма.

Ове теоријске поставке су уобличене у један универзални приручник (Вашингтонски договор)<sup>2</sup> којег су се требало да придржавају владе економски недовољно развијених земаља широм света. Ради се наине о неолибералном програму радикалних економских реформи (развијеном од стране ММФ-а, Светске банке и администрације САД – Министарства финансија и USAID-а) чији су основни елементи: стабилизација, либерализација и приватизација. Он није имао карактер само препорука него је натуран свим земљама које су улазиле у аранжман са ММФ.

Када се (крајем 80-их и почетак 90-их година прошлог века) урушио и блок социјалистичких земаља, долар се проширио и на ове територије, те након тога нових територија за даље ширење скоро да више и не постоји, а како је укупна количина материјалних актива ограничена, наступа пери-

---

<sup>2</sup> Видети детаљније у књизи: Душанић, Ј. *Washington consensus - кодификовани програм економског неокOLONIJализма*. Београд: 2007.

од интензивног стварања нових актива са којима се тргује на финансијским тржиштима.

## 1.2. Ширење доларске империје на нове инструменте пословања

Обим финансијских актива у односу на материјалне активе стално расте и достиже забрињавајуће размере. У последњој четврти прошлог столећа појављују се нове финансијске активе – такозвани финансијски деривати или изведене хартије од вредности (као што су фјучерси, опције), чија се вредност изводи (деривира) не само из вредности материјалних (на пример, сировина – нафта, метали, житарице и слично) него и финансијских актива. Ако финансијске активе на тржишту капитала (акције, обвезнице) и имају неку везу са реалним капиталом, активе са тржишта финансијских деривата представљају чисту виртуалну надградњу над реалном базом.

За традиционалне хартије од вредности (акције, обвезнице) често се каже да представљају папирни или фиктивни капиталом, а финансијски деривати фиктивни капитал другог степена<sup>3</sup> који са своје стране озбиљно деформише формирање цена материјалних ресурса. То одлично илуструје огромно колебање цена на тржишту сировина. Њихове цене не одређује понуда и тражња на промтном тржишту сировина, него цене на тржишту деривата где се тргује количинама које неколико пута премашују укупну количину тих ресурса у целом свету. Стално се повећава тражња за ресурсима који физички и не постоје у том обиму, а нити за њима у тим количинама постоје потребе у материјалној сфери. Све више се губи веза између реалних материјалних актива и виртуелне трговине на финансијском тржишту која спекулантима доноси огромне профите (и то профите реално ни из чега). Финансијски деривати су постали идеалан инструмент утицаја на кретање тржишних цена којима се повећавала профитабилност спекулативних операција на финансијском тржишту. Спекуланти свој растући капитал поново улажу на финансијска тржишта (где је профитабилност знатно већа него у реалном сектору економије). На спекулативним операцијама, практично из ваздуха, створена је маса финансијских актива, која је по вредности неколико пута већа од укупне вредности реалног сектора економије. Та разлика се стално повећавала и све више надувала "ваздушни балона".

---

<sup>3</sup> На финансијском тржишту последњих година долази до веома софистицираних финансијских иновација и на тржишту се појављује велика количина не само двостепених (деривати) него и тростепених (деривати деривата), четворостепених и више степених финансијских актива.

Висока профитабилност спекулација на финансијском тржишту довела је до тога да је постало нерентабилно инвестирати у реални сектор економије, поготово у САД где су и највеће могућности улагања на финансијском тржишту, а инвестиције у реални сектор неатрактивне како због скупе радне снаге тако и огромних улагања како би се испоштовали високи еколошки стандарди. Огромне количине новца одливају се из производње и капитал се преусмерава из реалног у финансијски сектора привреде или се сели у друге земље са јефтином радном снагом (малих или без било каквих социјалних права) и где се не мора улагати у заштиту радне и животне средине.

Због тога је у САД последњих деценија веома изражен процес деиндустријализације и производња се пребацује у друге државе, пре свега, на Далеки исток (земље источне и југоисточне Азије) где је цена радне снаге и сада чак 35 пута мања него у САД. Временом су Американци овај регион претворили у своју фабрику, а себе у чудовишног потрошача.<sup>4</sup> Увозећи огромну количине роба САД ствара и велики спољнотрговински дефицит који покривају емисијом долара и доларских хартија од вредности, које са своје стране добрим делом апсорбују исте те земље које због великог извоза роба у САД, остварују суфицит спољнотрговинског биланса, повећавајући сопствене девизне резерве које опет држе, добрим делом, у доларима или их пласирају у доларске хартије од вредности.

Али постоји и друга страна деиндустријализације САД. Са овим деиндустријализацијом радна места су се такође селила из САД и код Американаца више не долази до значајнијег раста плата. Просечне плате у САД већ дуги низ година стагнирају (тако су у периоду 2000-2007. година плате расле по годишњој стопи од само 0,01%) па су људи присиљени да се задужују, поготово што су многи издаци осетно порасли (на пример трошкови здравствених услуга у истом периоду порасли су за 68%).

Економија САД је и постројена на великој и брзо растућој потрошњи и без велике потрошње она не би могла да функционише на начин како је то чинила деценијама пре тога, те је било тешко претпоставити да би се Американци једноставно помирили са ограничавањем своје велике и стално растуће потрошње.

---

<sup>4</sup> Последњих година у САД потрошња је двоструко већа од БДП, односно Американци троше двоструко више него што стварају. БДП САД износи око 20% од светског БДП, а потрошња у САД чини око 40% годишње светске производње. Садашња ситуација веома је слична ситуацији која је постојала при крају британске империје. Индија је још била британска колонија, а Махатма Ганди је тада рекао: *када би ми трошили као В. Британија онда би Индија, са својим огромним становништвом, појела цео свет брзо као скакавци.*

## 2. Подстицање потрошње и оптимизма као масовне шизофреније

Било је неопходно додатно стимулисати потрошњу што је чињено на разне начине, а пре свега преко јефтиних и лако доступних кредита који су се нудили грађанима САД. Већ три деценије постоји тенденције сталног снижења каматне стопе од стране централне банке САД. Каматна стопа централне банке САД показује сталну тенденцију смањења од почетка 80-их година прошлог века (када је износила скоро 20%) да би у јуну 2003. године постепено дошла до 1% и на том нивоу се задржала више од годину дана). Осим јефтиним кредитима велика потрошња становништва је у великој мери подстицана и веома "либералним" условима под којима су се кредити одобравали, а што се лепо може видети на примеру хипотекарних кредита који су и били један од "окидача" актуелне кризе.

У САД је 1977. године донет CRA закон (*Community Reinvestment Act*) који је имао за циљ свеобухватније обезбеђење кредитних потреба грађана. Овај закон је доживео многе промене и амандмане (1989, 1992, 1994) којима су банке биле охрабриване да одобравају кредите грађанима са ниским и средњим приходима како би и ови слојеви становништва обезбедили себи "кров над главом". Била је то својеврсна политика "својинске демократије". Године 1995. донет је можда и најзначајнији амандман на овај закон којим је омогућена такозвана секјуритизација стамбених кредита и продаја хартија од вредности створених по том основу. Поред овог закона (поготово после амандманима на њега донетим средином 90-их година прошлог столећа) хипотекарној кризи у САД допринела је и одлука из 1999. година којом је укинут GSA закон (*Glass-Steagall Act*) из 1933. године и избрисана разлика између пословних и инвестиционих банака, те уведена потпуна либерализација која је пословним банкама дозволила да се баве берзанским операцијама, чиме су омогућене додатне неконтролисане спекулације. Тако је створена клима за настанак софистицираних финансијских инструмената, који нису ништа друго него опклада, односно коцкање у казину.<sup>5</sup>

Измењеном финансијском регулативом у САД омогућено је банкама да одобравају и грађанима (који не испуњавају стандардне банкарске кри-

---

<sup>5</sup> "Вредност трансакција над финансијским дериватима, како се дискретно назива модерна спекулација, повећана је са мање од хиљаду милијарди долара почетком 80-их на милион и четири стотине хиљада милијарди долара, двадесет и пет година касније, што је пораст у односу 1 према 1.400." (Боне – Радовић. *Жртвени јарац са Алта.*// НИИ, 07.05.2009.)

теријуме кредитне способности) такозване сабпрајм (*subprime*)<sup>6</sup> кредите уз променљиве каматне стопе. Ови кредити су често одобравани и без било каквог учешћа зајмопримца (при узимању кредита) и са значајним грејс периодима враћања (одложени почетак отплате кредита). Те мере као и константно смањење каматних стопа довели су до огромног раста хипотекарних кредита који у периоду после 2000. године бележе просечан годишњи раст од 10%. Број власника некретнина у САД константно је растао и 2005. године достигао скоро 70% укупне популације. Све до средине 90-их година прошлог века цене некретнина су расле само у висини стопе инфлације, да би оне у периоду 1998-2006. година порасле за око 150%,<sup>7</sup> што је на ово тржиште привукло велики број спекуланата. То је било подстакнуто и пореском регулативом којом је у овој области укинут порез на капиталну добит.

У условима стагнације плата у САД, те значајног пораста цена хране и нафте, 2007. године долази до озбиљних потешкоћа при отплати изузетно великог броја хипотекарних кредита. Поготово што су знатно порасле и камате на ове кредите са 4% у 2005. години на 20% крајем 2007. године.<sup>8</sup> Укупан износ хипотекарних кредита у САД (према мартовском издању *The Wall Street Journal*) премашио је износ од 10.000 милијарди долара. Због немогућности отплате кредита, хипотекарни дужници се исељавају из кућа и станова који се нуде на продају, те на тржишту долази до пада цена некретнина. У исто време, спекуланти масовно напуштају ово тржиште, што додатно обара цену некретнина. Само за неколико месеци крајем 2007. године цене некретнина у САД су пале за 17,5%, а у неким савезним државама (Флорида) чак и за 50%.

Али ово је само један (може се рећи, мањи) део проблема. Много већи проблем лежи у чињеници да је вршена такозвана секјуритизација тих стамбених кредита и продаја хартија од вредности створених по том основу. Тако су проблематични стамбени кредити (одобравани грађанима који нису кредитно способни) конвертовани, односно "*препаковани*" у хартије од вредности које су биле пласиране на финансијском тржишту. Кроз веома сложен процес секјуритизације (у који је укључен велики број банака, институционалних инвеститора, консалтинг кућа, маркетиншко-рекламних агенција, брокерско-дилерских фирми, рејтинг агенција, осигуравају-

---

<sup>6</sup> Сабпрајм (другоразредни) кредити се одобравају клијентима са лошим кредитним рејтингом, односно онима који имају ниска и нередовна примања и лошу кредитну историју (кашњење у отплати ранији узетих кредита). Због тога су каматне стопе више него у случају "приме" клијената који имају добар кредитни рејтинг.

<sup>7</sup> Wood, T. *Meltdown*. Regnery Publishing, 2009.

<sup>8</sup> Ricol, R. *Rapport sur la crise financiere au president de la republique*, septembre 2008.

ћих кућа итд) врши се и такозвано побољшање квалитета ("оплемењавање") кредита у односу на квалитет базичне активе на којој се он заснива.

Кључну улогу у овом процесу имале су две федерална (савезне) квазидржавне корпорације Фани Меј (*Fannie Mae – Federal National Mortgage Association*) и Фреди Мек (*Fredie Mac – Federal Home Loan Mortgage Corporation*)<sup>9</sup> које су куповале кредите од банака и вршиле њихово "препакивање" у хартије од вредности које се пласирају на финансијска тржишта. У исто време продајући те кредите, банке (уместо да чекају прилив средстава по основу отплате хипотекарних кредита у складу са дугорочним роковима доспећа) одмах добијају новац за одобрене кредите и на бази тог прилива могу одмах да одобравају нове кредите. То је отварало спиралу све нових и нових кредита и довело до велике кредитне мултипликације, а са друге стране откуп и "препакивање" тих нових кредита брзо су увећавали масу хартија од вредности емитованих на бази хипотекарних кредита.

Поред тога, продајом хипотекарних кредита банке се ослобађају кредитног ризика (ризика наплате кредита), те и не морају да воде рачуна коме одобравају хипотекарне кредите пошто ће ризик наплате пренети на купца тих кредита, а то су углавном били Фани Меј и Фреди Мек који су чинили преко 70% секундарног тржишта некретнина у САД. Фани Меј и Фреди Мек су тај ризик ("препакивајући" кредите у хартије од вредности) са себе брзо преносили и дисперзовали на купце хартија од вредности емитованим на бази хипотекарних кредита, поготову што ове хартије кроз процес "оплемењавања" од највећих рејтинг агенција (најчешће су то били *Moody's* и *Standard & Poor's*) бивају високо оцењене (најчешће ААА) и још од највећих осигуравајућих кућа (обично је то била највећа међу њима *AIG – American International Group, Inc.*) осигуране од ризика. Продајом хартија од вредности Фани Меј и Фреди Мек купују од банака нове кредите, "препакивају" их у хартије од вредности и "оплемењене" их продају по целом свету и тако се спирала наставља и огромни хипотекарни "балон" ствара из ваздуха, а ризик лоших ("токсичних") кредита пренет је широм света (на све власнике хартија од вредности емитованих на бази ових кредита).

Пошто су цене некретнина константно расле у дужем временском периоду, а сам процес "препакивања" и "оплемењавања" одобрених банкарских кредита је био веома компликован за разумевање и пошто су (како

---

<sup>9</sup> Мада су приватизоване 1970. Године, остале су у блиској вези са администрацијом САД и бивајући од државе издашно спонзорисане, реализовале су њену политику "својинске демократије".

оригиналне, тако и препаковане) хартије од вредности од стране рејтинг агенција високо оцењивани, а од осигуравајућих кућа и осигуравани од ризика, створено је уверење да се ради о квалитетним неризичним хартијама од вредности које носе високе приносе. Високи приноси уз константан раст тржишне вредности ових хартија имали су за последицу да сви имаоци ових хартија од вредности у својим билансима стања евидентирали раст активе, а у билансима успеха велике профите.

Књижење високих нереализованих профита (крах хипотекарног тржишта показао је да је раст актива био, у великој мери" надуван", те да исказивани – и подељени – профити нису ни постојали), са своје стране представљали су годинама раније (све до краха хипотекарног тржишта) основу за даљи раст цена акција инвеститора који поседују такве хартије од вредности, али и исплату великих менаџерских бонуса, те повећаних дивиденди. У исто време и великој већини грађана (који су традиционално улагали у разне врсте финансијских актива) такође се номинално увећавало богатство и оно је било све више склоно ка повећаној потрошњи. На крају и држава је имала веће приходе од опорезивања због сталног повећања имовине, прихода и потрошње. Тако је све захватио оптимизам као масовна шизофренија, који је у потпуности замаглио слику успешности пословања свих субјеката у овом кругу, где је огромни "балон" напумпан реално "ни из чега" давао привидну слику привредног раста.

У условима јефтиних кредита и великог раста вредности финансијских актива дошло је до брзог пада штедње и повећања задуживања становништва, односно становништво је више трошило него што су била његова укупна примања. Створен је такозвани "ефекат богатства" због сталног раста вредности финансијске активе са којом су располагала домаћинства, што је код њих стварало лажан осећај благостања и "тупио" стимулансе ка штедњи. Већ почетком овог столећа више од 50% породица у САД имало је свој финансијски портфељ. Уколико цене хартија од вредности брзо расту на финансијском тржишту онда се ви осећате материјално боље обезбеђеним, лако трошите своја лична примања и не осећате потребу да штедите (остављате за "црне" дане) и, са друге стране, лакше се задужујете (поготово када су вам лако доступни јефтине кредити).

Поред тога, у условима јефтиних кредита и брзо растуће вредности финансијске активе подстицана је масовна спекулација на финансијском тржишту, што је све више "прегрејавало" ово тржиште и додатно "надувавало" балон. Узимајући јефтине кредитне и улажући та средства у хартије од вредности на финансијском тржишту било је могуће остварити значајну зараду. Често је принос са финансијских тржишта био 2 до 3 пута већи од цене узетих кредита.

Брз раст вредности финансијске активе и високи приноси на улагања на финансијском тржишту довели су до тога да традиционални инструменти штедне (штедни улози у банкама, конзервативни пензион фондови и слично) брзо губе на популарности и на финансијском тржишту долази до масовног прилива средстава малих инвеститора.

Историја ранијих берзанских криза показује да управо масовна појава на финансијском тржишту малих и неквалификованих инвеститора означава последњу фазу у расту тржишта, те да се велики и квалификовани инвеститори са тог тржишта тада повлаче.<sup>10</sup> Када прегрејаност финансијског тржишта постане очигледна сви покушавају да продају своје финансијске активе што доводи до брзог и великог пада њихове вредности. До тога момента, по правилу, прави професионалци су углавном успели да распродају своје финансијске активе и средства су пребацили у безопасније пласмане.

### 3. Где је излаз из економске кризе?

У тражењу излаза из велике економске кризе са којом смо се данас суочили треба да пођемо од основних узрочника који су до кризе и довели и које је потребно елиминисати. То значи, пре свега, да је неопходно напустити долар као светску резервну валуту и онемогућити емитовање светског новца без реалног покрића. У исто време неопходно је да дође до "издувавања" балона, те да се онемогућити његово поновно "надувавање" како би уместо виртуелне имали економију реалних вредности. Због дубине ове економске кризе, али и због отпора моћних (у првом реду, САД), који су до сада имали привилеговану позицију и које се не желе одрећи, нереално је очекивати да ће то бити урађено у кратком временском року и без већих отпора.

---

<sup>10</sup> На ову тему у литератури се често наводи један поучан пример из 1929. године. Те године је тада знаменити милијардер Џон П. Морган распродао сву своје акције које је поседовао, непосредно пре пада њихових цена на берзи. Због тога је позван на саслушање пред комисију Конгреса САД. Чланове комисије је интересовало да ли је Џон П. Морган располагао неким инсајдерским информацијама које је могао да искористи, те да све своје акције прода непосредно пред велики пад њихових цена на берзи. Џон П. Морган је члановима комисије објаснио да се он на тај корак одлучио после једног успутног разговора са уличним чистачем обуће чије услуге он годинама користи. Једнога јутра док му је чистио обућу улични чистач је упитао Џ. П. Моргана за мишљење како ће се кретати цена акција неке компаније, признавши му да је он недавно купио нешто њених акција. Одлазећи у офис Џон П. Морган је одлучио да истога дана распрода све своје акције, јер је убеђен да *"када на берзу долази улични чистач обуће, професионалац нема ту шта да тражи и са тога тржиште треба одмах одлазити."*



Већ неколико година присутна је тенденција да многе земље које имају значајније резерве у доларима покушавају да га се "реше". То чине доста опрезно и поступно јер уколико би покушале да се у кратком року "отарасе" долара, његов курс би вртоглаво пао и резерве тих земаља би се у том односу реално обезвредиле. Кина (која има огромне девизне резерве од преко 2.000 милијарди долара) се већ годинама постепено ослобађа долара купујући за њега све што се купити може. Последњих година она у многим земљама по свету (нарочито у Африци) купује велика налазишта нафте и других природних богатстава. Поред тога, од развијених земаља све више закупује модерне технологије и набавља савремену технику. Тако на пример, недавно је Кина купила велики број авиона у Европи, при чему је користила веома интересантну схему. Авионе је купила на кредит, а као средство обезбеђења плаћања у залог је дала доларске хартије од вредности које је имала у свом портфелу. На тај начин Кина је успела за неколико година да своје резерве (које су биле скоро 100% у доларима) диверзификује тако да сада скоро половину својих резерви држе у злату или другој валути (на пример, евр).

Шта ће заменити долар као светску валуту, остаје да се види. Неки предлажу повратак златном стандарду, неки стварању сасвим нове међународне наднационалне валуте (како је то предлагао Кејнс још у Бретон Вудсу 1944, указујући на опасност прихватања националне валуте САД за светску резервну валуту), а неки истовремено предлажу постојање неколико јаких регионалних валута (евро, рубља, јуан и слично).

Будућа економија мора да буде економија реалних вредности. До ње се мора доћи "издувавањем" огромног балона виртуалне економије, при чему ће добар део финансијских актива да "испари". Потребно је отписати све "лоше" активе и избацити из биланса "вредности" које у суштини то и нису. Али то у исто време значи да ће многи остати са много мањим вредностима актива од оних са којима су рачунали да располажу. Колика је вредност њихових кућа којима су цене стрмоглаво пале, колика је вредност њихових финансијских портфела када су се берзански индекси "обрушили", колики су њихови пензиони рачуни чија су средства пензионирани фондови пласирали на финансијска тржишта – само су нека од болних питања која себи многи постављају и покушавају да израчунају своје нагло осиромашење. Уз то многи су остали и без посла, а осталим запосленим се смањују плате. После деценија када се из године у годину све више и више трошило, сада је потребно смањивати потрошњу. Све то ће имати велике дугорочне импликације (и то не само економске).

#### 4. Прве економске антикризне мере – гашење пожара бензином

Изложили смо, по нашем мишљењу, основне узроке актуелне економске кризе и дали назнаке могућих мера којима би се они елиминисали. Будући да се ради о глобалној кризи и предузете мере би такође требало да буду глобалне, односно на глобалном нивоу би се морале предузети мере које би довеле до превазилажења кризе. Међутим, на недавно одржаном Самиту Г-8, те Самиту Г-20 (посвећеним глобалној кризи) није било могуће усагласити јединствени став о томе како савладати кризу, те су мере борбе са кризом препуштене појединачним националним државама. То нису успеле да учине ни државе које су регионално интегрисане, као што је то случај са ЕУ. О појединачним антикризним мерама водећих европских држава (В. Британија, Француска и Немачка) писао сам раније,<sup>11</sup> а сада бих се кратко осврнуо на антикризне мере у САД која је и генератор глобалне економске кризе.

Још у току предизборне кампање Барак Обама је истицао да је основни узрок кризе велика дерегулација финансијске сфере и потпуно ослањање на тржиште, те је наговестио веће ангажовање државе како би се криза превазишла. Мере које се предузимају свде се на огромно (до сада више од 1.000 милијарди долара) "упумпавањем" свежег новца, како би се спасиле велике америчке компаније из (већим делом) финансијског и (мањим делом) реалног сектора, те смањење каматних стопа, како би се додатно подстакла потрошња. Пошто је актуелна криза проузрокована управо вишком новца и ниским каматним стопама, тешко да решење може да буде оно што је био извор проблема. Због тога ове мере, посматране са глобалног нивоа, изгледају нелогичне јер ће имати учинак сличан ономе који се постиже гашењем пожара бензином.

Међутим, са становишта интереса САД (бар што се тиче краткорочних, а видећемо како ће то изгледати у дугорочној перспективи) ове мере су логичне и имају за циљ да се (додатним "упумпавањима") не дозволи значајније "издувавања" балона, јер би то имало огромне последице, пре свега, по САД и њене грађане, мада нас светска олигархија и њени компрадори широм света убеђују да је то у интересу свих јер је привреда САД "локомотива" светске економије, која се мора спашавати по сваку цену, те да ће она потом (брзо опорављена) цео свет повући путем просперитета.<sup>12</sup>

---

<sup>11</sup> <http://www.nspm.rs/ekonomska-politika/paketi-antikriznih-mera-najznacajnijih-drzava-eu.html>

<sup>12</sup> Ова аргументација ме подсећа на једну анегдоту коју сам слушао 70-их година прошлог века. Учитељица, сликовито на примеру железничке композиције, деца објашњавао авангардну улогу Савеза комуниста. Локомотива је Савез комуниста, путнички вагони су радни народ, сем последњег вагона у коме су непријатељи народа (дисиденти, критичари,

Као што сам раније већ нагласио, "издувавањем" огромног балона највећи део виртуални економије ће да испари. Услуге (пре свих, финансијске) ће прве да страдају у време "издувавања" балона, а у САД је већина запослених управо у овом сектору. Сматра се да ће око 50% сектора услуга да "испари", како због смањења обима посла тако и значајног пада цена које су биле, у великој мери, надуване. У условима велике економске кризе мало коме би у доскорашњем обиму могле да буду доступне фантастично скупе медицинске, адвокатске, маркетиншке, консалтинг, спортске и многе друге услуге, а да не говоримо о огромној суперструктури услуга изграђеној на финансијским спекулацијама.

Ове антикризне мере имају задатак да што пре "закрепе балон" и да се, уз неке козметичке корекције, поново ради по старом, док се не пронађе неко ново – алтернативно решење за економску хегемонију САД, пошто је доларској алхемији дошао крај. Уколико се у томе успе (што није искључено, а на то упућују и знаке да је криза заустављена – балон је успео да буде "закрпљен" пре него што је до краја "издуван") онда ће "закрпљени балон" поново почети да се надувава и на њему ће се у скорој будућности појавити нова "рупа" или, што је вероватније, доћи ће до таквог пуцања који ће имати несагледиве последице по цео свет.

## 5. Да ли је глобална криза превасходно економска ?

Као што се из претходног излагања види у овом раду сам се бавио економским узроцима актуелне кризе, а коју и велика већина аутора у литератури и третира као економску. Међутим, мислим да су узроци кризе много дубљи и сежу дубоко у област морала и духовности,<sup>13</sup> па није довољно излаз из ове кризе тражити само у економији.

---

остаци поражених снага – једном речју кочничари друштва) који стално постављају "клипове у точкове". На следећем часу мали Перица, све лепо понови, наглашавајући да Савез комуниста – авангарда радничке класе, свом снагом (као локомотива) вуче цело друштво у просперитет и светлу будућност, лепо рече и ко се налази у последњем вагону, али на учитељичино потпитање – шта би било да не постоје кочничари? – он, уместо да каже да би много брже стигли у светлу будућност, рече: Како нас они из локомотиви безглаво вове, да нема оних из задњег вагона који коче сви би брзо отишли у п(ровалију) м(рачну).

<sup>13</sup> Крајем 2008. године садашњи Патријарх Русије г. Кирил изјавио је како је свака криза суд Божји који одваја истину од лаж и разоткрива неправду, те када свет данас преживљава економску кризу тај суд открива неку глобалну људску неправду. Потребно је не само савладати искушења пред којим се налазимо, него је потребно да се из кризе изађе очишћеним и просветљеним, са правилних схватањем како треба живети, између осталог и у сфери економије. По мишљењу Патријарха Кирила уколико богатство буде резултат људског рада, а не финансијских схема и операција, уколико се економија заснива на простом принципу да само људски рад (интелектуални, физички и чак духовни) производи реалне

Због ерозије капиталистичког морала "веберовског" типа<sup>14</sup> стару аскетску буржоазију постепено је замењивала нова буржоазија финансијских спекуланата. Аскетска буржоазија, одричући се од многих сопствених животних радости како би што више штедела и улагала у пословање, могла је да очекује штедљивост и од других, те је имала шансу да буде схваћена и уважавана од целога друштва. Похлепна нова буржоазија финансијских спекуланата не ограничава своје хедонистичке прохтеве, не одлаже испуњење својих жеља и живи у своме самоизолирајућем виртуалном пространству где не делују правила нормалног живота, она је изгубила сваку легитимност и нема никакву основу да рачуна како ће бити схваћена и уважавана од целога друштва. Због тога се нова буржоазија (*људи од струке – без духа и људи од уживања без срца*, како то каже Вебер) све више одстрањује од друштва у коме живи и затвара (умрежава) у посебну међународну групу (светска олигархија) која више и не рачуна на широку грађанску подршку, него на подршку глобалних – наднационалних сила. Истргнути из заједнице у којој живе они прихватају концепт индивидуалних постигнућа у коме одсуствује вере у било какав вредносни систем и где постоји осећање да изнад индивидуе и њених перформанси нема ничег смисленог.

Ерозија моралне димензије капиталистичког система довела је до тога да су *похлепа* (да се има више – да се свака прилика зграби како је не би уграбио неко други) и *страх* (да се све може брзо да изгуби – да нико није више безбедан) главни покретачи система. Уместо на морал, веру и савест, нови капитализам се ослања на законе, интерес и профит. Формално поштовање законских норми (које често нису у складу за моралом)<sup>15</sup> и логика (себичних личних) интереса и профита превладали су над моралом,

---

вредности, до оваквих криза неће долазити. (<http://paragon.blogmetro.ru/2009/01/07/vsyakij-krizis-v-zhizni-est-sud-bozhij>)

<sup>14</sup> Развој капитализма Макс Вебер, зачетник модерне социологије "великим делом везује за специфичну етику протестантских деноминација насталих на основама калвинизма. Капиталиста "протестантског кова" скроман је до аскетизма, вредан, частан и социјално одговоран. Његов мото би се могао свести на став да је "поштење најбоља политика". У оваквом капиталистичком универзуму етика није само ствар појединца, његове вере и савести. Над личним моралом бде и верска заједница којој предузетник припада, а припадност заједници је потврда његове честитости и гаранција свима који са њим ступају у пословне односе, док је изопштење из заједнице вероватно и крај пословне каријере." (Небојша Капић, Криза етике и етика кризе, Политика, 30.12.2008)

<sup>15</sup> Све је већи јаз између права и морала, а што се нарочито огледа у нормирању нових људских права која често противурече моралу.

вером и савешћу који покушавају да се протерају у својеврсни црквени резерват.<sup>16</sup>

## Х Х Х

Актуелну светску економску кризу многи са правом пореде са великом економском кризом из 30-их година прошлог века после које је депресија трајала доста дуго, а берзански индекси максимални ниво из 1929. године достигли су после више од четврт столећа – на самом крају 1954. године. Криза из 30-их година прошлог века распршила је илузију либералног капитализма о функционисању "невидљиве руке" тржишта.<sup>17</sup> Као и обично, из историјских искустава ретко се извлаче праве поуке. И сада је светска економска криза скоро све изненадила.<sup>18</sup> Фундаментални узроци кризе се

---

<sup>16</sup> Сетимо се само чувене крилатице "коме је до морала, нека иде у цркву" коју је пре неколико година изговорио први премијер "демократске" Србије.

<sup>17</sup> Многи аутори у свету сматрају да је фашизам директан и нужан производ либералног капитализма на прелому XIX и XX века. Такав систем организације друштва (у којем профит, капитал и тржиште постају циљеви сами за себе) човека, са свим његовим дотадашњим функцијама, и тачно одређеним местом у друштву, своди на рад као робу, и немилосрдно и брутално га измешта из дотадашњег положаја који му је пружао самопоштовање, сигурност и социјални статус. Исти аутори сматрају да је слободно тржиште само дошло до монопола, с једне стране, те да је, с друге стране, у растуреном и атомизираном друштву хронични страх од неизвесности утицао на психичку нестабилност људи, што је директно гурнуло масе у наручје фашизма. (Видети на пример: Карл Полањи, Велика трансформација, Филип Вишњић, Београд, 2003.)

<sup>18</sup> И пре 80-ак година, као и сада, криза је скоро све изненадила, а последице би могле да буду сличне. Познати амерички економиста Џон Кенет Галбрајт (John Kenneth Galbraith) 1955. године је написао књигу *"Велики крах 1929 године"* (*The Great Crash 1929*) која се од тада непрекидно објављује у великим тиражима и сматра се класичним економским бестселером.

На почетку књиге Џ. К. Галбрајт цитира део из последњег обраћања нацији 30-ог председника САД (1923-1929) Калвина Кулица пред Конгресом у децембру 1928. године, у коме он између осталог каже: *"Ни један Конгрес у историји САД, анализирајући стање нације, није се суочио са тако изванредним перспективама, као што је то случај сада. Ми се налазимо у периоду најдужег периода процвата."* Председник је уверавао конгресмене да они као и цела нација могу *"са задовољством оценити садашњост и са оптимизмом гледати у будућност."* Насупрот једној од најдревнијих америчких традиција, он је решио да све заслуге не припише само својој администрацији, истичући да *"главни извор таквог огромног блаостања јесте радност и карактер америчког народа."*

У наставку Џ. К. Галбрајт пише: *"Једну чињеницу у двадесетим годинама морао је да приметити чак и Кулиц. Она је у директној вези са америчким народом, о чијем карактеру говори са хвалоспевима. Упоредо са позитивним карактеристикама, америчком народу је такође својствена неумерена тежња брзом богаћењу уз улагање минималних напора. Прво снажно сведочанство те црте карактера демонстрирано је у Флориди средином 20-их година прошлог века, година када је дошло до правог бума некретнина. Флоридска грозница имала је све елементе класичног спекулативног балона."* Џ. К. Галбрајт је предвидео да до

углавном превиђају, због чега и не постоји јасна стратегија за њено пре-  
владавање. На крају бих рекао да је актуелна светска криза много озбиљ-  
нија него што се на први поглед чини, те да она није само велика економ-  
ска него и дубока криза духовности, па се и излаз из ње не налази само  
(можда чак и не превасходно) на страни економије.

## Литература

1. Боне – Радовић. Жртвени јарац са Алпа.// НИН, 07.05.2009.
2. Душанић, Јован Б. *Washington consensus - кодификовани програм економског неоколонијализма*. Београд: 2007.
3. Galbraith, John Kenneth. *The Great Crash 1929*. New York: 1955.
4. Карл Полањи, Велика трансформација, Филип Вишњић, Београд, 2003.
5. Le Mond diplomatique, 37/08
6. Roubini, Noruel. Anglo-Saxon model has failen, RGE EconoMonitor, Feb.9, 2009.
7. Ricol, Rene. Rapport sur la crise financiere au president da la republique, septembre 2008.
8. Thomas Wood, Meltdown, Regnery Publishing, 2009.
9. [www.nspm.rs/ekonomska-politika/paketi-antikriznih-mera-najznacajnijih-drzava-eu.html](http://www.nspm.rs/ekonomska-politika/paketi-antikriznih-mera-najznacajnijih-drzava-eu.html)
10. [www.paragon.blogmetro.ru/2009/01/07/vsyakij-krizis-v-zhizni-est-sud-bozhij](http://www.paragon.blogmetro.ru/2009/01/07/vsyakij-krizis-v-zhizni-est-sud-bozhij)
11. [www.worldcrisis.ru](http://www.worldcrisis.ru)

---

кризе сличне оној из 1929-33 године може да дође пишући да "шансе на понављање спекулативних оргија су прилично велике. Нико не сумња да је амерички народ као и раније подложен спекулативним активностима." На крају Џ. К. Галбрајт, између осталог, констатује: "Друштво, које је преокупирано искључиво питањима богаћења, има прилично мрачне перспективе."

## ИЗЛАЗАК ИЗ КРИЗЕ И ОДРЖИВИ РАЗВОЈ

### GETTING OUT OF THE CRISIS AND A SUSTAINABLE DEVELOPMENT

Здравко Тодоровић\*

#### Резиме

Основу рада чини разматрање које упућује на нужност остваривања одрживог развоја. То је нови концепт који је настао посљедњих година на изазове који узрокују многе негативности постојећег типа развоја које су изазвале економску кризу. Остваривање концепта одрживог развоја захтјева одређене корјените друштвене, еколошке и економске промјене. Највећи изазов нашег времена је у проналажењу практичног начина живљења у садашњости које неће истовремено угрозити будућност. Република Српска би требало да донесе стратегију одрживог развоја и подстицати предузећа на друштвено одговорно понашање.

**Кључне ријечи:** економска криза, одрживи развој, корпоративна друштвена одговорност

#### Summary

The aim of this paper is draw attention to the necessity of realizing the sustainable development. This is a new concept elaborated in the past few years as on answer to the challenges of the actual type of development that caused

---

\* Др Здравко Тодоровић, редовни професор, Економски факултет Универзитета у Бањој Луци

the economic crisis. Realization of the concept of sustainable development requires a certain radical social, environmental and economic changes. The greatest challenge of our time in finding practical ways of living in the present that will also affect the future. Therefore the Republic of Srpska strategy to bring sustainable development and encourage companies on corporate social responsibility.

**Key words:** Economic crisis, Sustainable development, Corporate social responsibility

## 1. Увод

У раду се настоје утврдити узрочници који доводе до кризе, а посебно актуелне свјетске економске кризе која је наступила у четвртм кварталу 2008. године и која још траје. Као главни узрок претпостављамо да је неодговорно понашање доносиоца одлука на свим нивоима, а посебно доносиоца пословних одлука. Друштвено одговорно пословање, односно одрживи развој би могао бити једино рјешење за излазак и превенцију кризе.

Зато у фокус рада стављамо одрживи развој, а посебно економски поглед на одрживи развој.

Најчешће цитирана дефиниција одрживог развоја свакако је она из Брантлендовог извјештаја које одрживи развој описује као *"развој који омогућава задовољавање потреба садашњих генерација, а без угрожавања потреба будућих генерација"*. Оваква је дефиниција прихватљива са филозофског гледишта. На тај начин многи су одрживи развој прихватили првенствено као моралну обавезу. Остало је, међутим, нејасно како одрживи развој економски интерпретирати. Данас је у основи свих дефиниција одрживи развој као концепт који обухвата међусобно испреpletену економску, друштвену и еколошку димензију.

Анализом концепта одрживог развоја и одрживости бавили су се бројни аутори и то са различитих стајалишта.

У раздобљу од 1974. до 1987. године, доминирају теоријске расправа о одрживом развоју:

- Dasgupt и Heal 1974. - Улога дисконтне стопе у разматрању одрживости,
- Stiglitz 1974.- Улога технолошког напретка,
- Solow 1974. - Морална димензија концепта одрживости,
- Hartwick 1977. - Hartwick-ово правило: укупна рента из исцрпљивања необновљивих природних ресурса треба се инвестирати у физички капитал који може замијенити природне ресурсе,
- Norton 1982. - Улога међугенерациске праведности,



- Page; Parfit 1983. - Улога међугенерациске праведности и увођење моралних критерија.
- У раздобљу од 1987. до 1996. године, доминирају "филозофске анализе":
- Barbier 1987. - Уводи појмове попут природног капитала, еколошке одрживости, друштвено и културно одрживог развоја; у фокусу истраживања појављује се и питање сиромаштва,
  - Toman 1994. - Уводи појам минималног стандарда безбједности који би требали помирити разлике у приступима одрживости између економиста и филозофа,
  - Howarth 1995. - Разматра принцип опреза (предострожности).
- Током деведесетих година прошлог вијека доминирају аналитички и емпиријски радови:
- Howarth и Norgaard 1990. - 1992. - Ефективност и међугенерациска праведност; увођење аналитичког оквира преклапајућих генерација,
  - Pearce и Atkinson 1993. - Мјерење одрживог развоја; показатељи слабе одрживости,
  - Norton и Toman; Farmer и Randall - 1997-1998. - Формализирање међугенерациских трансфера и минималног стандарда безбједности,
  - Page 1997. - Поређење двају различитих приступа питању међугенерациске праведности и ефективности (у првом се појмови разматрају одвојено, док су у другом приступу праведност и ефективност интегрисани),
  - Pezzey 1997. - Оправдање различитих варијанти одрживости; позивање на "моралне институције" приликом одлучивања између конфликтних избора,
  - Wietzman 1997. - Покушај обједињавања теорије и емпиријских истраживања; истражује везе између мјера друштвених рачуна и одрживости.
- Након 2000. године, доминирају мјерење и операционализација одрживог развоја:
- Gerlagh и Keyzer; Pezzey и Toman; Pezzey 2001-2004. - Покушај комбиновања поставки политике заштите животне средине и политике одрживости,
  - Asheim 2002. - Мјерење одрживог развоја,
  - World Bank 2006. - Истраживање могућности одрживог развоја појединих сектора и регија,
  - Mäler; Norton 2005-2008. - Истраживање односа између развоја и отпорности екосистема и

- Frame и Brown 2008. - Истраживање улоге савремених технологија у постизању одрживости.

*Однос између економског раста и одрживог развоја* прво је питање на које економисти настоје пронаћи одговор. Као што смо из прегледа литературе видјели, изненађујуће је мало радова који се баве односом развијености и квалитете животне средине, те провођењем идеје одрживог развоја и њеним укључивањем у економску политику.

## 2. Неодговорно пословање – узрочник кризе

Свјетска економска криза има своје коријене у потпуном краху финансијског система који се догодио у четвртном кварталу 2008. Запањујућа је брзина којом се криза проширила по цијелом свијету и озбиљност њеног утицаја на секторе привреде. Посљедице грешака финансијског сектора пустоше и друге секторе привреде. У њима је тржишна привреда ненормално функционисала, средства на кратки рок оплодила су се на брзину и створило се ирационално богатство. Суноврат настаје након декаде јефтиног новца, великог раста, лако добијених кредита и са тим повезаним надувавањем вриједности средстава и некретнина. Учесници: комерцијалне банке, инвестиционе банке, централне банке, регулатори/супервизори банака и агенције за оцјену кредитне способности – сви они морају прихватити свој дио кривице. Правила која регулишу тржишта, а нарочито финансијска тржишта, била су или неадекватна, неодговарајућа или једноставно нису била примјењена у пракси. Органи јавне власти изгледа да нису били свјесни оваквог понашања и огромног ризика који преузимају финансијске институције.

Неки аналитичари сматрају да до овакве кризе не би ни дошло да је у њеним зачецима кориштен модел заштите заинтересованих страна, умјесто што су се искључиво штитили акционари и власници капитала. То значи да је управо неодговорно пословање узрочник кризе, да је настала на крилима малверзација, пословања без покрића, нетранспарентности те на уском сагледавању интереса једног мањег круга заинтересованих група.

Успоредимо ли сада Марксова писања о кризама, посебно кризи памучне индустрије из 1861. године, као и податке Р. Т. Ellsworth-а везане за кризу из 1929. године, лако можемо запазити двије битне карактеристике оба периода:

1. у оба случаја ради се о феномену прекомјерне производње, прекомјерних инвестиција, односно хиперпродукцији, пред избијање кризе;
2. у оба случаја ради се о проблему пласмана пред кризу и у току кризе.

Међутим, ако основни узрок кризе није недовољна него је то претходна прекомјерна потрошња и то свих субјеката друштва: јавног сектора,

нефинансијског сектора, финансијског сектора, домаћинства, по писању J. Taylor (2009), J. Stiglitz (2007), J. Crotty (2008), International Herald Tribune (2009), The Economist (2009), поставља се питање: да ли су се они одговорно понашали?

Наравно, наша економија је колатерална жртва и стога начин пословања наших предузећа није могао утицати на досадашњи исход свјетске економске кризе. Међутим, добро су познате све слабости у функционисању наше привреде и са сигурношћу се може констатовати да се ради о мањку **корпоративне друштвене одговорности**.

Одређени закључци ипак се могу донијети. Што криза буде снажнија, а тешко је у овом тренутку сагледати њене стварне и крајње размјере, то ће драстичније мјере и веће промјене бити потребне у начину понашања и пословања на свјетским финансијским и привредним тржиштима. Тим више се може очекивати строжа регулација, како управљања и доношења одлука, тако и одговорности оних који те одлуке доносе. Треба вјеровати да ће свјетска економија начинити снажан заокрет у смјеру друштвено одговорног пословања, управо како би се заштитило од будућих потреса и криза. Иза друштвено одговорног пословања не крије се ништа друго до **доношење** стратешких одлука, одлука које сагледавају најшире утицаје и последице, транспарентно пословање, бригу за шире друштвене интересе и све остало што ће обезбиједити сигурну будућност економије у годинама које долазе.

### 3. Настанак концепта одрживог развоја

Сам појам одрживости није нов. Његови коријени се могу наћи у дјелима класичне економске науке, у раним покушајима одговора на питање каква је перспектива развоја људског друштва. Не само Smith, већ и Ricardo, а поготову Malthus, трагају за одговорима на питања **везаним** за ограниченост природних ресурса, прије свега земљишта, затим за демографски раст, те за опадајуће приносе у производњи. У раној фази развоја економске науке, јавила се теза о неминовности дугорочног стационарног стања, без економског и демографског раста. По мишљењу класика, периоди популационог раста и напретка животног стандарда би се услед дјеловања закона о опадајућим приносима, претварали у стагнацију и сиромашење, те је на дуг рок једино нулти раст привреде и друштва могућ и стабилан.

У даљем току развоја економске науке, ова песимистичка теза је била оповргавана, од стране више школа и праваца. Углавном полазећи од резултата техничког прогреса и нових, како географских, тако и научних открића, економска наука крајем 19. вијека нуди оптимистичку визију бу-

дућности човечанства. Ипак, почетком двадесетог вијека, оригиналним радовима Gray-a (1914) и нешто касније Hotelling-a (1931), постављају се теоријске основе за анализу оптималне употребе необновљивих ресурса.

Седамдесете године 20. вијека су показале сву дубину заблуда и на једној и на другој страни. Појава стагфлације, истовремене незапослености и инфлације, у привредном животу развијених капиталистичких земаља, дефинитивно је пољуљала вјеровање у исправност кејнзијаске теорије и у дјелотворност на њој засноване економске политике. У социјалистичком свијету, упркос снажном идеолошком притиску, постајале су сасвим видљиве дубоке пукотине у привреди и друштву, пукотине због којих ће се непуне двије деценије касније социјалистички свијет дефинитивно срушити.

Несумњиви знаци краја ере пантехнолошког оптимизма наступили су у виду тзв. нафтних шокова, праћених растом свјетских цијена низа сировина и енергетских инпута. Једно доба завршава се једним периодом у развоју економске мисли и започиње нови период инспирисан, између осталог, достигнућима природних наука, прије свега физике, тј. термодинамике, као и достигнућима биологије, на првом мјесту екологије. Примјена нових теоријских **оквира** омогућила је појаву нове дисциплине, економике животне средине, чији се први доприноси везују за анализу економских аспеката загађења, аутора Ayres-a и Kensa (1969), Smita (1972), те Daly-a (1977).

Ипак, далеко најзначајнији корак у развоју економске теорије представљала је појава књиге "Закон ентропије и економски процес" аутора Nicholas Georgescu-Roegen-a (1971). Овом студијом утемељен је нови поглед заснован на термодинамичким концептима.

Све наведено указује на чињеницу да је концепт одрживости данас постао широко прихваћен као услов опстанка и напретка човечанства. Разлози за то леже у могућим одговорима на питање зашто економска активност мора бити одржива. На првом мјесту, постоје јаки морални разлози да данашња генерација остави потомству у наслеђе ништа мање шансе за развој, но што она има сада.

Друга група разлога за одрживи развој је еколошке природе.

Као трећи, могући, разлог за оправдање концепта одрживости, може се навести економски аргуменат да је одрживи развој ефикаснији. Другим ријечима, непоштовање концепта одрживости води ка неефикасном привредном развоју и кризи, у смислу све већег расипања ресурса и енергије, тј. тенденције дугорочног погоршања односа **инпута и аутпута** у глобалним размјерама.

#### 4. Одрживи развој и превазилажење криза

Било би врло погрешно прихватати идеју, данас помало присутну, да је улазак човјечанства у свијет напредне технологије заправо несрећа. Технологија припада сржи људског бића, па би спречавање даљег њеног развоја била лудост. Наравно, технологија је нешто потребно и позитивно. Чињеница је да је духовно-морални развој човјека заостао не сустижући развој технолошких моћи и могућности. Мањак етичке свијести основни је проблем и изазов. Но то не значи да је зато потребан неки нови етички кодекс да би се човјечанство исправно односило према технолошком потенцијалу. Све се треба темељити на етици одговорности стваралачке слободe и вјерности са јасним представама, циљевима и вриједностима. То је одговорност према себи, одговорност према другима, одговорност према друштву и одговорност према окружењу.

Успорени раст развијених економија има свој снажан одраз на земље у развоју. По мишљењу неких економиста, савремена економија неће успјети ријешити нагомилане проблеме јер одлази помало у свијет илузија.<sup>1</sup> Главна илузија је да је успорени раст пролазна и отклоњива тешкоћа.<sup>2</sup> Илузија конвенционалне економије је у томе што вјерују да је сталан раст одговор на све економске проблеме. Илузија је и схватање да се не може појавити проблем оскудице, те да ће увијек постојати неограничена супституција, тј. да човјечанству неће никада понестати неки битни производ или сировина. Због свега тога садашње вријеме одликује се несавјесним и безобзирним односом човјека према друштву, природи и природним ресурсима. Економски раст створио је готово неиздржив притисак на животну средину. Али идеологија сталног раста не стоји у позадини само еколошке, већ и економске и друштвене кризе у свијету.

Против оптимизма о могућности олаког изласка из данашње свеукупне кризе упозорава и чињеница да, на примјер, ниједно оживљавање привреде у САД и развијеном свијету није било до сада праћено и оживљавањем економија у неразвијеним земљама. Напротив, поступни излазак из депресије развијених земаља праћен је редовно све већом депресијом у неразвијеним земљама. Еколошки процеси се глобално и даље заштравају и то не само због сељења тзв. "прљавих технологија" у неразвијене земље, него много више због тога што су неразвијене земље присиљене да беспштедно троше своје природне ресурсе.

<sup>1</sup> F. E. Trainer, Environmental significance of development theory, *Ecological Economics*, 2/1990, page 277.

<sup>2</sup> John M. Gowdy, Bioeconomics and post Keynesian economics: a search for common ground, *Ecological Economics*, 3/1991, page 77.

Стални раст никако не може бити одговор на свјетске економске проблеме. Буде ли економски раст напредовао, као што је то било посљедњих вјекова, он ће на катастрофалан начин закрчити пут према здравој будућности. Пријeko је потребан прелаз из привреде која је оријентисана на пропаст ка привреди која је оријентисана на **равнотежу**.

Рјешење је у одрживом развоју који води бригу и о будућности. Идеју таквог развоја заговарали су већ и много раније многи економисти и филозофи. Тако је још 1952. године изражена идеја да се треба одредити "сигуран минимални стандард очувања" као бит политике у вези са ресурсима.<sup>3</sup> Економиста Page<sup>4</sup> закључио је да је очување прилика и за будуће генерације идеја међугенерациске правде и здравог разума. Неограничени раст у привреди није у начелу заговарао ни Keynes. Keynes је замишљао будућност друштва у којему ће свако моћи постићи удобан, али не и луксузан животни стандард.

Одређене наде у вези еколошких проблема појавиле су се потписивањем документа "Аганда 21" која у основи жели да се спрјечи еколошка катастрофа на земљи. Посебан нагласак у том документу, између многих акција које треба предузети, дат је одрживом развоју.

Највећи изазов нашег времена је како наћи практичан начин живљења у садашњости које неће истовремено угрозити будућност. Постоје два кључна проблема у практичном одрживом развоју. Први проблем је како задовољити основне потребе укључујући потребе за енергијом, нарочито за оне сиромашније. Други проблем је како изаћи на крај са изазовима које намећу друштвене, социјалне, политичке околности, те економија, технологија и окружење и очекивани "квалитет живота".

Иако се људски род не може вратити одрживој економији својих далеких предака, који су тада тако живјели силом прилика, ипак не постоји разлог зашто се не би могла креирати исправна људска свијест примјерена модерном добу. Та свијест **требало** би прије свега укључити ове услове:

1. Људска врста је дио природе и њезина егзистенција зависи **од судбине саме природе**. За човјеков опстанак битна су два фактора: потрошња ресурса за опстанак у привредном смислу и морални однос према очувању животне средине за опстанак у физичком смислу.
2. Економске активности морају узимати у обзир и трошкове заштите животне средине.

---

<sup>3</sup> Ciriacy-Wantry, *Resource Conservation, Economics and Policies*, University of California Press, Berkley, 1952, page 138.

<sup>4</sup> Talbot Page, *Conservation and Economics Efficiency*, Johns Hopkins Press for Resources for Future, Inc, Baltimore, 1977. Page 203.

3. Одржавање подношљивих глобалних услова животне средине зависи о одрживом развоју цијеле људске породице.

Снажан фактор који утиче на конкурентност пословног сектора су све строжи услови заштите животне средине у којима је привреда присиљена пословати.

Економски стратег М. Портер закључује "да би строжи прописи заштите животне средине представљали трошак за предузећа само онда када би предузећа пословала у фиксираним условима. Но како предузећа послују у динамичном окружењу које је обликовано различитим утицајима, она континуирано примјењују иновативна рјешења како би ослабили утицаји различитих сила које умањују конкурентност".

Један од највећих изазова који очекује нашу привреду је усаглашавање са Кјото протоколом о смањењу емисија угљен диоксида. Наиме, наша привреда суочено је са ситуацијом у којој ће у јеку економске кризе морати драстично смањивати емисије угљен диоксида. Неопходне су значајне промјене технолошких и производних процеса које захтијевају велика улагања, док је, с друге стране, доступност капитала у знатно смањена. Само мудра политика доношења прописа који ће подстицати, а не санкционисати, као и мудра енергетска политика која ће дио терета инвестиција везаних уз промјену климе барем дијелом скинути са леђа привреде, а терет усаглашавања новим прописима учинити економски оправданим и одрживим, осигураће опстанак и конкурентност привреде у Републици Српској.

Наш простор је постао веома **атрактиван** за све развијене земље које су заинтересоване да улажу у тзв. "чисте" технологије. Ова улагања треба да допринесу повећању енергетске ефикасности, коришћењу обновљивих извора енергије и стварању предуслова за одрживи развој целокупне привреде и побољшању квалитета животне средине.

Ступањем на снагу Кјото протокола земље у развоју добиле су могућност да под веома повољним условима обезбједе "прилив" чистих технологија из развијених земља. Наиме, потписани протокол је свим земљама потписницама одредио годишње квоте загађења, а у најбољем положају су земље у развоју. Ми увелико не "испуњавамо" нашу квоту и управо тај јаз можемо врло ефикасно "продати" страним инвеститорима који ће инвестирати и инсталирати енергетски ефикасне **технологије**, уз обавезу смањења емисије штетних гасова.

За узврат, развијене земље добијају потврду о смањењу емисије гасова са ефектом стаклене баште, што ће у крајњој линији допринети бржем остварењу главног циља Кјото протокола, а то је смањење емисија  $\text{CO}_2$  за 5,2% у периоду 2008-2012. у односу на 1990. годину као референтну.

## 5. Прихватање принципи одрживог развоја

Циљ одрживог развоја је да доведе до равнотеже три кључна фактора, односно три стуба одрживог развоја: *одрживог економског раста* и привредног и технолошког развоја, *одрживог развоја друштва* на бази социјалне равнотеже, *заштите животне средине* уз рационално располагање природним ресурсима, спајајући их у једну целину подржану одговарајућим институционалним оквиром. Одржив развој значајно доприноси усклађивању евентуалних конфликтних циљева различитих аспеката друштвено-економског развоја, превазилажењу јаза између процеса утврђивања секторских политика, као и успостављању система узајамних предности.

Одрживи развој је оријентисан на израду модела који на квалитетан начин задовољавају друштвено-економске потребе и интересе грађана, а истовремено елиминишу, или значајно смањују утицаје који представљају претњу или штету по животну средину и природне ресурсе. Дугорочни концепт одрживог развоја подразумева стални економски раст, али такав који осим економске ефикасности и технолошког напретка, већег учешћа чистијих технологија и иновативности цијелог друштва и друштвено одговорног пословања, обезбјеђује смањење сиромаштва, дугорочно боље коришћење ресурса, унапређење здравствених услова и квалитета живота и смањење нивоа загађења на ниво који могу да издрже чиниоци животне средине, спречавање будућих загађења и очување биодиверзитета. Један од најважнијих циљева одрживог развоја је отварање нових радних мјеста и смањење стопе незапослености.

Одрживи развој подразумева и усклађивање различитих развојних аспеката и супротстављених мотива садржаних у појединим секторским програмима. Сврсисходно рјешавање таквих конфликта захтијева одређени ниво политичке воље и одређености. Кључне претпоставке, неопходне за прихватање и примјену концепта одрживог развоја привреде и друштва, као и за његову успјешну реализацију, јесу одговарајуће вођство, широка политичка, социјална и медијска подршка, као и друштвена сагласност о неопходности прихватања тог концепта. При томе, јака политичка воља, посвећеност **владе** и подршка јавности представљају најнепосредније факторе успјеха. Једна од карактеристика одрживог развоја је и веће укључивање јавности у процесе доношења одлука о проблемима животне средине. За квалитетно укључивање јавности није довољна само декларативна одређеност власти, већ и посебни подстицаји, прије свега правовремено информисање и едукација, како би јавност објективно могла да утиче на исход за који је заинтересована.

Да би успјешно имплементирали нову економску филозофију засновану на одрживом развоју, која води изласку из кризе, морају се уважавати



и у стратешка документа уградити глобално прихваћени принципи који су дефинисани у *Декларацији о одрживом развоју из Јоханезбурга, Миленијумским циљевима развоја УН и Стратегији одрживог развоја ЕУ*.

То су:

1. **Међугенерациска солидарност и солидарност унутар генерације.** Задовољити потребе садашњих генерација без угрожавања права будућих генерација да задовоље своје потребе. Солидарност унутар генерације постићи демократски усаглашеном расподјелом расположивог природног и створеног капитала, на начин који обезбјеђује основне људске потребе за све друштвене групе.
2. **Отворено и демократско друштво - учешће грађана у одлучивању.** Гарантовати грађанска права, обезбиједити приступ информацијама и осигурати доступност правде. Обезбиједити одговарајуће консултације и учешће грађана у доношењу одлука. Бранити стабилност демократских институција на основама мира, безбједности и слободе.
3. **Знање као носилац развоја.** Промовисати просперитетну, иновативну, конкурентну и еколошки ефикасну економију засновану на знању, која обезбјеђује висок стандард живота и пуну и висококвалитетну запосленост. Промовисати образовање и развијање јавне свијести о одрживом развоју.
4. **Укљученост у друштвене процесе.** Промовисати пуну интеграцију грађана у друштво, подстицати једнаке могућности за свакога, промовисањем људских права, посебно полне равноправности, борбом против свих облика дискриминације, афирмативним мјерама за маргинализоване групе и смањењем сиромаштва. Разлике и поларизацију међу члановима друштва треба сводити на најмању могућу мјеру и стално се борити против социјалне искључености и сиромаштва.
5. **Интегрисање питања животне средине у остале секторске политике.** Промовисати интеграцију економских, социјалних и еколошких приступа и анализа, те подржати коришћење инструмената као што је стратешка процјена животне средине. Подстицати социјални дијалог, друштвено-одговорно пословање и јавно-приватно партнерство.
6. **Принцип предострожности.** Захтијевати очување природне равнотеже у околностима када нема поузданих информација о одређеном проблему. Свака активност мора бити планирана и спроведена на начин да проузрокује најмању могућу промјену у животној средини. У случају могућих и значајних утицаја на животну средину, преду-

зимати превентивне активности, нарочито у ситуацијама угрожавања добробити људи и животиња.

7. **Принцип загађивач/корисник плаћа, укључење трошкова везаних за животну средину у цијену производа.** Интернализovati трошкове везане за животну средину, односно укључити трошкове уништавања животне средине у економске трошкове загађивача/корисника, примјеном принципа загађивач/корисник плаћа. На тај начин се постиже покривање пуне економске цијене у коју улазе трошкови производње, употребе и одлагања производа у току читавог његовог животног циклуса.
8. **Одржива производња и потрошња.** Поштовати уравнотежене одnose у експлоатацији природних ресурса и обезбиједити висок ниво заштите и побољшања квалитета животне средине. Смањити загађење животне средине и промовисати одрживу потрошњу и производњу, тако да економски раст не узрокује пропорционални пораст деградације животне средине.

## 6. Закључак

У Републици Српској не постоји интегрирани приступ економским, друштвеним и еколошким питањима. Сматрамо како би примјери добре праксе развијенијих европских земаља, као и смјернице међународних институција биле врло корисне у **опредјелјивању** за одрживи развој. Већина европских докумената као најзначајније активности за постизање одрживости наводи економски развој, промоцију социјалне укључености и праведности, очување животне средине и подршку добром управљању.

Такође, у Републици Српској постоји недостатак релевантних вјештина и ресурса за формулирање и провођење оптималне развојне политике. У овом тренутку у условима кризе и ограничених људских, техничких и финансијских ресурса изазови су превелики. Ипак, **Влада** Републике Српске, и поред свих наведених ограничења и мјера које предузима за превазилажење економске кризе, мора приступити изради **стратегије** одрживог развоја која ће уважавати смјернице и примјере добре праксе европских земаља.

## Литература:

1. Arrow, K., B. Bolin, R. Costanza, P. Dasgupta, C. Folke, C. S. Holling, B. O. Jansson, S. Levin, K. G. Mäler, C. Perrings i D. Pimentel, 1995, "Economic Growth, Carrying Capacity, and the Environment", *Science*, 268(0), p. 520-521.

2. Asheim, G. B., 1994, "Net National Product as an Indicator of Sustainability", *Scandinavian Journal of Economics*, 96(2), p. 257-265.
3. Ayres, R. U., 1988, "Optimal Investment Policies with Exhaustible - Resources: An Information-based Model", *Journal of Environmental Economics and Management*, 15(4), p. 439-461.
4. Barbier, E. B., 1987, "The Concept of Sustainable Economic Development", *Environmental Conservation*, 14(2), p. 101-110.
5. Common, M. i C. Perrings, 1992, "Towards an Ecological Economics of Sustainability", *Ecological Economics*, 6, p. 7-34.
6. Daly, H. E., 1990, "Toward Some Operational Principles of Sustainable Development", *Ecological Economics*, 2(1), p. 1-6.
7. Faucheux, S. i M. O'Connor, 1998, *Valuation for Sustainable Development: Methods and Policy Applications*, Cheltenham: Edward Elgar.
8. Gray, R.H. (1994) "Corporate Reporting for Sustainable Development: Accounting for Sustainability in 2000 AD." *Environmental Values* 3, 17-45.
9. Gerlagh R. i M. A. Keyzer, 2001, "Sustainability and the Intergenerational Distribution of Natural Resource Entitlements", *Journal of Public Economics*, 79(2), p. 265-428.
10. Jackson, T. and Marx, N (1994) *Measuring Sustainable Development-a Pilot Index 1955-1990*. London and Stockholm, New Economic Foundation and Stockholm Environment Institute.
11. Hamilton, K. i G. Atkinson, 2006, *Wealth, Welfare and Sustainability: Advances in Measuring Sustainable Development*, Northampton, MA: Edward Elgar.
12. Mäler, K. G., 2008, "Sustainable Development and Resilience in Ecosystems", *Environmental Resource Economics*, 38, p. 17-24.
13. Norton, B. G., 2005, *Sustainability: A Philosophy of Adaptive Ecosystem Management*, Chicago, IL: University of Chicago Press. Page, T., 1997, "On the Problem of Achieving Efficiency and Equity, Intergenerationally", *Land Economics*, 73(4), p. 580-596.
14. Porter, M. E. i C. van der Linde, 1995, "Green and Competitive: Ending the Stalemate", *Harvard Business Review*, 73(5), p. 120-134.
15. Solow, R. M., 1993b, "Sustainability: An Economist's Perspective" u R. Dorfman i N. S. Dorfman., *Selected Readings in Environmental Economics*, p. 179-187, New York, NY: Norton.
16. Stiglitz, J. E., 1974, "Growth with Exhaustible Natural Resources: Efficient and Optimal Growth Paths", *The Review of Economic Studies*, 41, p. 123-137



## ПРОБЛЕМАТИКА ПРОЦЈЕНЕ ВРИЈЕДНОСТИ ПРЕДУЗЕЋА

### THE PROBLEM OF ENTERPRISE VALUE ASSESSMENT

Драган Микеревић\*

#### Резиме

Један од најсложенијих проблема у економији је процјена вриједности предузећа. Глобална криза и неактивна и великвидна финансијска тржишта условљавају питање процјене вриједности предузећа. С обзиром на мисију предузећа да у пословном процесу створи вриједност, основано је питање: шта одређује вриједност предузећа и како тржиште процјењује ту вриједност? Одговоре на ова питања, у ствари, треба да да Извјештај о процјени који у том процесу користи одговарајуће принципе (трошковни, тржишни, приносни) и методе процјене (базиране на супстанци, мултипликацији и приносној моћи).

Након примјене више метода процјене, овлашћени процјењивач врши тестирање добијених резултата и врши избор процијењене вриједности предузећа.

**Кључне ријечи:** вриједност, вриједност предузећа, фер вриједност, биланси, принципи и методе процјене, овлашћени процјењивач.

---

\* Др Драган Микеревић, редовни професор, Економски факултет Универзитета у Бањој Луци

## Summary

One of the most complex problems in economy is Business Appraisal. Global crisis and inactive and illiquid financial markets influence the Business Appraisal. Given the mission of a business to create value in a business process, the question what determines BA and how the market appraises the given value is reasonable. In fact, the answers to these questions should be given by the Business Appraisal Report which deploys the appropriate approaches (cost approach, market data approach, and income approach) and appraisal methods (based on the substance, multiplication and income).

After applying several appraisal methods, a certified appraiser conducts the testing of the results obtained and makes the choice of the appraised business value.

**Key words:** value, business value, fair value, balances, principles and methods of appraisal, certified appraiser.

## Увод

Процена вриједности предузећа је један од најсложенијих проблема у економији. Глобална криза ће многа предузећа (привредна друштва) натјерати на размишљања о њиховом прилагођавању како би опстали на тржишту и евентуално у новонасталим условима наставили расти и развијати се. Нови Закон о привредним друштвима Републике Српске, који је ступио на снагу 1. јануара 2010, увео је нови институт, "овлашћени процјењивач", који има веома важну улогу у процесима:

- промјене правне форме предузећа,
- статусних промјена,
- реструктурисања и реорганизације предузећа односно привредних друштава.

У свим тим и другим случајевима незаобилазан је проблем процене вриједности предузећа, односно капитала. Зато смо увјерени да је у наредном периоду професију процјењивача потребно изградити и подигнути на одговарајући ниво. Глобална криза и потпуно поремећена финансијска тржишта су додатни разлог да у садашњем времену скренемо пажњу на овај проблем тј. проблем процене вриједности предузећа, како би ова професија у догледно вријеме и код нас имала одговарајући рејтинг.

То је посебно важно када се зна да концепт фер вриједности у МРС/МСФИ неће објективно испунити циљ који јој је намијењен након дугогодишњег присуства концепта историјског трошка. Очигледно, финансијска тржишта, нарочито након глобалне кризе су неактивна и нели-

квидна и као таква тешко да могу да "правилно" мјере било коју вриједност, па и вриједност предузећа. У таквим условима и уопште на располагању су нам различити принципи и методе за процјену вриједности предузећа било да котирају или не котирају на берзи, што је у фокусу овог написа.

Зато ћемо размотрити основне појмове о вриједности предузећа, сврху процјене, кристализацију фактора од утицаја на избор принципа и метода процјене.

## 1. Основни појмови о вриједности предузећа

Предузеће као привредноправни ентитет који располаже ресурсима за обављање конкретне привредне дјелатности је једно од најважнијих социјалних творевина савременог доба. Његова мисија је да у пословном процесу створи **вриједност** и на тај начин увећа богатство власника капитала. Дакле, ради остваривања својих циљева предузетници оснивају предузећа и утемељују основну циљну функцију пословања.

Пошто је основна циљна функција савременог предузећа вриједност, односно у најширем смислу ријечи **максимирање вриједности предузећа**, и у ужем смислу, максимирање цијене акција, односно удјела – основано је поставити питање: шта одређује вриједност предузећа и како тржиште процјењује ту вриједност. Одговори на ова питања су посебно компликовани ако се има у виду да је савремено предузеће отворени систем који је у сталној интеракцији са окружењем и гдје практично не постоји црвена линија која их раздваја, већ се, напротив, међусобно прожимају.

Имајући у виду претходно истакнуту флуидност граница између предузећа и окружења, те да би у том смислу нека пословна активност повећала вриједност, она мора да испуни један или више од наведених услова:

- генерише новчане токове који остварују постојеће инвестиције,
- повећа очекивану стопу раста зарада (нето добитак),
- продужи период високог раста,
- смањи трошак капитала који служи за дисконтовање новчаног тока.<sup>1</sup>

Остваривање једног или више наведених услова заправо је претпоставка остваривања мисије предузећа – стварање вриједности. Да би се вриједност увећала, неопходно је остварити раст, што упућује на закључак да између раста и вриједности постоји високи степен корелације. Међутим,

---

<sup>1</sup> Aswath Damodaran: *Корпоративне финансије – теорија и пракса*, Модус, Подгорица, 2007, стр. 792.

ни сваки раст не води до вриједности и таквих примјера је у пракси много. Ријечју, исто као што раст канцерозне ћелије није здрав, тако ни сваки раст није здрав. Курентност на тржишту роба и услуга је свакако потребан, али не и довољан услов за опстанак, раст и развој предузећа. Уз претходно, неопходно је обезбиједити курентност предузећа и на финансијском тржишту.

Враћајући се претходном питању – шта одређује вриједност предузећа, можемо се запитати да ли је то вриједност имовине којом предузеће располаже (упошљава) или финансијски инструменти јавних акционарских предузећа који котирају на активним тржиштима или пак нека друга вриједност. Другим ријечима, основано је питање зашто се купопродајна цијена предузећа разликује од вриједности њене имовине. На основу тога може се устврдити да ће се вриједност имовине предузећа и вриједност предузећа као цјелине у суштини разликовати.<sup>2</sup> Разлог је у томе што је вриједност предузећа одређена начином коришћења и комбиновања појединих врста имовине коју оно користи у свом пословању. Аутор даље констатује: "Приказан дуалитет вриједности предузећа упућује на комплексност њезина утемељења, као и на разне могуће приступе самом вредновању предузећа који свој пуни израз добивају у бројности метода процјене вриједности предузећа." Професори Родић и Филиповић указују на уобичајену дефиницију вриједности предузећа према којој је "вредност предузећа нето актива, а нето актива је разлика између активе и обавеза".<sup>3</sup> Дамодаран пак указује на то да се вриједност предузећа одређује на основу тога колико добро предузеће управља постојећим средствима и колико добро инвестира у нова средства.<sup>4</sup>

## 2. Сврха процјене вриједности предузећа

Сврха процјене представља битну карактеристику овог процеса. Наиме, прије приступања процјени вриједности предузећа веома је важно знати сврху процјене, јер постоји релативно много метода процјене вриједности предузећа. Свака од њих се не може примјенити независно од сврхе процјене вриједности предузећа. Ријечју, сврха процјене предузећа условљава избор методе његове процјене. Примјера ради, пракса судова Сје-

---

<sup>2</sup> Silvije Orsag: *Вредновање предузећа*, Инфоинвест, Загреб, 1997, стр. 15.

<sup>3</sup> Јован Родић, Милован Филиповић: *Процена вредности предузећа*, ASIMEX ДОО, Београд, 2010. стр.1.

<sup>4</sup> Aswath Damodaran: *Корпоративне финансије – теорија и пракса*, Модус, Подгорица, 2007, стр. 9.



дињених Америчких Држава је показала да у условима када одлучују о спору странака око вриједности предузећа не прихватају процјену вриједности предузећа на бази будућих (прогнозираних) података, већ уважавају и прихватају процјену само на бази стварних прошлих, односно садашњих података. То има за посљедицу да се код таквих процјена вриједности предузећа не могу примијенити, рецимо, методе дисконтовања будућег приноса, већ метода капитализације или нека друга метода која почива на стварним историјским или садашњим подацима. У тржишно развијеним земљама бројни су разлози процјене вриједности предузећа. У Препоруци поступака који финансијски експерти треба са примјењују приликом процјене вриједности предузећа Европског савеза рачуноводствених, економских и финансијских експерата (УЕЦ) истиче се да се процјена вриједности предузећа врши нарочито из сљедећих разлога:

- куповина или продаја предузећа или дијела предузећа,
- интеграција, улагања новог капитала, правне трансформације, са измјеном односа између улагача,
- одређивање законских или уговорених обештећења улагачима који иступају, односно других обештећења,
- доношење интерних пословних одлука,
- у случају фискалних потреба.

У Препоруци поступака је назначено да се "у наведеним случајевима вриједност предузећа... увијек одређује с пословне тачке гледишта, односно тачке гледишта инвеститора (предузећа или појединца) који жели да стекне власништво над цјелокупним предузећем, а не са берзанске тачке гледишта". То практично значи да су у фокусу процјене вриједности предузећа користи инвеститора и с тим у вези наглашава се примјена теорије инвестирања и тој теорији примјерених метода, као, рецимо, дисконтовање будућих приноса. Тај став долази у супротност са праксом судова Сједињених Америчких Држава за фискалне потребе, који при процјени вриједности ради утврђивања пореза на имовину, односно пореза "ad valorem" (пореза на вриједности), преферирају праву тржишну вриједност утврђену на бази историјских података.<sup>5</sup>

Бројни аутори наводе различите сврхе (разлоге) процјене вриједности предузећа.

Сврха процјене вриједности предузећа у Сједињеним Америчким Државама може бити:

- порези на поклоне, имовину и наслеђивање,

---

<sup>5</sup> Shannon P. Pratt, *Valuing a Business, the Analysis and Appraisal of Closely Tied Companies*, Second Edition, Dow Jones-Irwin Homewood, Illinois, 1989, str. 21.

- планирање акционарског власништва запослених и други планови са бенефицијом запослених,
- порези "ад воларем", тј. порези на вриједност,
- распродаја, спајање, набавка или лишавање богатства,
- прелазак са приватног на јавно пословање (мисли се на одлуку предузећа да емитоване акције продају преко берзе),
- купопродајни уговори,
- разводи бракова, распуштање партнерстава и корпорација,
- случајеви обештећења,
- реорганизација у случају банкротства.<sup>6</sup>

Процјена вриједности предузећа је у суштини процјена вриједности капитала. Разлози процјене вриједности, у основи, могу бити:

- нова емисија и јавна продаја акција,
- *купопродаја предузећа*, гдје је процијењена вриједност капитала полазна основа за погодбу садашњег и будућег власника,
- *спајања или припајања предузећа*; У овом случају процјену вриједности капитала усваја одговарајући управљачки орган предузећа што завршава сачињавањем биланса спајања у склопу кога се утврђује јединствена номинална вриједност акција и број акција за сваког акционара, односно утврђује се вриједност удјела сваког од сувласника,
- *процјена вриједности предузећа ради подјеле и раздвајања*. Ову процјену усвајају власници, а потом слиједи сачињавање биланса и раздвајања и подјеле у склопу кога се идентификују власници и њихови удјели у капиталу,
- промјена правне форме предузећа када се врши и промјена власника капитала,
- процјена вриједности *ради санирања* предузећа,
- процјена вриједности ради власничке трансформације (приватизације) по националним прописима,
- процјена вриједности предузећа може да буде и ради стратешког одлучивања власника – шта радити у догледној будућности: продати предузеће, спојити га са другим предузећем, припојити, дијелити или основати ново предузеће, ићи на јавно-приватно партнерство и слично.

Процјена вриједности је поступак који резултира мишљењем овлашћеног процјењивача односно тима експерата (који обухвата експерте за тржиште, технологију, опрему, рачуноводство и финансије) о вриједности предузећа на одређен дан. Власнички интерес се може односити на соп-

---

<sup>6</sup> Shannon P. Pratt, цитирани опус, стр. 20.

ствени капитал предузећа или на укупно инвестирани капитал, који поред сопственог обухвата и позајмљени капитал. У оба случаја процјена вриједности с обзиром на различите сврхе подразумијева примјену специфичне методологије процјене, стандарда вредновања и етичких правила.

### 3. Кристалзација фактора од утицаја на избор принципа и метода процјене вриједности предузећа

Једно од најсложенијих питања у економији је процјена вриједности предузећа. Зато се избору метода процјене мора дати одговарајући значај. У теорији и пракси у употреби је велики број метода процјене, а свака од њих полази од различитих претпоставки што за посљедицу има и различите процијењене вриједности. Ријеч је, дакле, о инструментарију који у оквиру вриједносног система, примјеном релевантне апаратуре треба квантификовати различите циљеве и интересе у сумарни исказ – у вриједност. Различити аутори класификацију појединих метода врше на различите начине, али се све методе могу подијелити на оне које се темеље на:

- супстанци (имовини),
- зарађивачкој (приносној) моћи.

Комбинацијом ових двију основних група метода долази се до бројних допунских (осталих) метода.

Методе процјене темељене на **супстанци (имовини)** базиране су на утрживој (уновчивој) вриједности стицања имовине, залиха, потраживања, новца и права. Због тога и процјене темељене на супстанци предузећа имају одређени степен објективности, јер се заснивају на реалним вриједностима које се налазе у предузећу. Опипљиве (материјалне) вриједности су по својој природи мање подложне промјенама у односу на могуће промјене зарађивачке моћи предузећа у будућности. Због тога ове методе имају много присталица међу процјењивачима, јер су окренуте више садашњости, гдје се процјењује:

- вриједност нето имовине,
- ликвидациона вриједност.

Методе процјене темељене на **зарађивачкој (приносној) моћи** имају основицу у заради (приносу, добити) која се остварује на имовини у вријеме свог физичког и економског вијека трајања.

С обзиром на то да ћемо у наставку изложити директни начин процјене нето активе примјеном приносних метода, у том случају треба разликовати:

- статичке приносне методе,
- динамичке приносне методе.

Вриједност сопственог капитала примјеном **статичких приносних метода** процјењује се *капитализацијом* очекиваног добитка, а вриједност сопственог капитала примјеном динамичких приносних метода процјењује се *дисконтовањем* на садашњу вриједност или добитка или нето новчаног тока. Процјењивање вриједности сопственог капитала примјеном комбинованих (осталих) метода врши се, у основи, различитим комбиновањем процијењене вриједности супстанце и процијењене вриједности сопственог капитала приносним методама.

**Статичка приносна метода** може да има више варијанти у зависности од начина утврђивања стабилизованог добитка или начина утврђивања сопственог капитала (нето активе). Ријеч је о:

1. *процјени вриједности предузећа капитализацијом стабилизованог добитка, и то:*
  - на бази корекције оствареног добитка,
  - на бази пројекције очекиваног добитка,
  - комбинацијом коригованог оствареног добитка и очекиваног добитка.
2. *процјени вриједности предузећа капитализацијом добитка који расте по одређеној стопи (z).*

**Динамичке приносне методе** се користе код процјене вриједности предузећа уз помоћ пројектованог (очекиваног) резултата и цијене капитала гдје очекивани резултат може да буде у виду добитка или нето новчаног тока, док цијена капитала треба да буде конзистентна са пројектованим резултатом.<sup>7</sup> Овдје може бити ријечи о процјени вриједности предузећа на бази:

- садашње вриједности очекиваног добитка,<sup>8</sup>
- садашња вриједност нето добитка,
- садашње вриједности очекиваног нето новчаног тока.

За разлику од статичких приносних метода које упростију величине и ставља их у исту равн, динамичке методе ствари посматрају у кретању. Те пројекције могу да се врше на бази линеарног раста, методом тренда и слично.

У привредама у којима је развијено тржиште капитала једна од могућности је да се у процјени вриједности предузећа примијени *тржишни принцип* на бази *упоређивања компанија, упоређивања трансакција и примјеном гранских мултипликатора*. У том смислу чини се интересантним став Silviја Orsaga који указује да је "тржиште од пресудног значаја за

<sup>7</sup> Проф. др Јован Родић, Пословне финансије и процена вредности предузећа, Економика, Београд, 1993. стр. 403.

<sup>8</sup> који се данас не користи често

предузеће јер оно, с једне стране, представља мјесто прибављања потребног капитала за финансирање пословања, док, с друге стране, представља мјесто тржишног вредновања фирме, односно предузећа."<sup>9</sup>

Најзад, бројне су **допунске (остале) методе** које су мање значајне и рјеђе се примјењују у пракси, због чега их нећемо овдје детаљније обрађивати. Ријеч је о: методи средње вриједности, штутгардској методи, методи екстра добитка, методом мултипликације (П/Ф) и другим методама.

Еклатантан примјер за разликовање метода темељених на супстанци (имовини) и на зарађивачкој (приносној) моћи је, рецимо, примјер процјене вриједности бензинских пумпи које су готово идентичне, осим што је једна смјештена на прометном аутопуту, а друга у некој споредној улици. Уколико бисмо ове двије бензинске пумпе процијенили методама темељеним на супстанци, утврдили бисмо да имају приближно једнаку вриједност супстанце (имовине). Међутим, примјеном метода темељених на зарађивачкој моћи утврдили бисмо да бензинска станица смјештена уз аутопут има неколико пута већу вриједност од идентичне пумпе смјештене уз споредну улицу гдје је мањи промет. Слично би било и у ситуацији процјене двају предузећа готово идентичних, али једног са способним менаџментом, који остварује нето добитак, и другог с неспособним менаџментом, који остварује губитак, што указује да углед и способност менаџмента може бити један од фактора вриједности предузећа.

Дакле, методе темељене на зарађивачкој моћи полазе од приноса који ће се остварити у будућности, било да је у питању добитак или новчани ток који су само на крају вијека трајања предузећа идентични. У вијеку трајања разлике међу њима се јављају јер се у одређеним периодима приноси не изједначавају с примицима а расходи са издацима.

Иако је субјективност већа код процјене вриједности предузећа на бази зарађивачке моћи, мора се истаћи чињеница да је у пракси процјене овај метод распрострањенији, јер је инвеститор (купац) заинтересован за куповину предузећа само у условима када очекује веће користи у будућности од садашњих давања, што је у складу и са дефиницијом вриједности предузећа која практично представља садашњу вриједност будућних користи.

Међутим, методологија процјене обухвата примјену већег броја метода. Да би процјењивачи дошли до вриједности предузећа, обично користе више метода. При томе је избор метода у корелацији са сврхом процјене вриједности предузећа. На избор метода и комбинацију појединих принципа процјене утичу бројни фактори:

---

<sup>9</sup> Orsag Silvije: Проблематика финансирања пословања и развоја инкорпоративног подuzeћа, Институт за јавне финансије, Загреб, 1990, стр. 13.

- природа и историјат предузећа,
- права, користи и услови који прате власнички интерес, било да је у форми корпорације, партнерства или предузетништва,
- економски фактори,
- стање имовине, обавеза и капитала, као и општи финансијски положај предузећа,
- способност предузећа да генерише добит и да је исплаћује путем дивиденде,
- постојање нематеријелне (неопипљиве) имовине,
- релативна величина удјела власника чија се вриједност утврђује и питање контроле,
- претходне трансакције у промјени власништва датог предузећа,
- тржишне вриједности акција или партнерских удјела и остварене вриједности при куповини удјела у предузећу.



Зависно од расположивих информација, приликом процјене вриједности предузећа, употребљавају се различити принципи и методе процјене. Једна од класификација принципа (приступа) процјени је:

- трошковни,
- тржишни,
- приносни.

Сваком од ових принципа корелира и одређени број метода процјена, што на најбољи начин илуструје претходна слика.

### 3.1. Методе процјене супстанце

#### 3.1.1. Књиговодствена (билансна) вриједност предузећа

Док неки аутори<sup>10</sup> ову методу сврставају у помоћне методе процјене као и кориговану књиговодствену методу, проф. др Г. Илић и проф. др Никола Стевановић указују на значај књиговодствених метода процјене. Уважавајући књиговодствене вриједности у једнократним процјенама вриједности предузећа као цјелине, они имају у виду праву књиговодствену вриједност засновану на општеприхваћеним начелима уредног књиговодства и биланса.<sup>11</sup> Аутори даље констатују да због пада рачуноводствено-извјештајне културе, одсуства ревизије финансијских извјештаја и пореских и других билансно-политичких циљева предузећа књиговодствене вриједности код нас у званичним билансима често одступају од правих књиговодствених вриједности што претходно захтијева усаглашавање с рачуноводственим начелима из чега неријетко проистиче биланс кориговане (праве) књиговодствене вриједности.

Ова књиговодствена метода процјене супстанце очигледно је изворна имовинска метода која се темељи на историјском трошку. Чини се значајним указати на став проф. др Јована Родића<sup>12</sup> који истиче: "Књиговодствена вредност супстанце се процењује на основу биланса које је процењивано предузеће сачинило у складу са прописима о билансирању и рачуноводственим стандардима."

Дакле, овај метод процјене вриједности изводи се из података сачињених финансијских извјештаја који скривају мноштво замки за овлаштеног процењивача. Биланс је користан индикатор вриједности, али он не одражава вриједност или пак цијену предузећа, јер та вриједност више припада прошлости. У реалном животу тешко је вјеровати да историјске вриједности - (трошкови) одговарају садашњим тржишним, имовинским (замјенским) вриједностима и ликвидационој вриједности. С друге стране, биланси су неријетко оптерећени латентним резервама и скривеним губицима<sup>13</sup> што указује на то да биланс приликом процјене вриједности предузећа треба прилагодити. У условима прилагођених вриједности, када се од активе

<sup>10</sup> Др Владимир Познанић и мр Миливоје Цветановић, *Процена вредности предузећа*, Савез рачуновођа и ревизора Србије, Београд, стр. 67-73.

<sup>11</sup> Проф. др Г. Илић и проф. др Никола Стевановић, *Процена вриједности предузећа*, Савез рачуновођа и ревизора Србије, Београд, 1994, стр. 15.

<sup>12</sup> Проф. др Јован Родић, оп. цит. опус, стр. 388.

<sup>13</sup> Проф. др Драган Микеревић, *Финансијски менаџмент*, Економски факултет и Финрар, Бања Лука, 2009, стр. 159.

одузму обавезе (дугорочне и краткорочне), разлика представља заправо књиговодствену вриједност предузећа, што се може илустровати следећим подацима у табели 1. за **предузеће А**.

Табела 1.

у КМ

	Књиговодствена вриједност капитала
I. СТАЛНА ИМОВИНА (1 до 3)	526.617
1. Нематеријална улагања	57.782
2. Некретнине, постројења и опрема	358.336
3. Дугорочни финансијски пласмани	110.499
II. ОБРТНА ИМОВИНА (1 до 4)	694.354
1. Залихе и стална средства намијењена продаји	400.519
2. Краткорочна потраживања	291.317
3. Готовина	631
4. Порез на додату вриједност	1.887
A. ПОСЛОВНА ИМОВИНА	1.220.971
I. ДУГОРОЧНА РЕЗЕРВИСАЊА	500
II. ДУГОРОЧНЕ ОБАВЕЗЕ	179.030
1. Дугорочни кредити	168.892
2. Остале дугорочне обавезе	10.138
III. КРАТКОРОЧНЕ ОБАВЕЗЕ	648.140
1. Краткорочне обавезе из пословања	116.579
2. Обавезе из пословања	462.908
3. Остале краткорочне обавезе	35.806
4. Обавезе по основу ПДВ	24.664
5. Обавезе за порез на добитак	3.280
IV. ОДЛОЖЕНЕ ПОРЕСКЕ ОБАВЕЗЕ	4.903
V. ОБАВЕЗЕ (I ДО II)	827.670
<b>КЊИГОВОДСТВЕНА ВРИЈЕДНОСТ КАПИТАЛА (А - Б)</b>	<b>393.301</b>

### 3.1.2. Коригована књиговодствена вриједност предузећа

За разлику од књиговодственог метода процјене, коригована књиговодствена вриједност се практично добије адаптирањем примарних књиговодствених података који се налазе у финансијском извјештају. Према проф. Родићу, "коригована књиговодствена вредност супстанце односно сопственог капитала процењује се тако, што се најпре све билансне позиције преиспитују да ли су процењене у складу са прописима о билансирању и рачуноводственим стандардима."<sup>14</sup>

Кориговани биланс има исте билансне позиције као и официјелни, и ако нека позиција биланса није процијењена у складу са прописима о би-

<sup>14</sup> Проф. др Јован Родић, оп. цит. опус., стр. 391.



лансирању и рачуноводственим стандардима, процјењивач процјењује те позиције биланса у складу са прописима о билансирању и рачуноводственим стандардима. Након преиспитивања свих билансних позиција сачињава се кориговани биланс.

Разлике које се јављају између официјелног и коригованог биланса исказују се као недозвољене латентне резерве и/или скривени губици. Корекција се врши само оних билансних позиција у официјелном билансу које садрже латентне резерве изнад дозвољених прописима о билансирању и рачуноводственим стандардима или пак скривене губитке. Ријечју, корекцијом се латентне резерве свде на ниво дозвољених, а скривени губици се у потпуности елиминишу, што се може илустровати на следећи начин:

Табела 2.

	Књиговодствена вриједност капитала	Коригована књиговодствена вриједност капитала
<b>I. СТАЛНА ИМОВИНА (1 до 3)</b>	<b>526.617</b>	<b>536.769</b>
1. Нематеријална улагања	57.782	57.782
2. Некретнине, постројења и опрема	358.336	368.488
3. Дугорочни финансијски пласмани	110.499	110.499
<b>II. ОБРТНА ИМОВИНА (1 до 4)</b>	<b>694.354</b>	<b>694.354</b>
1. Залихе и стална средства намијењена продаји	400.519	400.519
2. Краткорочна потраживања	291.317	291.317
3. Готовина	631	631
4. Порез на додатну вриједност	1.887	1.887
<b>A. ПОСЛОВНА ИМОВИНА</b>	<b>1.220.971</b>	<b>1.231.123</b>
<b>I. ДУГОРОЧНА РЕЗЕРВИСАЊА</b>	<b>500</b>	<b>500</b>
<b>II. ДУГОРОЧНЕ ОБАВЕЗЕ</b>	<b>179.030</b>	<b>179.030</b>
1. Дугорочни кредити	168.892	168.892
2. Остале дугорочне обавезе	10.138	10.138
<b>III. КРАТКОРОЧНЕ ОБАВЕЗЕ</b>	<b>648.140</b>	<b>648.140</b>
1. Краткорочне обавезе из пословања	116.579	116.579
2. Обавезе из пословања	462.908	462.908
3. Остале краткорочне обавезе	35.806	35.806
4. Обавезе по основу ПДВ	24.664	24.664
5. Обавезе за порез на добитак	3.280	3.280
<b>IV ОДЛОЖЕНЕ ПОРЕСКЕ ОБАВЕЗЕ</b>	<b>4.903</b>	<b>4.903</b>
<b>Б. ОБАВЕЗЕ (I ДО IV)</b>	<b>827.670</b>	<b>827.670</b>
<b>КЊИГОВОДСТВЕНА ВРИЈЕДНОСТ КАПИТАЛА (А - Б)</b>	<b>393.301</b>	<b>403.453</b>

Разлика између кориговане активе и коригованих обавеза увећаних за дугорочна резервисања и пасивна временска разграничења је коригована књиговодствена вриједност.

### 3.1.3. Имовинска (замјенска) вриједност предузећа

Замјенска вриједност је једна од најкомплекснијих имовинских метода процјене како с аспекта оперативних корака које треба направити тако и различитих техника примјене. Билансне позиције се процјењују на бази владајуће цијене на дан биланса (процјене). Овдје је у потпуности заступљен принцип замјенске еквиваленције који актуелизује историјске издатке на ниво њиховог замјенског еквивалента на дан процјене коригујући еквивалент степеном искоришћене корисности до дана процјене. Ријеч је, рецимо, о вриједности сталне (фиксне) имовине када би се она поново изграђивала или набављала умањеној за аликвотни отпис (амортизацију) такве имовине. При томе се подразумијева и коришћење те имовине по принципу њеног континуираног коришћења.

Метод процјене имовинске вриједности, у овом случају сталне имовине, поштује рачуноводствени алгоритам утврђивања књиговодствене (садашње) вриједности. Наиме, аналогно набавној вриједности у књиговодству овдје имамо ситуацију утврђивања најприје вриједности сталне имовине, а након тога и степен амортизованости (отписаности). Разлика између те двије величине чини новопроцијењену садашњу вриједност сталне имовине. Иако се овој методи приговара субјективизам процјењивача, ипак се у пракси доста користи, нарочито у условима немогућности одређивања тржишне цијене сталне имовине, али и као контролна тачка одређивања тржишних цијена у условима недовољне транспарентности тржишта неких дијелова имовине.

Дакле карактеристика имовинског биланса је у томе што има за циљ да искаже имовину а тиме и сопствени капитал у пуном износу, што се остварује путем процјењивања билансних позиција по цијенама на дан биланса и тиме из биланса искључују и латентне резерве и скривени губици. Из претходног се може констатовати да је имовинска вриједност предузећа равна разлици вриједности пословне имовине по тржишним цијенама на дан процјене и обавеза увећаних за транзиторне позиције пасиве (дугорочна резервисања и пасивна временска разграничења).

Да би се сачинио имовински биланс на дан процјене, свака билансна позиција се процјењује посебно (у складу са Међународним стандардима вредновања<sup>15</sup>) што ћемо у наставку објаснити.

---

<sup>15</sup> Међународни стандарди вредновања, Савез рачуновођа и ревизора Републике Српске - превод Осмог издања, Бања Лука, 2009.

### 3.1.3.1. Процјена имовинске вриједности нематеријалних и материјалних улагања

**Нематеријална улагања.** Нематеријална улагања се процјењују са становишта употребне вриједности (нпр. лиценце, патента, заштитног знака и др.) и доприноса остварењу резултата (повећања прихода и/или уштеда у трошковима или друге користи). Када је ријеч о процјени нематеријалних улагања, чини нам се сврсисходним овдје дати више детаља, посебно због измијењених МРС односно МСФИ.

Нематеријална улагања се признају само када је вјероватно да ће од тог улагања притицати економске користи и када је набавна вриједност улагања поуздано мјерљива, а чине их:

- улагања у развој, наравно уколико се од њих очекују директне или индиректне користи, а уколико тих користи нема онда се ова улагања не исказују у имовинском билансу,
- улагања у концесије, патенте, лиценце и слична права, гдје се у имовинском билансу вреднују на следећи начин:

$$\text{Тржишна цијена концесија патената и лиценци на дан} \times \frac{\text{Преостали вијек корисности}}{\text{Укупни вијек корисности}}$$

- куповином стечени гудвил,
- улагања у осталу нематеријалну имовину (трошкови закупа, право коришћења државног земљишта, програми за рачунаре – софтвер и слично).

Нематеријална улагања могу се агрерисати у двије групе:

- а) нематеријална улагања настала одлагањем трошкова, гдје спадају улагања у развој;
- б) нематеријална улагања настала куповином, тј. издавањем готовине, а то су: концесије, патенти, лиценце, индустријска својина (know-how), гудвил и дугорочни закуп (оперативни лизинг).

На висину нематеријалних улагања која настају одлагањем трошкова - може се утицати економичношћу потрошње за те сврхе. Али предузеће је често склоно да прецењује те трошкове да би текући добитак био нижи, с обзиром на то да се ова улагања путем амортизације алоцирају на расходе. Индиректно, често и несвјесно ово је уважавање временске вриједности новца, заборављајући да нематеријална улагања негативно дјелују на финансијску стабилност.

Нематеријална улагања која настају куповином у готову имају особину да њихова висина зависи од погодбе са трећим лицем уз слабо дејство тржишних закона на вриједност тих улагања. Стога, предузеће мора са пуно опрезности прилазити тој погодби. Наравно, и ова нематеријална улагања негативно дјелују на финансијску стабилност.

Када се нематеријална улагања путем отписивања алоцирају на расходе, она се смањују и позитивно дјелују на финансијску стабилност, док се добитак због трошкова амортизације смањује. Будући да се нематеријална улагања не обнављају после потпуног амортизовања, поновна набавка ради замјене нема поновног негативног утицаја на финансијску стабилност.

На основу наредног текста констатујемо да има извјесних разлика код гудвила. Када предузеће мијења власника путем продаје по вриједности капитала која је виша од фер вредности препознатљиве имовине, обавеза и потенцијалних обавеза је гудвил. Будући да се на рачун капитала књижи продајна вриједност капитала на рачуну гудвил, књижи се разлика између продајне и књиговодствене вриједности капитала. То практично значи да настанак гудвила нема негативно дејство на финансијску стабилност јер се за исти износ повећава и стална имовина и капитал.

Успјешна стратегија и тактика нематеријалних улагања, изузимајући гудвил, јесте ако се ова улагања сведу на најнижи могући ниво и ако се амортизују у што краћем времену да би се отклонио негативан утицај на финансијску стабилност.

Нематеријална улагања, изузимајући гудвил, вреднују се у складу са МРС 38 – Нематеријална улагања. Почетно признавање нематеријалних улагања врши се по набавној вриједности (параграф 74). Накнадно признавање врши се ревалоризацијом (параграф 75). У условима када за дато нематеријално улагање не постоји активно тржиште то улагање се вреднује по набавној вриједности (параграф 81. и 82). Позитивни ефекти ревалоризације нематеријалних улагања евидентирају се у корист капитала на позицију ревалоризационе резерве (параграф 85), а негативни ефекти евидентирају се директно на терет капитала у оквиру позиције ревалоризационе резерве (параграф 86), а ако ревалоризационе резерве нема, негативни ефекти евидентирају се на терет расхода обезвређења.

Куповином стеченог гудвила стицалац набавну вриједност утврђује у складу са параграфом 51 МСФИ 3 – Пословне комбинације. Гудвил стечен у пословној комбинацији се не амортизује (параграф 55 МСФИ 3), већ се његова вриједност тестира (у складу са параграфом 88 МРС 36 – Обезвређење имовине) и евентуално смањење вриједности имовине евидентира на терет расхода по основу обезвређења.

### **Поступак с гудвилем**

МСФИ 3 – Пословне комбинације о гудвилу кажу:

"На дан стицања, стицалац:

- а) признаје гудвил стечен у пословној комбинацији као средство;
- б) врши почетно мјерење гудвила по набавној вриједности, која представља вишак набавне вриједности пословне комбинације над интер-

есом стицаоца у нето поштеној вриједности препознатљивих средстава, обавеза и потенцијалних обавеза признатих у складу са ставом 36" (параграф 51).

Гудвил који је стечен у пословној комбинацији представља плаћање које је стицалац извршио у очекивању будућих економских користи од средстава која није могуће независно идентификовати и одвојено признати (параграф 52).

До степена до кога препознатљива средства, обавезе и потенцијалне обавезе стеченог правног лица не задовољавају критеријуме из става 37. за одвојено признавање на дан стицања, постоји резултирајући учинак на износ признат као гудвил (или рачуноводствено обухваћен у складу са ставом 56). Ово је због тога што се гудвил мјери као резидуална вриједност пословне комбинације послје признавања препознатљивих средстава, обавеза и потенцијалних обавеза стеченог правног лица (параграф 53).

Након почетног признавања стицалац мјери гудвил стечен у пословној комбинацији по набавној односно плаћеној вриједности умањеној за сваки акумулирани губитак због обезвређења (параграф 54).

Према томе, гудвил код предузећа чији је капитал продат књижи се овако:

- рачун гудвила
- рачун сопственог капитала.

Ако постоје мањински власници капитала, они ће код себе књижити дио гудвила који припада њима (*укупан гудвил x проценат капитала мањинских власника*) на сљедећи начин:

- рачун учешћа у капиталу осталих правних лица,
- рачун прихода од усклађивања вриједности имовине.

Цитирани параграф 55 каже да се гудвил не амортизује већ да се сваке године или чешће провјерава да ли је обезвријеђен у складу са МРС 36 – Обезвређење средстава<sup>16</sup>.

Битни параграф МРС 36 – Обезвређење средстава, који се односе на тестирање гудвила је:

"На сваки датум биланса, правно лице треба да провјери да ли постоје било какве индикације да је неко средство обезвријеђено. Ако такве индикације постоје, правно лице треба да изврши примјену надокнадиве вриједности таквог средства" (параграф 9).<sup>17</sup>

<sup>16</sup> Према хрватским стандардима финансијског извјештавања, Народне новине 4/09, годвилл се и даље амортизације.

<sup>17</sup> Проф. др Јован Родић, *Билансирање goodwill-а*, 11. конгрес Савеза рачуновођа и ревизора Републике Српске, 2007.

Професори Родић и Филиповић<sup>18</sup> указују да теоријски у билансу - процјењиваног предузећа може да постоји интерни и екстерни гудвил који се вреднују на следећи начин:

#### **Интерни гудвил<sup>19</sup>**

У коригованом билансу интерни гудвил, који настаје када процијењивано предузеће раније купи физичко лице, раније настало спајањем предузећа, раније припојило друго предузеће, раније одвојило дио предузећа у засебно предузеће и раније промијенило праву форму, вреднује се на следећи начин:

1. Интерни гудвил
2. Основни капитал процјењиваног предузећа умањен за откупљене сопствене акције
3. Остали капитал процјењиваног предузећа (резерве и нераспоређени добитак)
4. Губитак процјењиваног предузећа
5. Губитак изнад осталог капитала (4-3)
6. Коефицијент смањења основног капитала (5/2)
7. Интерни гудвил у коригованом билансу ( $(1 \times (1 - \text{коефицијент на редном броју } 6))$ ).

У коригованом билансу на позицију *Гудвил* уноси се:

- износ на редном броју 1 уколико је губитак мањи од осталог капитала,
- износ на редном броју 7 уколико је губитак већи од осталог капитала.

#### **Екстерни гудвил**

Екстерни гудвил, који настаје када процијењивано предузеће купи цијели или већински дио капитала другог предузећа по цијени изнад књиговодствене вриједности цијелог или већинског дијела капитала, код купљеног предузећа разлика између плаћене цијене и вриједности цијелог или већинског дијела капитала купљеног предузећа је екстерни гудвил изказан у билансу процијењиваног предузећа који се за потребе коригованог биланса утврђује на следећи начин:

1. Екстерни гудвил процјењиваног предузећа
2. Учешће процјењиваног предузећа у ентитету код кога је остварен екстерни гудвил
3. Плаћени капитал (1+2)
4. Основни капитал умањен за откупљене акције ентитета код кога је остварен екстерни гудвил

---

<sup>18</sup> Јован Родић, Милован Филиповић, оп. цит. опус, стр. 26. до 29.

<sup>19</sup> Јован Родић, Милован Филиповић: Процена вредности предузећа, AFMEX, Београд, 2010, стр. 27-28.

5. Остали капитал (резерве, ревалоризационе резерве, нераспоређени добитак) ентитета код кога је остварен екстени гудвил
6. Губитак ентитета код кога је екстерни гудвил
7. Губитак изнад осталог капитала (5-6)
8. Коефицијент смањења основног капитала (6/4)
9. Екстерни гудвил у коригованом билансу ((1 x (1 – коефицијент редног роја 8))
10. Учешће у капиталу коригованом билансу ((2 x(1 – коефицијент на редном броју 8))

У коригованом билансу на позицији *Гудвил* уноси се:

- износ са редног броја 1 уколико је губитак мањи од осталог капитала,
- износ са редног броја 9 уколико је губитак већи од осталог капитала.

У условима када је губитак већи од осталог капитала под редним бројем десет исказано је и учешће у капиталу у коригованом билансу.

У моменту сачињавања имовинског биланса, вриједност гудвила се преузима из коригованог биланса.<sup>20</sup> Када се изврши процјена приносне вриједности капитала и ако је она нижа од имовинске вриједности у имовинском билансу, вриједност гудвила се смањује за проценат ниже приносне од имовинске вриједности капитала.

**Земљиште.** Процјењује се по тржишној цијени на дан процјене која је остварена за исту категорију земљишта или по цијени коју општина пријемљује при утврђивању основице пореза на промет земљишта на територији гдје се оно налази.

**Грађевински објекти.** Процјењују се по тржишној цијени градње на дан процјене узимајући у обзир: квалитет градње, материјал од кога је грађевински објекат изграђен, изграђеност инфраструктуре везане за објекат, функционалност и локацију, што даје имовинску набавну вриједност. Затим се имовинска набавна вриједност своди на садашњу имовинску вриједност тако што се множи коефицијентом преостале корисности који се добије из односа прецијењеног преосталог и укупног вијека трајања грађевинског објекта. При процјени преосталог вијека трајања грађевинског објекта узима се у обзир његово физичко стање и функционалност и полази од претпоставке да ће се и даље вршити уобичајено (нормално) инвестиционо и текуће одржавање грађевинског објекта.

**Постројења и опрема.** Процјењује се по тржишној цијени на дан процјене (поновна набавна цијена), што даје имовинску набавну вриједност. Потом се имовинска набавна вриједност своди на садашњу имовинску вриједност, тако што се имовинска набавна вриједност множи коефици-

<sup>20</sup> Ibidem, str. 41.

јентом преостале корисности, који се добија из односа процијењеног преосталог и укупног вијека трајања. При процјени преосталог вијека трајања узима се у обзир физичко стање, функционалност и интензитет коришћења опреме, а полази се од претпоставке да ће се у њему вршити нормално (уобичајено) инвестиционо и текуће одржавање. Код опреме чији је вијек трајања условљен интензитетом коришћења, као што су пољопривредне машине, транспорт средстава и слично, коефицијент преостале корисности се може утврдити из односа процијењеног преосталог броја сати рада (на примјер, за тракторе), односно броја дана рада (за комбајне), или броја пријеђених километара (за транспортна средства) и укупног могућег броја сати рада, односно дана рада, односно пријеђених километара. Најзад, ако се међу опремом налази опрема изван употребе, она се процјењује по нето ликвидационој вриједности (ликвидациона вриједност минус трошкови ликвидације на дан процјене).

**Вишегодишњи засади** (воћњаци, виногради и сл.) процјењују се на бази трошкова подизања засада на дан процјене, што даје имовинску набавну вриједност. Садашња имовинска вриједност добије се множењем имовинске набавне вриједности коефицијентом преостале корисности. Коефицијент преостале корисности може се утврдити на два начина:

1. из односа процијењеног вијека трајања и укупног вијека трајања вишегодишњих засада;
2. из односа физичког приноса у преосталом вијеку трајања и укупног физичког приноса у току читавог вијека трајања засада.

Други начин је прихватљивији за засаде који немају равномјеран физички принос у читавом вијеку трајања. То су они засади који у првом дијелу вијека трајања одбацују физички принос по растућој стопи, а у другом одбацују физички принос по опадајућој стопи.<sup>21</sup>

**Основно стадо.** Процјењује се по владајућој тржишној цијени на дан процјене (поновна набавна цијена, односно цијена замјене). Међутим, тржишна цијена исте расе стоке варира у зависности од њене старости, што отежава прибављање информације о тржишној цијени на дан процјене која би била компатибилна старосној структури основног стада. Уз то, код основног стада је релативно висока ликвидациона вриједност која је равна кланичкој вриједности, а код крава принос млијека у првој фази производног животног циклуса расте, а у другој опада. Сагласно томе, ако се не може докучити тржишна цијена на дан процјене која би одговарала старосној структури процјењиваног основног стада, треба поћи од тржишне ци-

---

<sup>21</sup> Bush, W., *Taxationslehre fur Landwirtschaftl und Gartenban*, Verlag Paul Parey, Hamburg und Berlin, 1969, стр. 199 (према: Др Јован Родић, *op. cit. opus*, стр. 394).



јене на дан процјене грла на почетку његове оспособљености за производне сврхе (што представља имовинску набавну вриједност), а садашњу имовинску вриједност утврдити на следећи начин:

$$\text{Садашња имовинска вриједност} = (TV - KV) \times k + KV,$$

гдје је:

TV = тржишна вриједност на дан процјене грла на почетку његове оспособљености за производне сврхе,

KV = кланичка вриједност грла на дан процјене,

k = коефицијент преостале корисности који се добија код крава из односа процијењене количине млијека која ће се добити у преосталом вијеку трајања и укупне количине млијека која се добија у току цијелог вијека трајања, а код осталог основног стада из односа преосталог и укупног вијека трајања.

**Материјална средства у припреми.** Дати аванси се процјењују са становишта правног основа, рачуноводствене документованости и вјероватноће да ће добављач испоручити авансом плаћену опрему, односно изградити грађевински објекат. Ако је аванс дат у инострану валуту, прерачунава се у домаћој по реалном курсу на дан процјене. Испоручена опрема и грађевински материјал процјењују се по владајућој тржишној цијени на дан процјене. Инвестиције у току се процјењују тако што се њихови трошкови усклађују с владајућим тржишним цијенама на дан процјене.

Након процјене имовинске вриједности сачињава се преглед разлика - између имовинске и књиговодствене садашње вриједности, што показује наше примјер:

Табела 3.

Позиција	Књиговодствена вриједност			Имовинска вриједност			Разлика (6-3)
	Набавна вриједност	Исправка вриједности	Садашња вриједност	Набавна вриједност	Исправка вриједности	Садашња вриједност	
	1	2	3	4	5	6	7
I. НЕМАТЕРИЈАЛНА УЛАГАЊА	7300	-	7300	7300	-	7300	-
II. ОСНОВНА СРЕДСТВА (1 до 5)	766.540	369.280	397.260	2.559.600	1.127.000	1.432.600	+1.035.340
1. Земљиште, шуме и вишегодишњи засади	7340	-	7.340	16500	-	16500	-9160
2. Грађевински објекти	271.000	61.200	209.800	820.000	170.000	650.000	+440.200
3. Опрема	470.000	304.000	166.000	1.700.000	950.000	750.000	+584.000
4. Алати и инвентар	14100	4080	10.020	19.000	7.000	12.000	1980
5. Аванси и основна средства у припреми	4100	-	4100	4100	-	4100	-
III. СВЕГА (I+II)	773.840	369.280	404.560	2.566.900	1.127.000	1.439.900	+1.035.340

### 3.1.3.2. Процјена имовинске вриједности залиха и активних временских разграничења

**Залихе материјала, резервних дијелова, ситног инвентара и трговинске робе.** Ове залихе процјењују се по владајућим набавним цијенама на дан процјене. Ако међу њима има застарјелих или неупотребљивих, оне се процјењују по цијенама по којима се највјероватније могу уновчити. Оне су нешто више или су равне ликвидационој цијени.

**Залихе незавршене производње и готових производа** процјењују се по цијени коштања, али ако су набавне цијене на дан процјене, услед коњунктурних разлога или инфлације више од набавних на основу којих је утврђена та цијена, тада се она актуелизује с набавним цијенама на дан процјене. Међутим, ако је актуелизована цијена коштања виша од нето продајне цијене, сагласно начелу ниже вриједности, залихе незавршене производње и готових производа се процјењују по нето продајној цијени. При томе је нето продајна цијена за процјену вриједности недовршене производње равна продајној цијени умањеној за додатне варијабилне трошкове неопходне за финализацију недовршеног производа и трошкове продаје. За процјену вриједности готових производа нето продајна цијена је равна продајној, умањеној за трошкове продаје.

**Активна временска разграничења.** На активним временским разграничењима могу да остану трошкови који су заиста плаћени а односе се на наредне обрачуне периодичног резултата и антиципирани приход који ће бити фактурисан и наплаћен у наредном обрачунском периоду.

### 3.1.3.3. Процјена имовинске вриједности монетарне активе

**Потраживања у домаћој валути.** Сви облици потраживања у КМ процјењују се по номиналној вриједности уз уважавање правног основа и рачуноводствене документованости вјероватноће наплативости.

**Девизна потраживања.** Ова потраживања процјењују се по реалном курсу на дан процјене уз уважавање правног основа, рачуноводствене документованости и вјероватноће наплате.

**Хартије од вриједности.** Поједине хартије од вриједности који гласе на КМ а не котирају се на берзи процјењују се по номиналној вриједности уз уважавање вјероватноће наплативости. Хартије од вриједности које гласе на страну валуту а не котирају се на берзи процјењују се по реалном курсу на дан процјене. Оне које се котирају на берзи (било у КМ или у другој валути) процјењују се по берзанској цијени на дан процјене, примјењујући МРС 39.

**Готовина у страниј валути процјењује се по реалном курсу на дан процјене.** Код предузећа из нашег примјера већа је имовинска од књиговодствене вриједности у области краткорочних потраживања из пословања, тачније, потраживања од купаца. Потраживања од купаца у домаћој валути повећана су зато што су процјењивачи закључили да ће ненаплатива потраживања бити 4% од бруто потраживања у КМ. У билансу је тај проценат био чак 54,6%. Девизна потраживања од купаца процјењивачи су прерачунали на реалан курс на дан процјене и смањили исправку вриједности са 61% на 20%, јер су сматрали да ће се 80% ових потраживања наплатити. Сагласно томе, разлика између имовинске и књиговодствене вриједности краткорочних потраживања из пословања је:

Табела 4.

Позиција	Књиговодствена вриједност			Имовинска вриједност			Разлика (6-3)
	Бруто	Исправка вриједности	Нето (1-2)	Бруто	Исправка вриједности	Нето (4-5)	
	1	2	3	4	5	6	7
1. Купци – потраживања у домаћој валути	35.500	19.400	16.100	35.500	1500	34000	+17.900
2. Купци – девизна потраживања	47.500	29.000	18.500	126.000	25.000	101.000	+82.500
3. Друга потраживања	200	-	200	200	-	200	0
4. СВЕГА - КРАТКОРОЧНА ПОТРАЖИВАЊА И ПЛАСМАНИ (1 ДО 3)	83.200	48.400	34.800	161.700	26.500	135.200	+100.400

#### 3.1.3.4. Процјена имовинске вриједности обавеза и транзиторне пасиве

**Обавезе.** Обавезе у домаћој валути процјењују се у номиналној вриједности уз уважавање правног основа, рачуноводствене документованости и вјероватноће плаћања. Девизне обавезе се процјењују на основу реалног курса на дан процјене уз уважавање правног основа, рачуноводствене документованости и вјероватноће плативости.

Табела 5.

	Књиговодствена вриједност	Имовинска вриједност	Разлика (2-1)
	1	2	3
1. Обавезе према повезаним правним лицима	3600	3600	0
2. Дугорочни кредити у земљи	10.000	10.000	0
3. Остале дугорочне обавезе	50	50	0
4. Дугорочни кредити у иностранству	47.000	250.000	+203.000
5. Свега дугорочне обавезе (1 до 4)	60.650	263.650	+203.000

Код предузећа из нашег примјера једино је утврђена разлика између имовинске и књиговодствене вриједности код дугорочних обавеза због тога што су страни зајмови (у доларима) прерачунати на реалан курс на

дан процјене. Отуда је разлика између имовинске и књиговодствене вриједности дугорочних обавеза приказана у табели 5.

**Транзиторне позиције пасиве.** *Дугорочна резервисања* се процјењују у износима највјероватнијих ризика и трошкова који се покривају на терет дугорочних резервисања. На *пасивним временским разграничењима* укалкулисани трошкови се процјењују у износима очекиваних стварних трошкова који се односе на претходни обрачунски период. Обрачунати приходи исказани на пасивним разграничењима се исказују ако се истину односе на наредни периодични обрачун финансијског резултата.

### 3.1.3.5. Сачињавање биланса имовинске вриједности

Послије извршене процјене на већ описани начин сачињава се биланс имовинске вриједности и утврђује се за сваку билансну позицију разлика између имовинске и књиговодствене вриједности. Цијела та процедура из нашег примјера управо је изложена. На основу датог биланса имовинска вриједност супстанце је:

Табела 6.

у КМ

Позиција	Књиговодствена вриједност	Имовинска вриједност	Разлика (3-2)
1	2	3	4
<b>АКТИВА</b>			
<b>А) СТАЛНА СРЕДСТВА</b>	404.560	1.439.900	+1.035.340
1. Нематеријална улагања	7300	7300	
2. Основна средства	397.260	1.432.600	+1.035.340
2.1. Земљиште, шуме и вишегодишњи засади	7.340	16.500	+9160
2.2. Грађевински објекти	209.800	650.000	+440.200
2.3. Опрема	166.000	750.000	+584.000
2.4. Алат и инвентар	10.020	12.000	+1.980
2.5. Аванси и основна средства у припреми	4100	4100	
<b>Б) ТЕКУЋА ИМОВИНА</b>			
1. Краткорочна потраживања и пласмани	<b>34.800</b>	<b>135.200</b>	<b>+100.400</b>
1.1. Купци – потраживања у КМ	16.100	34.000	+17.900
1.2. Купци – девизна потраживања	18.500	101.000	+82.500
1.3. Друга потраживања	200	200	
<b>Ц) ПОСЛОВНА АКТИВА</b>	<b>439.360</b>	<b>1.575.100</b>	<b>+1.135.740</b>
Д) Ванбилансна актива			
<b>ПАСИВА</b>			
А) Капитал	378.710	1.261.450	882.740
Б) Дугорочна резервисања			
Ц) Обавезе	60.650	313.650	+253.000
1. Дугорочне обавезе	60.650	263.650	+203.000
1.1. Обавезе према повезаним правним лицима	3600	3600	
1.2. Дугорочни кредити у земљи	10.000	10.000	
1.3. Остале дугорочне обавезе	50	50	
1.4. Дугорочни кредити у иностранству	47.000	250.000	+203.000
2. Краткорочне обавезе		50.000	+50.000
<b>ПОСЛОВНА ПАСИВА</b>	<b>439.360</b>	<b>1.575.100</b>	<b>+1.135.740</b>
Д) Ванбилансна пасива			

На основу претходног биланса **имовинска вриједност супстанце** је:

1. Имовинска вриједност пословне активе	1.575.100
2. Губитак исказан у активи	-
3. Имовинска вриједност дугорочних резервисања	
4. Имовинска вриједност дугорочних обавеза	263.650
5. Имовинска вриједност краткорочних обавеза	50.000
6. Имовинска вриједност пасивних временских разграничења	-
<b>7. Имовинска вриједност нето активе, односно имовинска вриједност сопственог капитала (1-2-3-4-5-6)</b>	<b>1.261.450</b>

### 3.1.4. Динамичка приносна вриједност послије сервисирања дугова

Вриједност предузећа, тачније нето активе, односно сопственог капитала процијењеног на бази садашње вриједности очекиваног нето тока готовине условљена је са пет варијабли:

- висином цијене капитала,
- висином очекиваног нето тока готовине,
- осцилацијом нагоре и надоље очекиваног тока готовине у појединим годинама у периоду за који је пројектован,
- дужином периода за који је ток готовине пројектован,
- висином резидуалне вриједности.

Претходно указује на то да је неопходно најприје одредити период за који ће се вршити пројекција нето тока готовине, дефинисати и квантификовати нето ток готовине и резидуална вриједност.

**Дефиниција и квантификација нето тока готовине.** Ток готовине (cash flow) се схвата и квантификује различито, али се може израчунавати на сљедећи начин:

$$\text{Нето добитак} + \text{амортизација} \pm \text{промјена нето обртних средстава} - \text{отплата главнице кредита} + \text{повећање дугорочних резервисања} - \text{смањење дугорочних резервисања} = \text{нето ток готовине}$$

При томе, смањење нето обртних средстава је са знаком (+), а повећање нето обртних средстава је са знаком (-). Међутим, квантификација новчаног тока мора да буде конзистентна с цијеном капитала и начином процјене нето активе (сопственог капитала). С тим у вези подсјетимо се:

- ако цијена капитала не обухвата порез на резултат, из тока готовине се искључује порез на резултат;
- ако цијена капитала обухвата порез на резултат, из тока готовине се не искључује порез на резултат;

- ако се директно процјењује нето актива, из тока готовине се искључује сервисирање дугова;
- ако се индиректно процјењује нето актива (садашња вриједност тока готовине минус дугови), из тока готовине се не искључује сервисирање дугова.

За процјењивање предузећа из нашег примјера потребни су:

- пројекција биланса успјеха,
- пројекција биланса стања,
- пројекција нето тока готовине,
- утврђивање цијене капитала,
- процјена резидуалне вриједности,
- процјена приносне вриједности капитала.

#### 3.1.4.1. Пројекција биланса успеха

Биланс успјеха пројектован је за наредних пет година овако:

**Приход од продаје робе** пројектован је са стопом раста од 10% у односу на претходну годину.

**Приход од продаје учинака** пројектован је са стопом раста од 10% у односу на претходну годину, што је у складу с ресурсима и тржишним положајем предузећа "А" АД Бања Лука.

**Промјена залиха учинака** коригује приход навише (када је остварено повећање) и наниже (када је остварено смањење), а квантификовани су као разлика између крајњих и почетних залиха учинака.

**Набавна вриједност продате робе** пројектована је са стопом раста од 10% у односу на претходну годину.

**Трошкови материјала** пројектовани су са стопом раста од 10% у односу на претходну годину.

**Трошкови енергије** пројектовани су са стопом раста од 10% у односу на претходну годину.

**Трошкови зарада** пројектовани су са стопом раста од 10% у односу на претходну годину.

**Трошкови производних услуга** пројектовани су са стопом раста од 10% у односу на претходну годину.

**Трошкови амортизације** пројектовани су на бази набавне вриједности нематеријалних улагања, грађевинских објеката и опреме по стопама амортизације које примјењује предузеће "А" АД Бања Лука.

**Нематеријални трошкови** пројектовани су са стопом раста од 10% у односу на претходну годину.

Табела 7.

## ПРОЈЕКЦИЈА БИЛАНСА УСПЈЕХА

у КМ

Позиција	ГОДИНА				
	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
1. Приходи од продаје робе	34.000	37.400	41.140	45.254	49.779
2. Приходи од продаје учинака	1.990.216	2.189.238	2.408.161	2.648.977	2.913.875
3. Повећање вриједности залиха учина-	1.935	25.753	31.756	35.428	39.043
4. Финансијски приходи	545	522	499	476	453
<b>I. УКУПАН ПРИХОД (1 +2)</b>	<b>2.026.696</b>	<b>2.252.913</b>	<b>2.481.556</b>	<b>2.730.135</b>	<b>3.003.150</b>
5. Набавна вриједност продате робе	27.950	30.745	33.820	37.201	40.922
6. Трошкови материјала	657.344	723.078	795.386	874.924	962.417
7. Трошкови енергије	31.384	34.522	37.975	41.772	45.949
С. Трошкови зарада	230.941	254.035	279.439	307.382	338.121
9. Трошкови производних усуга	836.597	920.257	1.012.282	1.113.511	1.224.862
7. Трошкови амортизације	37.065	37.065	37.065	37.065	37.065
8. Нематеријални трошкови	50.000	55.000	60.500	66.550	73.205
9. Трошкови камата	29.836	28.504	26.975	25.120	24.546
<b>II. УКУПНИ РАСХОДИ (5 до 12)</b>	<b>1.901.117</b>	<b>2.083.206</b>	<b>2.283.442</b>	<b>2.503.525</b>	<b>2.747.087</b>
<b>III. БРУТО ДОБИТАК (I-II)</b>	<b>125.579</b>	<b>169.707</b>	<b>198.114</b>	<b>226.610</b>	<b>256.063</b>
IV. ПОРЕЗ НА ДОБИТАК (10%)	12.558	16.971	19.811	22.661	25.606
<b>НЕТО ДОБИТАК (III-IV)</b>	<b>113.021</b>	<b>152.736</b>	<b>178.303</b>	<b>203.949</b>	<b>230.457</b>

Табела 8.

## ПРОЈЕКЦИЈА ОБРТНИХ СРЕДСТАВА И КРАТКОРОЧНИХ ОБАВЕЗА

у КМ

	Коефицијент обрта	Г О Д И Н А				
		2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
1. Почетне залихе учинака		301.967	303.902	329.655	361.41 1	396.839
2. Трошкови производње		1.793.331	1.968.957	2.162.147	2.374.654	2.608.414
<b>3. Укупно (1 + 2)</b>		<b>2.095.298</b>	<b>2.272.859</b>	<b>2.491.802</b>	<b>2.736.065</b>	<b>3.005.253</b>
4. Крајње залихе учинака (3 x 0,14504)		303.902	329.655	361.411	396.839	435.882
5. Залихе малеријала	12	54.779	60.257	66.282	72.910	80.201
6. Залихе робе	12	2.329	2.562	2.818	3.100	3.410
<b>1. Залихе (4 до 5)</b>		<b>361.010</b>	<b>392.474</b>	<b>430.511</b>	<b>472.849</b>	<b>519.493</b>
7. Потраживања од купаца	12	193.378	212.716	233.987	257.386	283.125
8. Готовина	182	12.750	14.025	15.428	16.970	18.667
9. Плаћени ПДВ	12	25.717	28.289	31.118	34.229	37.652
<b>А. ОБРТНА СРЕДСТВА (1 + 7 + 8 + 9)</b>		<b>592.855</b>	<b>647.504</b>	<b>711.044</b>	<b>781.434</b>	<b>858.937</b>
1. Краткорочни кредит		171.854	177.585	182.439	185.082	199.222
2. Обавезе према добављачима и прим-	12	373.220	410.542	451.596	496.756	546.431
3. Обавезе за зараде	12	19.245	21.170	23.286	25.615	28.177
4. Остала краткорочне обавезе	12	5.191	5.710	6.281	6.909	7.600
5. Наплаћени ПДВ	12	23.345	25.680	28.247	31.072	34.179
<b>Б. КРАТКОРОЧНЕ ОБАВЕЗЕ (1 до 5)</b>		<b>592.855</b>	<b>640.687</b>	<b>691.849</b>	<b>745.434</b>	<b>815.609</b>



**НАПОМЕНА:** Пројекција поменутих прихода и трошкова по годишњој стопи раста од 10% урађена је на изричиту тврдњу представника АД предузећа "А" да је та стопа раста реално остварива.

**Приходи од финансирања** једнаки су каматама које предузеће "А" АД наплаћује по основу дугорочних кредита за станове датих запосленима.

**Трошкови камата** пројектовани су на бази плана отплате дугорочних кредита и камата на краткорочне финансијске обавезе.

**Порез на добитак** обрачунат је по стопи од 10%.

Сагласно поменутом, пројекција биланса успеха изгледа како је приказано у табели 7.

### 3.1.4.2. Пројекција биланса стања

За потребе пројекције биланса стања најприје су пројектована:

- обртна средства и краткорочне обавезе,
- биланс припајања ЗП А1 доо,
- стална имовина,
- капитал,
- дугорочне обавезе.

**Пројекција обртних средстава и краткорочних обавеза** извршена је на бази одговарајућих позиција пројектованог биланса успеха, прописа о порезу на додатну вриједност и коефицијента обрта, што је приказано у табели 8.

**Биланс припајања ЗП А1 д.о.о.** Ово друштво ограничене одговорности је у цијелости власништво **предузећа "А" АД**. У току је процес припајања ЗП А1 д.о.о матичном предузећу. За потребе процјене приносне вриједности сачињен је биланс ЗП А1 д.о.о на дан 30.4.2008. године, који изгледа овако:

	У КМ
1. Залихе	2
2. Краткорочни финансијски пласмани	61.375
3. Готовина	3
4. Порез на додатну вриједност	232
<b>ПОСЛОВНА ИМОВИНА (1 до 4)</b>	<b>61.612</b>
1. Капитал	52.268
2. Обавезе из пословања	7.336
3. Остале краткорочне обавезе	354
4. Обавезе по основу пореза на добитак	1.636
5. Одложена пореска средства	18
<b>ПОСЛОВНА ПАСИВА (1 до 5)</b>	<b>61.612</b>

У пројекцију биланса стања **предузећа "А"** АД овај биланс укључен је у 2009. години на овај начин:

- за износ пословне имовине повећана је пројектована обртна имовина,
- за износ обавеза повећане су пројектоване обавезе,
- учешће у капиталу предузећа "А" АД код ЗП А1 д.о.о је 51.496 КМ, за овај износ у пројектованом билансу стања смањује се стална имовина (тачније, смањују се дугорочни финансијски пласмани) и смањен је капитал у билансу припајања ЗП А1 д.о.о па се у пројектованом билансу по основу припајања капитал повећава за 772 КМ (52.268 – 51.496).

**Пројекција сталне имовине.** Пројекција је урађена на овај начин:

- стална имовина је увећана за набављену опрему у 2009. години,
- стална имовина умањена је за пројектовану амортизацију, за учешћа у капиталу припојене ЗП А1 д.о.о и за износ наплаћене главнице датих дугорочних кредита.

Сагласно томе, пројекција сталне имовине је:

#### ПРОЈЕКТОВАНА СТАЛНА ИМОВИНА

Табела 9.

у КМ

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
1. Стање на крају претходне године	536.769	514.238	474.899	435.537	396.152
2. Нова улагања у опрему	68.281				
3. Пројектована амортизација	37.065	37.065	37.065	37.065	37.065
4. Смањење учешћа у капиталу по основу припајања ЗП А1 д.о.о	51.496				
5. Наплата главнице дугорочног кредита	2.251	2.274	2.297	2.320	2.523
<b>СТАЛНА ИМОВИНА НА КРАЈУ ГОДИНЕ (1+2-3-4-5)</b>	<b>514.238</b>	<b>474.899</b>	<b>435.537</b>	<b>396.152</b>	<b>356.564</b>

**Пројекција капитала** извршена је тако што је књиговодствена вриједност капитала увећана за пројектовани нето добитак, а у 2009. години увећана је и за увећање капитала по основу припајања ЗП А1 д.о.о, што изгледа овако:

#### ПРОЈЕКЦИЈА КАПИТАЛА

Табела 10.

у КМ

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
1. Стање на почетку године <sup>22</sup>	403.453	517.246	669.982	848.285	1.052.234
2. Повећање по основу припајања ЗП А1 д.о.о	772				
3. Нето добитак	113.021	152.736	178.303	203.949	230.457
<b>КАПИТАЛ НА КРАЈУ ГОДИНЕ (1 до 3)</b>	<b>517.246</b>	<b>669.982</b>	<b>848.285</b>	<b>1.052.234</b>	<b>1.282.691</b>

<sup>22</sup> Кориговани биланс.

Табела 11.

## ПРОЈЕКТОВАНИ БИЛАНС СТАЊА

у КМ

	Биланс надан процјене	2009		2010		2011		2012		2013	
		промјена	стање	промјена	стање	промјена	стање	промјена	стање	промјена	стање
1. Стална имовина	536.769	(22.531)	514.238	(39.339)	474.899	(39.362)	435.537	(39.385)	396.152	(39.588)	356.564
2. Залихе	400.519	(39.507)	361.012	31.462	392.474	38.037	430.511	42.338	472.849	46.644	519.493
3. Краткорочна потражи- вања и плаћени ПДВ	293.204	(12.502)	280.702	(39.697)	241.005	24.100	265.105	26.510	291.615	20.162	320.777
4. Готовина	631	12.121	12.752	1.273	14.025	1.403	15.428	1.542	16.970	1.697	18.667
5. Слободна средства		147.841	147.841	186.771	334.612	153.178	487.790	173.087	660.877	226.644	887.521
<b>АКТИВА (1 до 5)</b>	<b>1. 231.123</b>	<b>85.422</b>	<b>1.316.545</b>	<b>140.470</b>	<b>1.457.015</b>	<b>177.356</b>	<b>1.634.371</b>	<b>204.092</b>	<b>1.838.463</b>	<b>264.559</b>	<b>2.103.022</b>
1. Капитал	403.453	113.793	517.246	152.736	669.982	178.303	848.285	203.949	1.052.234	230.457	1.282.691
2. Дугорочне обавезе	179.530	17.570	197.100	(50.754)	146.346	(52.100)	94.237	(53.442)	40.795	(36.073)	4.722
3. Краткорочне финансиј- ске обавезе	116.579	55.275	171.854	5.731	177.585	4.854	182.439	2.643	185.082	14.140	199.222
4. Обавезе из пословања, обавезе за порезе и доп- риносе, за ПДВ и одло- жене пореске обавезе	531.561	(101.216)	430.345	32.757	463.102	46.308	509.410	50.942	560.352	56.035	616.387
<b>ПАСИВА (1 до 4)</b>	<b>1.231.123</b>	<b>85.422</b>	<b>1.316.545</b>	<b>140.470</b>	<b>1.457.015</b>	<b>177.356</b>	<b>1.634.371</b>	<b>204.092</b>	<b>1.838.463</b>	<b>264.559</b>	<b>2.103.022</b>

**Пројекција дугорочних обавеза.** Дугорочне обавезе пројектоване су на овај начин: у 2008. години дугорочне обавезе на дан 31.12.2007. године увећане су за износ новог дугорочног задужења по основу набавке опреме на основу финансијског лизинга. У свим годинама дугорочне обавезе су умањене за износ главнице која доспијева за плаћање у дотичној години, а утврђена је на основу плана отплате ануитета.

## ПРОЈЕКЦИЈА ДУГОРОЧНИХ ОБАВЕЗА

Табела 12.

у КМ

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
1. Стање на почетку године	179.030	197.100	146.346	94.237	40.795
2. Ново задужење	61.649				
3. Отплата главнице	43.579	50.754	52.109	53.442	36.073
<b>ДУГОРОЧНИ КРЕДИТИ НА КРАЈУ ГОДИНЕ (1 + 2 - 3)</b>	<b>197.100</b>	<b>146.346</b>	<b>94.237</b>	<b>40.795</b>	<b>4.722</b>

Сагласно наведеном, пројектовани биланс стања извршен је у табели 11.

## 3.1.4.3. Пројекција нето тока готовине

Нето ток готовине пројектован је последије сервисирања дугова на бази пројектованог биланса успјеха и пројектованог биланса стања, што изгледа овако:

## Табела 13. ПРОЈЕКТОВАНИ НЕТО ТОК ГОТОВИНЕ

у КМ

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
1. Нето добитак <sup>23</sup>	113.793	152.736	178.303	203.949	230.457
2. Амортизација	37.065	37.065	37.065	37.065	37.065
<b>I. ТОК ГОТОВИНЕ ОПЕРАТИВНЕ АКТИВНОСТИ (1+2)</b>	<b>150.858</b>	<b>189.801</b>	<b>215.368</b>	<b>241.014</b>	<b>267.522</b>
3. Стална имовина	14.534	(2.274)	(2.297)	(2.320)	(2.523)
4. Залихе	(39.507)	31.462	38.037	42.338	46.644
5. Краткорочна потраживања	(12.502)	(39.697)	24.100	26.510	29.162
6. Готовина	12.121	1.273	1.403	1.542	1.697
<b>II. ТОК ГОТОВИНЕ ИНВЕСТИЦИОНЕ АКТИВНОСТИ (3 до 6)</b>	<b>(25.354)</b>	<b>(9.236)</b>	<b>61.243</b>	<b>68.070</b>	<b>74.980</b>
7. Дугорочне обавезе	17.570	(50.754)	(52.109)	(53.442)	(36.073)
8. Краткорочне финансијске обавезе	55.275	5.731	4.854	2.643	14.140
9. Обавезе из пословања, обавезе за порезе и доприносе, за ПДВ и одложене пореске обавезе	(101.216)	32.757	46.308	50.942	56.035
<b>III. ТОК ГОТОВИНЕ ФИНАНСИЈСКЕ АКТИВНОСТИ (7 до 9)</b>	<b>(28.371)</b>	<b>(12.266)</b>	<b>(947)</b>	<b>143</b>	<b>34.102</b>
<b>НЕТО ТОК ГОТОВИНЕ (I-II+III)</b>	<b>147.841</b>	<b>186.771</b>	<b>153.178</b>	<b>173.087</b>	<b>226.644</b>

<sup>23</sup> Пројектовани нето добитак увећан је за 772 КМ по основу повећања капитала из биланса припајања ЗП А1 д.о.о.

#### 3.1.4.4. Формирање цијене капитала

Одлуке које доноси инвеститор носе одређени ризик, јер њихове посљедице нису извјесне за доносиоца. Већина инвеститора има аверзију према ризику, али су свјесни да је код одлука о инвестирању иманентан ризик. Стога су на одлуку о инвестирању, па и куповину предузећа спремни само под претпоставком адекватне компензације за сношење процијењеног ризика у облику минималне стопе приноса за улагање у дату имовину која се назива захтјевна стопа приноса. Овдје је ријеч о три врсте ризика:

- **пословни ризик**, који настаје усљед дјеловања фактора који се одражавају на готовински ток из пословања, а може се диференцирати на:
  - *неизбјежни, системски или тржишни ризик* на који утиче стање у економији, технолошке промјене и слични фактори;
  - ризик који се може избјећи, несистемски или корпорацијски ризик *на који утичу фактори везани за саму компанију*;
- **финансијски ризик**, који је у вези с начином финансирања компаније; јавља се код компанија које користе позајмљене изворе финансирања, чиме настаје додатни ризик за акционаре компаније – ризик банкрутства, а детерминисан је структуром капитала (односно дуга према акционарској главници) те доспјелошћу обавеза према повјериоцима;
- **укупни ризик**, састоји се од ризика специфичног за сваку компанију и тржишног ризика и у основи се добије умношком пословног и финансијског ризика. Компаније које имају висок пословни ризик не би смјеле имати и висок финансијски ризик како би обезбиједиле прихватљив укупни ризик.

Дакле, цијену капитала чини збир:

- приноса на безризична улагања,
- премија за ризик улагања,
- премија ризика улагања у процјењивано предузеће.

Стопа приноса на безризична улагања утврдила је Дирекција за приватизацију РС од 3% ("Службени гласник РС", 29/04).

Стопу ризика улагања у Републици Српској утврдила је Дирекција за приватизацију РС од 6% ("Службени гласник РС", 30/04).

Премија ризика улагања у предузеће "А" АД Бања Лука, сагласно члану 11. Уредбе о методологији за процјену вриједности капитала предузећа ("Службени гласник РС" 30/04), утврђена је овако:

- величина предузећа, 4,0%
- квалитет организације, кадрова и руководства, 2,0%
- финансијски положај, 3,0%
- продајни потенцијал, 3,0%
- могућност поузданог предвиђања пословања 2,0%  
СВЕГА: 14%

Сагласно овоме, цијена капитала је 23% = (3%+ 6%+14%).

#### 3.1.4.5. Процјена резидуалне вриједности

Пошто се метода садашње вриједности будућих токова готовине ослања на процјену токова готовине за предвидиво будуће вријеме – пет или десет година – логично је да након његовог истека то предузеће има одређену вриједност. Због тога је посебан проблем ове методе како схватати резидуалну вриједност предузећа. У начелу, ту постоје двије могућности:

- да се узима у обзир процијењена ликвидациона вриједност имовине предузећа;
- да се процијени вриједност предузећа на принципу претпостављеног континуитета даљњег пословања предузећа.

Како смо видјели, постоји више начина за процјену резидуалне вриједности:

- дисконтована ликвидациона вриједност,
- метод мултипликатора вриједности капитала/добит,
- Гордонов модел, који се најчешће и користи.

Најчешће је, дакле, у употреби Гордонов модел<sup>24</sup>, који гласи:

$$RV = \frac{DNTG}{(DS - SRr)},$$

гдје су:

RV - резидуална вриједност,

DNTG - дисконтовани нето ток готовине у резидуалној години,

DS - дисконтна стопа,

SRr - стопа раста у резидуалу.

---

<sup>24</sup> Леко, Вера; Влаховић, Александар; Познанић, Владимир: *Процена вредности капитала – методологија и примери*, Економски институт, Београд, 1997.

## 3.1.4.6. Приносна вриједност капитала (метода ДТГ)

Полазећи од пројектованог нето тока готовине, резидуалне вриједности и утврђене цијене капитала (дисконтне стопе), приносна вриједност капитала **предузећа "А"** је:

у КМ

Година	Ток готовине	Дисконтна стопа 23%	Садашња вриједност
1	2	3	4 = 2 x 3
2009.	147.841	0,813008	120.196
2010.	186.771	0,660982	123.452
2011.	153.178	0,537384	82.315
2012.	173.087	0,436897	75.621
2013.	226.644	0,355201	80.504
<b>I. Свега</b>			<b>482.088</b>
<b>II. Резидуална вриједност</b>	1.100.842 <sup>*)</sup>	0,355201	391.020
<b>УКУПНО ( I + II )</b>			<b>873.108</b>
	*) $226.644 \times (1,02) / (0,23-0,02)$		

Према томе, приносна вриједност капитала – методом ДТГ је: **873.108 КМ.**

Овдје се чини интересантним указати на расправу проф. др Јована Родића и проф. др Милована Филиповића, који, расправљајући о динамичким методама процјене вриједности предузећа, констатују да постоји :

- приносна вриједност предузећа послје сервисирања дугова,
- приносна вриједност предузећа прије сервисирања дугова.

Након анализирања обје методе аутори ипак преферирају приносни метод послје сервисирања дугова.<sup>25</sup>

Због ограниченог простора нисмо у могућности елаборирати ове двије методе., али је на овом мјесту важно напоменути да је након примијењених метода и добијених резултата по појединим методама

<sup>25</sup> Јован Родић, Милован Филиповић, Процена вредности предузећа, АСИМЕХ ДОО, Београд, 2010, стр.119.

процјене потребно извршити тестирање резултата и извршити тест прихватљивости процијењене вриједности капитала и утврдити објективну вриједност предузећа.

## Закључак

Процјена вриједности предузећа увијек се врши на принципу више метода, при чему је, неријетко, обавезна процјена суспенције по књиговодственој, односно коригованој књиговодственој вриједности и по имовинској вриједности, и уз то процјена сопственог капитала примјеном најмање једне од приносних метода. Будући да имамо процјену вриједности предузећа (сопственог капитала) по више метода, тестирање је заправо избор једне од процијењених вриједности или пак њихове комбинације и доказивање да је она прихватљива како за потенцијалног инвеститора тако и за продавца а то се чини тако што се за сваку процијењену вриједност сопственог капитала утврђује стопа приноса на сопствени капитал. С тим у вези, најприје се врши монтажа биланса у коме је уграђена процијењена вриједност сопственог капитала.

## Литература

1. Brealey, A. Richard и др: *Основе корпоративних финансија*, Мате, Загреб, 2007.
2. Damodarn Aswath: *Корпоративне финансије – теорија и пракса*, Подгорица, 2007.
3. Gogan, A. Patrik: *Интеграције, аквизиције и реструктурирање корпорација*, Прометеј, Нови Сад, 2004.
4. ИФРС: *Савез рачуновођа и ревизора Србије (прва и друга књига)*, 2007.
5. Илић, др Гаврило и Стевановић, др Никола: *Процена вредности предузећа, принципи и методе*, Савез рачуновођа и ревизора Србије, Београд, 1994.
6. Колетник, др Франц: *Колико вриједи предузеће*, Савез рачуноводствених и финансијских радника Хрватске, Загреб, 1991.
7. Леко, Вера; Влаховић, Александар; Познанић, Владимир: *Процена вредности капитала – методологија и примери*, Економски институт, Београд, 1997.
8. Међународни стандарди финансијског извјештавања – II дио, Савез рачуновођа и ревизора Републике Српске, Бања Лука, април 2006.



9. Међународни стандарди вредновања: Савез рачуновођа и ревизора Републике Српске и Финрар, Бања Лука, 2009.
10. Микеревић, др Драган: *Финансијски менаџмент*, Економски факултет и Финрар, Бања Лука, 2009.
11. Микеревић, др Драган: *Стратешки финансијски менаџмент*, Економски факултет и Финрар, Бања Лука, 2005.
12. Мјесто и улога рачуноводства, ревизије и финансија у новом корпоративном окружењу, 11. конгрес Савеза рачуновођа и ревизора Републике Српске, 2007.
13. Орсаг, др Силвије: *Вредновање предузећа*, Инфоинвест д.о.о, Загреб, 1997.
14. Познанић, др Владимир и Цветановић, мр Миливоје: *Процена вредности предузећа*, Савез рачуновођа и ревизора Србије, Београд.
15. Pratt, P. Shannon: *Valuing a Business, the Analysis and Appraisal of Closely Tied Companies*, Second Edition, Dow Jones-Irwin Homewood, Illinois, 1989.
16. Родић, др Јован: Билансирање гоодвилла, 11. конгрес СРППС, 2007.
17. Родић, др Јован и Филиповић, др Милован: *Пословне финансије*, Београдска пословна школа, Београд, 2008.
18. Родић, др Јован: *Пословне финансије и процена вредности предузећа*, Економика, Београд, 2003.
19. Родић, др Јован: *Теорија и анализа биланса*, Привредник Беостар, Београд, 1997.
20. Schmalenbach, E.: *Dynamische Bilanz*, Westdeutscher Verlag, Köln, 1962.
21. Шкарић – Јовановић, др Ката: *Финансијско рачуноводство*, Економски факултет, Београд, 2007.
22. Van Horne, J. C.: *Финансијско управљање и политика*, Мате, Загреб, 1997.
23. Закон о привредним друштвима Републике Српске, "Службени гласник Републике Српске", 127/08.



**НЕВЛАДИН СЕКТОР – ЊЕГОВА УЛОГА У  
ОСТВАРИВАЊУ СВЕОПШТЕГ РАЗВОЈА  
ДРУШТВА И ПРЕВАЗИЛАЖЕЊУ ПОСТОЈЕЋЕ  
ФИНАНСИЈСКО-ЕКОНОМСКЕ ДЕПРЕСИЈЕ**

**NON - GOVERNMENTAL SECTOR - ITS ROLE IN ACHIEVING  
THE ENTIRE DEVELOPMENT OF THE SOCIETY AND  
OVERCOMING OF THE CURRENT FINANCIAL AND  
ECONOMICAL DEPRESSION**

**Ђоко Слијепчевић\***  
**Младен Иванић\*\***

*"Све више је призната чињеница да успјешан  
развој не овиси само о енергичном приватном  
сектору или ефикасном јавном сектору, него и о  
енергичном цивилном сектору друштва.  
Ослањање на претходно споменуто два сектора  
равно је сједењу на столицу са двије ноге."*

*(P. M. Todaro – C. S. Smith)*

**Резиме**

Премда се одређене волонтерске организације и удружења грађана јављају готово током цјелокупног историјског развоја људског друштва, појам *невладина организација (НВО)* у општу употребу улази и значајнију улогу поприма тек са успостављањем Уједињених нација, тј. 1945. године. Од тада, а нарочито посљедњих година XX стољећа овај, тзв.

---

\* Др Ђоко Слијепчевић, редовни професор, Економски факултет Универзитета у Бањој Луци

\*\* Др Младен Иванић, ванредни професор, Економски факултет Универзитета у Бањој Луци

невладин сектор интензивно се развија и јача, тако да данас исти представља препознатљив и веома значајан чинилац политичког, економског и свеопштег развоја појединих – посебно развијених земаља свијета. Наиме, улога сектора невладиних организација у креирању и промоцији савременог, односно што успјешнијег општедруштвеног развитка сваке друштвене заједнице (посебно развоја демократије и демократског управљања, заштите околине, људских права и сл.), у новије вријеме поприма све већи значај. Међутим, функционисање и утицај невладиног сектора у земљама у развоју и тзв. транзицијским земљама, па тако и у Босни и Херцеговини и њеним ентитетима, још увијек није на жељеном, тј. довољно успјешном нивоу. Стога у овом раду чинимо теоријски осврт на суштину, те значај и улогу невладиних организација као незаобилазног и равноправног партнера владином и приватном сектору у остваривању што успјешнијег свеопштег, тзв. одрживог развоја сваке савремене друштвене заједнице.

**Кључне ријечи:** Невладина организација (НВО), Владин сектор, друштвено-економски развој, цивилни сектор, непрофитне организације, људска права.

## Summary

Although some voluntary organizations and associations of citizens emerged during the whole historical development of human society, the notion *non-governmental organization (NGO)* started to be used and to play an important role only by the constitution of the United Nations, which is in 1945. Since then, and particularly in the end of XX century, the so-called *non-governmental sector* developed and became stronger so that nowadays it presents a distinguishing and very important factor of political, economic and overall development of individual - mainly developed - countries of the world. To be precise, in the recent period, the role of nongovernmental organizations sector in creation and promotion of modern, and/or successful general social development of each social community (specially democratic development and democratic management, protection of environment, human rights and similar developments), has gained ever enhanced significance. Nevertheless, functioning and the impact of non-governmental sector in developing countries and in the so-called countries in transition, therefore in Bosnia and Herzegovina and its entities too, are not at the desired, and/or satisfactory level. That is why this paper gives a theoretical retrospect of the essence, importance and the role of non-governmental organizations as an unavoidable and equal

partner to governmental and private sector in achieving as successful as possible overall, the so-called sustainable development of each modern social community.

**Key words:** Non-governmental organization (NGO), Governmental sector, social-economic development, civil sector, non-profit organization, human rights

## Увод

Савремени економски и општедруштвени развој сваке земље, осим успјешног приватног и јавног (државног) сектора, подразумејева и све веће присуство и ефикасно дјеловање *невладиних организација (НВО)*, или тзв. *трећег сектора*.<sup>1</sup> Овај сектор чини веома широк спектар различитих организација, а на суштину и значај његовог дјеловања указује и развојни програм Уједињених нација, дефинишући НВО као *"сваку непрофитну волонтерску групу грађана организовану на локалном, државном или међународном нивоу. Оријентисан на извршење задатака и покренут заједничким интересима људи, НВО пружа разне услуге и обавља хуманитарне функције као што су упознавање власти с проблемима грађана, праћење политике и подстицање на политичко дјеловање у заједници. НВО-и врше анализе и пружају стручну помоћ, благовремено упозоравају на проблеме, те помажу код надзора и провођења међународних споразума. Неки НВО-и фокусирају се на специфичне проблеме као што су људска права, заштита околиша и здравствена заштита"*.<sup>2</sup>

Улога цивилног сектора, у виду НВО-а као значајних учесника у процесу креирања и остваривања што успјешнијег развоја, како на локалној, тако и на глобалној сцени, посебно је озваничена и означена њиховим учешћем на Свјетском економском и Свјетском друштвеном форуму 2003. године, те након Нобелове награде за мир (добијене за кампању против пјешадијских мина 1997. године и Љекари без граница, 1999. године), као и захваљујући запаженом доприносу истакнутих појединаца успостављању и развоју овог сектора.<sup>3</sup>

Данас невладин сектор чини незаобилазну карику свеопштег функционисања и развоја сваке земље, са све ширим опусом дјеловања, све

<sup>1</sup> Организације овог сектора називају се и непрофитним, независним, волонтерским, удружењем грађана, цивилним друштвом и сл.

<sup>2</sup> United Nations, Human Development Report, New York, 2003. <http://www.undp.org/hdr2003>.

<sup>3</sup> Према, Р.М. Todaro, C.S. Smith: *Економски развој*, Шахинпашић. Сарајево, 2006. стр. 524.

већим буџетима и сталним растом броја запослених,<sup>4</sup> тако да се може рећи да "структуру глобалног руковођења која се сада јавља, обликује и *глобално цивилно друштво*, простор којег насељавају хиљаде волонтерских, невладиних удружења с приступом у све дијелове свијета.<sup>5</sup> Међународни НВО-и попут *Amnesty Internationala* или *Greenpeacea*, представљају милионе обичних грађана који су спремни успротивити се политичким и економским одлукама националних држава и међувладиних организација."<sup>6</sup> Наиме, може се рећи да је дјеловање невладиних организација присутно у свим областима друштвеног живота. Отуда је и њихова структура веома разнолика, но имајући у виду подручје њиховог дјеловања, могућа је сљедећа класификација истих:<sup>7</sup>

- умјетност и култура,
- образовање и повезане дјелатности,
- заштита и унапређивање околиша,
- заштита животиња,
- заштита друштвеног и тјелесног здравља, као и ретардираних и немоћних особа,
- заштита потрошача,
- превенција злочина и деликвенције, заштита јавних интереса,
- помоћ у запошљавању (смјештај, прехрана ...),
- јавна сигурност, хитни и изванредни случајеви,
- рекреација, слободно вријеме и спорт,
- брига о младима,
- хуманитарне активности,
- међународне активности и сарадња,
- људска и грађанска права, друштвене акције и покрети,

---

<sup>4</sup> Тако, нпр. у САД "постоји 1.8 милиона различитих непрофитних организација и неколико пута више разних локалних група које је немогуће статистички пратити, које запошљавају 11 милиона људи и остварују 2 милијарде долара" (према, М. Колин: *Непрофитне организације – нови социјални партнери*, АРГУМЕНТ, Београд, 2005, стр. 44.)

<sup>5</sup> Различито удруживање грађана прастара је појава, но, ипак се може рећи да је интензивнији развој НВО-а феномен који карактерише функционисање савременог друштва, а нагли развој овог сектора "повезује се са модерним схватањем демократије и практичним настојањима да се изврши демократизација друштва на новим основама, предузму политичке реформе и ублажи нарасла криза државе благостања на Западу, као и потребом да се приступи процесима демократизације и модернизације посткомунистичких друштава на Истоку". (М. Колин: *цитирано дјело*, стр. 17.)

<sup>6</sup> М. В. Steger: *Глобализација*, Шахинпашић. Сарајево, 2005. стр. 66.

<sup>7</sup> Према, Група аутора: *Како функционишу невладине организације*, Центар за унапређење Брчког, Шамац, 2006. стр.8

- међусобна помоћ и солидарност,
- фондови,
- истраживање, планирање, технолошка и техничка помоћ,
- милосрђе, филантропске активности,
- вјерске институције, духовни развој.

### **Цивилни сектор и његова улога у остваривању успјешног развоја савременог друштва**

Наведено – свеобухватно и разноврсно дјеловање невладиних организација отежава њихово концизније и прецизније дефинисање. С тим у вези, напомнимо да је *Висока комисија Уједињених нација за избјеглице (UNHCR)* установила следеће критерије за дефинисање НВО, и то: да је *непрофитна, некомерцијална, невладина, правно регистрована*, те да се слаже са *универзалним хуманитарним вриједностима и праксом*.

Сходно предјем, може се рећи да под непрофитним сектором "подразумевамо организације које су правно регистроване по посебној институционализованој процедури, имају бар донекле одређено унутрашње формално устројство, делују релативно независно од државног апарата, остварују непрофитну дистрибуцију средстава и самосвојне су у свом унутрашњем устројству"<sup>8</sup>. Другим ријечима, невладина организација је *независна, флексибилна, демократска, секуларна, непрофитна организација људи који раде илили помажу у јачању економски и друштвено маргинализованих група*, а као резултат настојања појединих НВО-а да се *самодефинишу* са становишта њиховог организационог и оперативног оквира наводимо следећу класификацију истих:<sup>9</sup>

- Локална организација (Community Based Organization – CBO);
- Невладина организација основана од стране донатора (Donor Organized Non-governmental Organization – DONGO);
- Невладина организација основана од стране владе (Government Organized Non-Governmental Organization – GONGO);
- Невладине организације (Non-Governmental Organizations – NGO);
- Невладина развојна организација (Non-Governmental Development Organizations – NGDO);

<sup>8</sup> М. Колин: *цитирано дијело*, стр. 29.

<sup>9</sup> Видјети, W. Cousins: *Non-Governmental Initiatives in ADB, The Urban Poor and Basic Infrastructure Services in Asia and the Pacific*, Asian Development Bank, Manila 1991 (Преузето, [http://www.bbnet.org.yu/bcnet/yug\\_e/whatisngo.htm](http://www.bbnet.org.yu/bcnet/yug_e/whatisngo.htm), стр. 1.)

- Непрофитна организација (Non-profit Organization – NPO);
- Приватна развојна организација (Private Development Organizations – PDO);
- Организација јавне службе (Public Service Organization – PSO);
- Приватна волонтерска организација (Private Voluntary Organization – PVO);
- Квази невладина организација (Quasi Non-governmental Organization – QANGO);
- Волонтерска агенција/организација (Voluntary Agency/Organization – VALG);
- Волонтерска организација (Voluntary Organization – VO).

Додајмо предњем да, имајући у виду оријентацију, односно обим њиховог дјеловања, разликујемо више типова невладиних организација, тако да исте могу бити:<sup>10</sup>

- *Добровољне оријентације*, чије се активности односе на помоћ сиромашнима (у храни, одећи, лијековима, обезбјеђивању смјештаја, школарине и сл.);
- *Сервисне оријентације*, чије су активности усмјерене на здравствену заштиту, планирање породице, образовну дјелатност и слично;
- *Са учесничком оријентацијом*, у којима су особе локалне заједнице посебно укључене у реализацију пројеката новчаним доприносима, опремом, радом и слично;
- *Са оријентацијом ка јачању*, чији је циљ пружање помоћи сиромашнима, уз развијање јаснијег разумијевања друштвених, политичких и економских факата који утичу на њихове животе и побољшање њихове свијести о сопственој потенцијалној снази да контролишу своје животе.

Према просторно-територијалном опсегу дјеловања, разликујемо следеће типове невладиних организација:<sup>11</sup>

- *Локалне организације*, настају по основу самоиницијатива грађана, а могу обухватати спортске клубове, женске организације, затим религијске или образовне организације, и слично;
- *Градске организације*, укључују организације као што су Ротари, индустријске коморе, пословне коалиције, етничке или образовне групације;

---

<sup>10</sup> Преузето, [http://www.bbnet.org.yu/bcnet/yug\\_e/whatisngo.htm](http://www.bbnet.org.yu/bcnet/yug_e/whatisngo.htm), стр. 1-3.

<sup>11</sup> Видјети, [http://www.bbnet.org.yu/bcnet/yug\\_e/whatisngo.htm](http://www.bbnet.org.yu/bcnet/yug_e/whatisngo.htm), стр. 3-4.



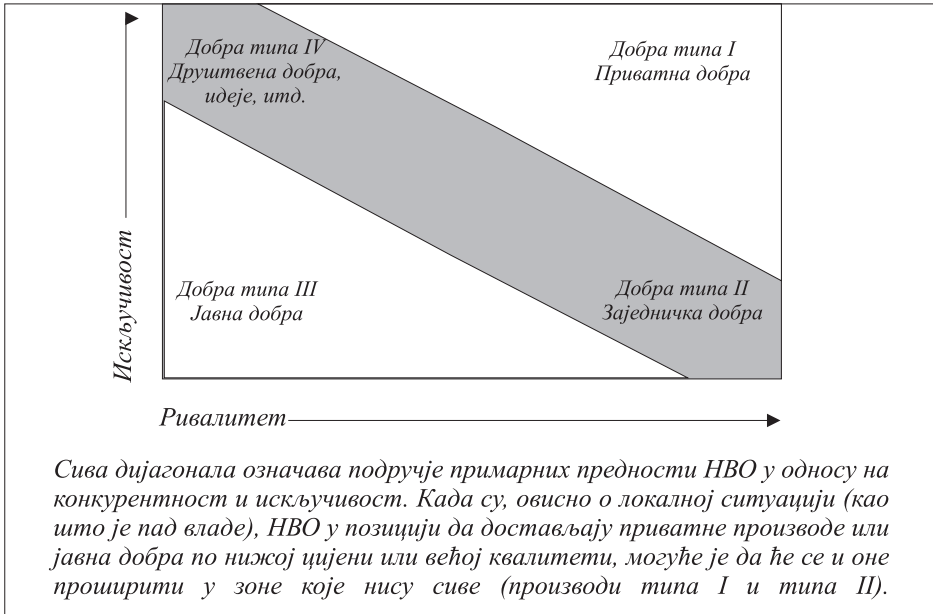
- *Националне невладине организације*, укључују организације као што су Црвени крст, професионалне организације итд. (Some of these have state and city branches and assist local NGOs);
- *Међународне невладине организације*, функционишу у опсегу од секуларних агенција као што су: *Save the Children, OXFAM, CARE, Ford i Rockefeller фондације*, до религијских група, а њихове активности варирају од финансирања локалних невладиних организација, институција и пројеката, до имплементације самих пројеката.

Иначе, "док се у постизању резултата власти ослањају на ауторитет, а приватна предузећа на тржишне механизме како би осигурали подстицај за обострано корисну размјену, актери грађанског друштва, дјелујући преко НВО-а, ослањају се на појединачне *волонтерске* активности и моћ да промовирају своје вриједности, те даљеи друштвени и економски развој."<sup>12</sup> Наиме, "за разлику од приватних, јавна добра су неискључива (немогуће је спријечити појединце да их користе, осим ако кориштење истих није прескупо) и нису конкурентна (појединачно кориштење јавних добара не умањује количину добара која су на располагању другима). Активности у којима НВО-и имају компаративну предност су у овим оквирима негдје између конвенционалних приватних производа и јавних добара. Конкретно говорећи, имају тенденцију да буду дјелимично конкурентни, дјелимично искључиви, конкуренти али неискључиви, или искључиви али неконкурентни. На слици 1. приказан је тај низ активности, поново у исте двије димензије. Резултат је категоризација која обухвата "приватне производе" (висок степен искључивости, велика конкурентност) у горњем десном углу који се овдје називају робама типа I, и "јавна добра" (мала искључивост, мала конкурентност) у доњем лијевом углу који се овдје називају робама типа III. Производња и расподјела типа I и типа III се углавном односи и на тржишни и на јавни сектор у одговарајућем омјеру. Остала два угла представљају производе који су **хибриди прва два**"<sup>13</sup>.

<sup>12</sup> Р. М. Todaro, C.S. Smith:, *цитирано дјело*, стр. 523.

<sup>13</sup> Цитирани текст и слика преузето, Р. М. Todaro, C.S. Smith:, *цитирано дјело*, стр. 524.

Слика I: Типологија роба



Ради обухватнијег сагледавања улоге локалних и међународних НВО-а, наводимо неколико компаративних предности њиховог дјеловања које се дјелимично међусобно преплићу, узајамно прожимају и подржавају:<sup>14</sup>

- **Иновација:** НВО-и могу одиграти кључну улогу у осмишљавању и имплементацији програма за смањење сиромаштва и програма с другим развојним циљевима. Тако, нпр., НВО који непосредно ради са сиромашном популацијом може да осмисли нове програме који ће ефикасније допријети до тог становништва, с обзиром на његову блиску повезаност с НВО-ом; док поједине профитне фирме немају подстицаја, нити пак исказују интерес да унапређују статус сиромашних, нарочито када се ради о ефикасности програма тога унапређења. Такође, у многим случајевима владини програми не допиру до сиромашне популације, односно власти најчешће нуде стандардне врсте помоћи, док сиромашно становништво неријетко има посебне потребе које се разликују од потреба осталог становништва. Отуда су неке од најзначајнијих иновација у пројектима за смањење сиромаштва осмислили и иницијално развили локални и међународни

<sup>14</sup> Према, Р. М. Todaro, C.S. Smith: цитирано дјело, стр. 526.

НВО-и, а револуционарну улогу одиграли су и на пољу образовања, (нарочито кампањама описмењавања).

- *Програм флексибилности*: Принципијелно, НВО није ограничен јавном политиком нити другим препорукама као што су приоритети земаља донатора код пружања помоћи, или приоритети државе, као ни владиних локалних пројеката. Штавише, локални НВО-и у принципу нису ограничени ни приоритетима међународних НВО-а, нити обрнуто. Отуда су НВО-и много флексибилнији од владиних организација када је ријеч о измјенама властитих програма, а "флексибилност се може интерпретирати као иновације прилагођене локалној средини, или као мање адаптације програмских иновација како би се задовољиле одређене потребе. НВО-и могу на бољи начин користити одређене механизме с обзиром на то да немају ограничења у виду права појединаца или привилегованих група које доминирају јавним сектором. Наравно, и оваква флексибилност има границе, јер су НВО-и склони прилагођавању својих програма, како би испунили услове за донаторска средства, а овај феномен је познат као *хватање донатора*.<sup>15</sup>
- *Специјализирано стручно знање*: Локални и међународни НВО-и неријетко имају веће базе експертског кадра и стручног знања у односу на локалне власти и предузећа (поготово када је ријеч о неразвијеним, и земљама у развоју. Уз ово, међународни НВО-и посједују знање више земаља које може понудити моделе за рјешавање одређених проблема с којима се суочава нека заједница. Дакле, програми који одражавају иновације спојене с предностима стручног знања које посједују НВО-и, могу се употријебити за изналажење ефикасних рјешења одређених проблема локалне заједнице.
- *Циљана домаћа јавна добра*: Ово се посебно односи на "производе и услуге који су конкурентни, али искључиви, укључујући и оне намијењене социјално искљученој популацији, у најбољем случају осмишљавају и осигуравају НВО-и који познају и раде с циљаном популацијом. Неки примјери наводе локалне здравствене институције, неформално образовање, осигуравање специјализираних средстава телекомуникације и компјутерске опреме сеоским подручјима, регулисање и интегрисање традиционалних законских и управљачких искустава, успостављање локалних тржишта, убиљежавање заједница

---

<sup>15</sup> Р. М. Todaro, C.S. Smith: *цитирано дјело*, стр. 526.

на карте и регистрацију имовине, те преговоре између локалне заједнице и владе"<sup>16</sup>.

- *Заједничка имовина, управљање ресурсима, концепт и реализација:* НВО-и могу имати запажену улогу у управљању јавном имовином и обезбјеђењу циљних јавних добара и услуга. Ово посебно у земљама у развоју, гдје се владин и приватни сектор нису показали ефикасним у очувању природних ресурса (вода, шума, пашњака и других јавних добара), а познато је да се још увијек већина свјетског становништва ослања на природна богатства као најважнији извор властитих прихода и потрошње. Отуда, како истичу Todaro и Smith (цитирано дјело, стр. 527), "циљани пројекти невладиних организација и локалних организација, за изградњу капацитета, укључујући и обуку, помоћ у развоју организација настојања да се измјене некооперативни односи у заједници, те увођење нових мјера као што су полиција у заједници и контрола заједничке имовине, помажу заједници да се позабави злоупотребом заједничке имовине и сличним проблемима".
- *Поверење и кредибилитет:* Особиту предност у односу на владин сектор НВО-и остварују стицањем повјерења становништва с посебним потребама, а нарочито када је ријеч о екстремно сиромашној популацији. Наиме, "иако се у децентрализованом потпуно демократском друштву изабраној власти вјерује барем онолико колико "неизабраном" НВО-у, власти у многим земљама у развоју се тек називају демократским. Али власт већине веома мало користи социјално искљученим групама, особито ако се већинско становништво, или њихови представници труде да маргинализују сиромашни слој... Социјално искључене групе имају веома мало користи од демократије онда када су занемарене и када осјећају недостатак комуникације с владајућим органима. Када се једном успостави овакав систем, и новој, добронамјерној власти ће бити тешко да отклони ово наслеђе. С друге стране, НВО-и могу уживати повјерење, засновано на способности, љубазности, поузданости, одговорности, успостављеним приватним контактима и перцепцијом константног понашања у разним ситуацијама које није могуће контролисати... Истовремено, ако владу бије глас да је корумпирана и неспособна, фондације и други донатори ће можда искључиво невладиним организацијама повјерити пројекте смањења сиромаштва, заштите околине, пружања здравствених услуга, образовања, итд".<sup>17</sup>

---

<sup>16</sup> P. M. Todaro, C.S. Smith: *цитирано дјело*, стр. 527.

<sup>17</sup> P. M. Todaro, C.S. Smith: *цитирано дјело*, стр. 527.

Тиме НВО-и доприносе да се дође и до оних средстава која мимо њих не би била доступна локалној популацији. Све ово говори да НВО ужива веће повјерење и кредибилитет у односу на друге субјекте код свих значајних актера, укључујући донаторе, заинтересовано становништво, државне и локалне органе власти, као и остале учеснике у овим активностима.

- *Представљање и заговарање*: У овом погледу НВО-и су у предности у односу на друге актере, поготово када се ради о разумијевању потреба сиромаштвом угроженог становништва, тако да могу одиграти кључну улогу у поскупљењу и ширењу информација о потребама локалне заједнице. С тим у вези, у мјери у којој НВО-и свестраније сагледају локалне замке сиромаштва, у позицији су да успјешније презентирају потребе те средине, а ова одговорност одражава промотивну улогу НВО-а, укључујући и удружења локалних организација, у заговарању потреба сиромашних и социјално искључених категорија... Ни приватни ни јавни сектор није у предности кад се ради о поверењу сиромашних или искључених скупина... Донатори, фондације, агенције или неки други донатори заговарања желе бити сигурни да ће промотори које финансирају савјесно и поштено обављати посао, те потпуно разумјети своју мисију. И коначно, ако је влада та на коју треба утицати или код које треба лобирати, мало је вјероватно да ће владајуће структуре имати компаративну предност у обнашању ових функција – особито када је повјерење у питању...<sup>18</sup>

## Закључак

Након напријед изложеног несумњиво се може закључити да невладин сектор треба да има веома респектабилну и незаобилазну улогу при креирању и остваривању успјешног функционисања и развоја савремене привреде и друштва у цјелини, посебно када је ријеч о земљама у развоју и тзв. транзицијским земљама. Наиме, у овим земљама дјеловање тржишта и функционисање владе прате не мале тешкоће и слабости, те је отуда неопходно јачање њиховог капацитета и ефикасности, при чему НВО-и могу да одиграју кључну улогу. Међутим, како се у цитираном дјелу Today-Smith (стр.528) наводи, ни цивилни сектор у тим земљама није довољно развијен<sup>19</sup>, дјелимично због тога што људи немају довољно

<sup>18</sup> Р. М. Todaro, C.S. Smith: *цитирано дјело*, стр. 528.

<sup>19</sup> Напоменимо да димензије развоја трећег сектора према *L. Salamonu* и *H. Anheieru* "зависе од укупног социјалног економског и политичког развоја земље, а најзначајнију улогу

средстава и времена које би могли ставити на располагање другима, или усљед недостатка знања, а понекада и због опструкција владе и приватног сектора, па и самог грађанског сектора. Тако, на примјер, премда се не суочавају с проневјерама, корупцијом и сличним повредама закона, НВО-и такође могу имати својих слабости, које се означавају као *добровољни неуспјех*. Дакле, умјесто да максимално користе своје потенцијале, дјеловање НВО-а своди се понекад на готово безначајну улогу усљед недовољног чланства, ограниченог поља дјеловања, зато што су селективне и искључиве елитистичне и/или неефикасне. Међутим, највеће сметње успјешнијем развоју непрофитног сектора у транзицијским и земљама у развоју (дакле, и у Босни и Херцеговини и њеним ентитетима) "налазе се на вредносном плану и повезују се са недовољно усвојеним нормама цивилног понашања, грађанске свести и културе међусобног поверења и солидарности... Највећи проблеми у досадашњем развоју могу се приписати неразумевању државе, компликованој административној процедури за донаторе хуманитарних помоћи, неодговарајућој и несигурној законској регулативи, као и нестимулативним пореским прописима. Игнорисање ове стварности од стране државе прати неодговарајући однос медија, што је у протеклом периоду често водило ка повременим забранама организовања, оптужбама за непријатељство према држави и народу, подривачку делатност, шпијунажу и слично."<sup>20</sup> Отуда, када је ријеч о дјеловању НВО-а у овим земљама, досадашња искуства, како М. Колин наводи (цитирано дјело, стр. 160) "указују да се углавном ради о рудиментарном, слабом и маргиналном сектору који од фазе ерупције спонтаних група и асоцијација мора да пређе у фазу консолидације, па унутрашња институционална изградња и координација у оквиру сектора постају предуслови да би овај сектор постао значајан актер демократизације друштва и један од носилаца општег благостања и друштвеног побољшања. Без неопходних друштвених претпоставки и унутрашње консолидације добровољне асоцијације остају слабе и маргиналне, недовољно стимулисане и укључене у остваривање својих задатака и мисије за коју се залажу." Стога је неопходно чинити напоре у правцу превазилажења ових и свих других проблема, са циљем стварања што повољнијег амбијента за јачање цивилног сектора, како би исти у *партнерском односу* са приватним и владиним сектором могао озбиљније доприносити успјешнијем свеопштем развоју, а посебно развоју

---

имају: правна структура државе, ниво развоја и степен централизације политичке моћи". (Преузето, М. Колин: *цитирано дјело*, стр. 37.)

<sup>20</sup> М. Колин: *цитирано дјело*, стр. 152.

демократског управљања, социјалне сфере друштва и заштити људских права. Ово нарочито када се жели што успјешније остваривање транзицијских процеса уз прикључивање Европској унији, па и када се има у виду присутност глобалне финансијско-економске рецесије, чијем би превазилажењу умногоме могло допринијети снажније дјеловање овог сектора, нарочито при рјешавању могућих тешкоћа из домена хуманитарно-социјалне проблематике.

## Литература:

1. Newman, C. L. *Comparative study of NGO/Government Partnerships*. The International Journal of Not-for-Profit Law, 2000.
2. Група аутора: *Како функционишу невладине организације*. Шамац: Центар за унапређење Брчког.
3. Видачак, И. *Невладин сектор и Влада: Дијалог за Еуропу*. Загреб: Институт за јавне финансије, 2003.
4. Kendall, J. *The Third sector and the development of European public policy: Framework for analysis?*. Civil Society Working Paper 19. London: LSE Centre for Civil Society, 2001.
5. Salamon, L. *The Third Sector and Volunteering in Global Perspective*. Amsterdam: Presentation at The 17<sup>th</sup> Annual International Association of Volunteer Effort Conference, 2001.
6. Salamon, L. *Global Civil Society: An Overview*. Baltimore: Center for Civil Society Studies, The John Hopkins University, 2003.
7. Rosenblum, N. L.; Post, R.C. (eds.): *Civil Society and Government*. Princeton: Oxford: Princeton, University Press, 2002.
8. М. Колин: Непрофитне организације – нови социјални партнери, АРГУМЕНТ, Београд, 2005.
9. М. В. Streger: *Глобализација*, Šahinpašić, Sarajevo, 2005.
10. Р. М. Todaro, С.S. Smith: *Економски развој*, Šahinpašić, Sarajevo, 2006.
11. United Nations, Human Development Report, New York, 2003. <http://www.undp.org/hdr> 2003.
12. W. Cousins, Non-Governmental Initiatives in ADB, The Urban Poor and Basic Infrastructure Services in Asia and the Pacific, Asian Development Bank, Manila 1991.
13. Зборник: *Цивилно друштво и невладин сектор* (ред. Б. Петровић), Магна Агенда, Београд, 2002.
14. Зборник: *Улога невладиних организација у демократском друштву* (ред. Ж. Пауновић), ЦРНПС, Београд, 2002.





## КОЦКАЊЕ НА ФИНАНСИЈСКОМ ТРЖИШТУ – ГЕНЕРАТОР ФИНАНСИЈСКЕ КРИЗЕ

### FINANCIAL GAMBLING AS AN GENERATOR OF FINANCIAL CRISIS

Горан Радивојац\*

#### Резиме

У овом раду се говори о посљедњој глобалној финансијској кризи, принципал – агент односу и новој улози државе у модерној економији. Финансијско коцкање је нова тема за јавну расправу између експерата и оних који то нису. Власници капитала су веома скептични у погледу транспарентности одлука менаџера и очекују нове приједлоге регулативе и стабилизацију система. Такође, многе значајне особе из јавног живота су упозориле кључне менаџере у глобалним корпорацијама на њихову етичку неконзистентност и непоштовање основа принципал – агент односа. Улога државе у модерном економском систему је постала неубичајено важна у рјешавању проблема корпорација и она интервенише готово дневно.

**Кључне ријечи:** финансијско коцкање, шпекулација, финансијска криза, принципал – агент однос, нова улога државе у модерној економији.

#### Summary

In this article we discuss about last global financial crisis, principal - agent relationship and new role of state in modern economy. Financial gambling is

---

\* Др Горан Радивојац, доцент, Економски факултет Универзитета у Бањој Луци

new issue for public debate between experts and nonexperts. Also, many important public persons are warning key managers in global corporations for ethical inconsistencies and unrespectable attitude in basically principal - agent relationship. Shareholders are very sceptical about transparency of managers decisions and they expect new proposals of regulations and stabilisation of system. Role of state in modern economic system is become unusually important in resolving of company problems and it intervenes almost daily.

**Key words:** financial gambling, principal – agent relationship, new role of state in modern economy.

## Увод

Посљедице глобалне финансијске кризе су у великој мјери већ сагледане. Банкротство великих финансијских корпорација је обиљежило 2008. годину, док је у 2009. години забиљежен директан утицај државе у привредном животу какав није забиљежен од пропасти доктрине социјалистичког привређивања које је били директно регулисано од стране државе. Истовремено, јавне финансије и буџетска равнотежа су били изложени врло великом напрезању чиме је улога државе у економском систему постала неуобичајено значајна како за теорију тако и за праксу земаља са дугом традицијом либералне тржишне економије.

Након санирања посљедица кризе које су директно угрожавале функционисање самог система, отворено је питање узрока – генератора финансијске кризе. Сагледавањем тренутне ситуације, узимајући у обзир и временску дистанцу од 30 – так мјесеци од негативног примарног тренда композитног индекса Њујоршке берзе, може се закључити да је у понашању менаџмента водећих корпорација било доста елемената пословне непромишљености и елитизма који нису у складу са етичким нормама и интересима заједнице у којој функционишу.

У овом раду ће бити ријечи о феномену финансијског коцкања, најновијим изазовима који су се наметнули принципал – агент концепту, те о улози државе у рјешавању кризе и дугорочним посљедицама новонастале неравнотеже у глобалном економском окружењу.

## 1. Коцкање vs шпекулација на финансијском тржишту

Финансијско тржиште као мјесто сусрета инвеститора и емитената, хецера и шпекуланата или финансијског и реалног сектора привлачи пажњу великог броја угледних аналитичара. Као и у свакој другој кризи и

у актуелној свјетској финансијској кризи јавност много већу пажњу посвећује губитницима него добитницима.

Међутим, оправдано је поставити питање гдје су "кривци" који се сада могу сматрати добитницима. Може се сматрати оправданом скептичност научне али и шире јавности која, жељела то или не, посредно финансира покушаје опоравка глобалне економије јер је новац "државне помоћи" посрнулим финансијским институцијама и корпорацијама поново стављен на располагање менаџерима који су већ једном показали неодговорност у управљању средствима акционара, кредитора и пореских обвезника.

У основи ове забринутости стоји прича о приносу и ризику. Када се ради о инвестицијама у финансијску имовину, оно што су менаџери у финансијским институцијама првенствено гледали су очекиване стопе приноса при чему се у креирању послова са софистицираним финансијским инструментима значајно потцијенио ризик као категорија. Жан Клод Трише, предсједник Европске Централне Банке, сматра да не само да је потцијењен ниво ризика који су преузимали менаџери приликом обављања трансакција на финансијском тржишту него је потцијењен и ризик као варијабла и параметер у доношењу одлука о инвестирању средстава.

Познати економиста, нобеловац, Џозеф Штиглиц је у својим изјавама за штампане и електронске медије изашао са тезом да су финансијски менаџери убацили читав свијет у глобалну коцкарницу, коцкали се са туђим новцем, а рачун, на посредан или непосредан начин плаћају сви становници планете.<sup>1</sup>

Из наведеног се може закључити да су инвестиционе стратегије већине финансијских менаџера више подсећале на коцкање него на шпекулације на финансијском тржишту. Разлику између финансијског коцкања и шпекулисања је могуће тражити у мотивацији учесника на финансијском тржишту. *Шпекулација* је активност усмјерена на преузимање ризика у складу са очекиваним приносом те инвестиције. Дакле, шпекулацију је могуће дефинисати као прихватање и улазак у одређени пословни ризик зарад остварења сразмјерног добитка (енг. *commensurate gain*). С друге стране, *финансијско коцкање* не подразумејева остварење сразмјерног добитка јер је као и у казину очекивана зарада неизвјесна и непозната.<sup>2</sup> Коцкар налази мотивацију за своје дјеловање у осјећају задовољства и среће након остварења изненадног, неочекиваног и несразмјерног

<sup>1</sup> [www.ft.com](http://www.ft.com); [www.cnn.com](http://www.cnn.com)

<sup>2</sup> Bodie, Zvi; Kane, Alex; Marcus, J. Alan, *Investments*, 3<sup>rd</sup> Edition, Irwin McGraw-Hill, 1996, стр. 144-147.

добитка. Финансијски менаџери су се, очигледно, одлучивали за коцкарске потезе приликом доношења пословних одлука ради остварења уговорених премија и бонуса који су били варијабилно везани за пословне резултате корпорација којима управљају. Сасвим је сигурно да просјечни резултати менаџера нису задовољавали ни критеријуме успјешности које су наметали акционари након периода узлета примјене информационих технологија и све ширег коришћења финансијских деривата за заштиту релативно високих стопа приноса на уложена средства у односу на стопе раста друштвеног производа и друге релевантне показатеље. Узајамном интеракцијом ова два основна елемента корпоративног управљања зарад остварења парцијалних циљева, који су у начелу супротни, дошло је до урушавања глобалног финансијског поретка. Скептицизам и неповјерење у способност финансијског система да у дужем року несметано функционише били су једини резултат дерегулације финансијског сектора у условима глобализације. Чак су и неки угледни аналитичари у тренуцима разочарења изазваног аномалијама и неадекватним функционисањем финансијског система у либералном капитализму<sup>3</sup> излазили у јавност са тезом да је већина ствари које су повезане са финансијама потпуно бескорисна.

Намеће се закључак да је један од основних узрока финансијске кризе неспособност постојећег тржишног система да ријеша *principal-agent* конфликт о чему ће бити ријечи у наредном поглављу.

## **2. Проблеми модерног корпоративног управљања – ограничења принципал – агент приступа**

Најједноставније речено, корпоративно управљање је систем којим се управља и врши надзор над пословањем модерних корпорација.<sup>4</sup> На тај начин корпоративно управљање представља комплексан скуп механизма за управљање корпорацијом у ситуацији када је власништво над капиталом одвојено од управљања. Модерно корпоративно управљање се суочава са израженим проблемом неповјерења на релацији власници капитала (акционари) – менаџери, јер у акционарским друштвима са дисперзованом својином основни проблем представља контрола перформанси менаџера од стране акционара који немају довољно моћи да на њих утичу приликом доношења одлука у свакодневном пословању.

---

<sup>3</sup> Ader Turner, менаџер, Financial Services Authority.

<sup>4</sup> Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (Cadbury Report), 1992.

Међутим, овај феномен није ни до сада био непознат у економској теорији и пракси јер су га међу првима дефинисали Adolf Berle (правник) и Gardiner Means (економиста) 1932. године. Они објављују револуционарну студију, којом доводе у питање основни модел корпоративног управљања и показују да – због дисперзованог власништва, акционари појединачно имају готово занемарљив утицај на начин управљања и систем одлучивања унутар корпорације, док готово потпуну контролу над судбином корпорације а самим тим и над судбином акцијског капитала имају менаџери и други руководиоци. Тридесетак година након објављивања ове студије поново су актуелизовани исти проблеми о којима су говорили Berle i Means, али сада у оквиру principal-agent теорије, као дио новог теоријског правца у економији који је заснован на хипотези о несавршености информација.

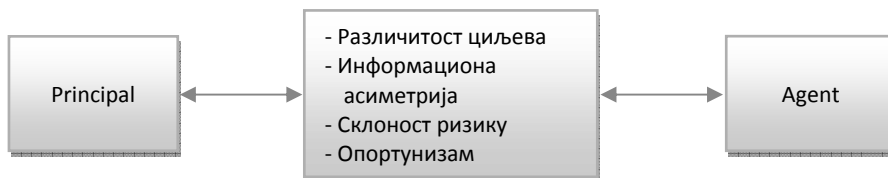
Економска теорија овај конфликт карактерише као проблем заступања (*agency problem*) или проблем односа заступника и његовог принципала, тј. налогодавца (*principal - agent*).

У основи за власнике корпорације – акционаре, делотворније је да унајме менаџере који би управљали пословањем и доносили свакодневне одлуке, него да акционари то чине сами. Такође, менаџери су врло често стручнији, трезвенији и знатно бржи у доношењу одлука.

Са друге стране, управљање корпорацијом сконцентрисано у рукама менаџера може бити "опасно" за акционаре, јер менаџери који је чине могу своју моћ усмјеравати, прије свега у своју корист и при томе занемаривати интересе акционара, промовишући приоритетно своје а не интересе акционара који су их унајмили.

Однос између власника капитала (принципала) и менаџера (агент) могуће је графички приказати на следећи начин.

*Илустрација бр. 1. Principal – agent однос*<sup>5</sup>



На основу кратке анализе претходне илустрације принципал агент однос је детерминисан са четири основна елемента: различитост циљева, информациона асиметрија, различита склоност ризику, опортунизам.

<sup>5</sup> Jensen, M. C.; Meckling, W. H., *Theory of the Firm, Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, Vol. 3, No. 4, 1976., str. 308.

Основни циљеви агента јесу тежња ка максимизирању уложене вриједности уз прихваћени ризик, добијање релевантних информација о стању и начину вођења корпорације од стране агента, контрола рада агента уз мјерљивост и оцјену резултата пословања и у вези са тим награђивање агента (плата, премије, бонуси и сл.).

С друге стране, циљеви агента су максимизирање награде у датим околностима по принципу већи ризик – већа накнада, максимална аутономија и независност приликом доношења одлука, постизање што бољих резултата за одређени ниво ангажовања и одржавање стања информационе асиметрије у корист агента. У основи агент увијек посједује релевантне информације које нису доступне принципалу, који никад не може бити сигуран труди ли се агент максимално за разлику од агента који зна колико је труда уложио. Дакле, на основу информационе асиметрије агент може детерминисати одговарајући степен ангажовања за дати ниво остварене зараде.

Такође, агент прихвата ризик у складу са претпостављеном висином накнаде за свој рад, тј. што је већа претпостављена накнада агент је спреман на веће излагање ризику. Принципал се излаже ризику опортунизма и некомпетентности агента у управљању корпорацијом.

Опартунизам је могуће посматрати као себично дјеловање агента у складу са премисом да сви појединци теже максимизацији властите користи - агенти су мотивисани само властитим интересом и склони су искористити сваку ситуацију како би увећали своју корист.

Принципал је мотивисан да ангажује агента кад нема потребних знања и способности, или је посао превише сложен па му недостаје знања за извршење појединих фаза посла, када нема довољно снаге и расположивог времена и сл. Међутим, принципал може изабрати и некомпетентног агента па је приморан да успостави систем контроле и надзора како би имао могућност правовременог реаговања.

Без обзира на комплексност корпоративног управљања, сасвим је очигледно да је у посљедњих двадесет година преовладавао приступ глорификације улоге менаџера па је тако дефинисан и развијан појам менаџерске економије. Према заговорницима тог приступа<sup>6</sup>, менаџерска економија се бави питањима везаним за управљање ресурсима у сврху остваривања менаџерских циљева. Дакле, упоришна тачка такве економије јесу циљеви које поставља елитистички оријентисан слој менаџера преваходно у складу са својим личним интересима. Сваки

---

<sup>6</sup> Baye R., Michael, *Managerial Economics and Business Strategy*, Irwin/ Mc Graw Hill, 2<sup>nd</sup> edition, 1997, str. 4-30.

успјешан менаџер мора да идентификује циљеве корпорације којом управља, препозна природу и значај профита, разумијева суштину иницијативе, разумије функционисање тржишта, познаје временску вриједност новца и сл.

Временска дистанца од преко десет година сасвим је довољна да се закључи да су менаџери водећих глобалних корпорација користећи концепт менаџерске економије прије избијања кризе били у великој мери преплаћени са могућношћу да сами себи одреде висину отпремнине и да им се у датом моменту више исплати да, штитећи личне интересе, напусте корпорацију у кључном моменту и препусте држави бригу о судбини свих који су директно и индиректно везани за корпорацију коју су водили.

Механизам чисте тржишне утакмице са врло слабом регулативом под окриљем неолибералног концепта тржишне привреде још увијек не може да дефинише алтернативу у форми новог стандарда управљања корпорацијама који би понудио свеобухватно рјешење *principal – agent* проблема. Такође, теоретичари који заговарају чисту тржишну утакмице се уопште нису бавили проблемима са којима се данас суочава глобална економија.

С друге стране, неки аутори<sup>7</sup> сматрају да је проблеме са којим се суочава корпоративно управљање данашњице, немогуће ријешити једностраним потезима. Менаџере називају диносаурусима нашег доба уз опаску да се ера менаџмента ближи своме крају. Према њиховом мишљењу рјешење је могуће тражити у креирању врло комплексног система самоконтроле. Свака успјешна организација би требала да користи оптималну комбинацију три природне силе како би преживјела кризне периоде. Дјеловање природних сила се кристализује кроз самоорганизацију, конфликт и самокориговање као трансмисиону силу између претходне двије.

Резимирајући претходно, може се рећи да појачана регулација и утицај на корпорације од стране државе, вршење јавног притиска на менаџере како би се побољшала њихова лојалност и компетентност, увођење појачаног екстерног надзора над управљањем корпорацијама, увођење нових форми извјештавања и др., представљају својеврстан бајпас који треба да одржи постојећи економски поредак до креирања једног сасвим новог приступа у организовању и управљању тржишно оријентисаним привредним друштвима.

---

<sup>7</sup> Cloke, Keneth; Goldsmith, Joan, *The End of Management and the Rise of Organizational Democracy*, Jossey – Bass a Eiley Company, San Francisco, 2002, str. 3-20.

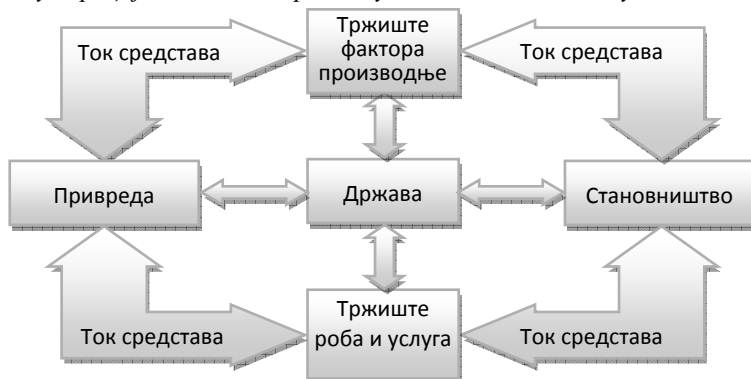
### 3. Улога државе у превазилажењу рецесије у модерној економији

Тржишни механизам, сам по себи, има своје предности и недостатке. Као одговор на недостатке тржишног механизма држава понекад активно учествује у привредном животу и то не само као регулатор већ и као активан играч у тржишној утакмици. Уобичајено је да држава формира и управља институцијама као што су војска и полиција, регулише виталне енергетске и комуникационе секторе, прикупља новац од пореза и врши његову прерасподјелу у складу са врхунским циљем постизања општег нивоа благостања читаве заједнице. Држава има дискреционо право да креира нова законска рјешења и користи инструменте присиле да их спроведе у дјело. Поред наведеног, она штити власничка права и обезбјеђује извршење уговорних обавеза насталих споразумом између два и више субјеката.

Улога државе у савременим економским системима се своди на обезбјеђење друштвене једнакости свих грађана, подстицање тржишне ефикасности и макроекономске стабилности и раста.<sup>8</sup>

Још од развоја макроекономије 1930 – тих, држава је помоћу фискалне политике (опорезивање и општа потрошња) и монетарне политике (утицај на висину каматних стопа и услове кредитирања) утицала на подстицање дугорочног економског раста и продуктивности те сузбијање инфлације и незапослености. Приказ улоге државе у економском систему је дат на сљедећој илустрацији.

Илустрација 3.1. Улога државе у економском систему<sup>9</sup>



<sup>8</sup> Samuelson, A. Paul; Nordhaus, William, *Економија*, 14. издање, Матe, Загреб, 1992, стр. 41-45.

<sup>9</sup> Прилагођено према: McConnell R., Campbel; Brue L., Stanley, *Economics*, McGraw – Hill, 1996, стр. 87.



У складу са претходном илустрацијом је и тврдња да се економске функције државе могу свести на следеће четири:<sup>10</sup>

- Утврђивање законског оквира за тржишну привреду,
- Утицај на алокацију ресурса како би се побољшала привредна ефикасност,
- Брига о оптималној расподјели дохотка и
- Стабилизација привреде примјеном одговарајућих макроекономских политика.

Међутим, у 2008. години улога државе у економском систему је добила сасвим нову димензију. Директне интервенције Влада САД, Њемачке, Аустрије и др. прво у финансијском сектору а затим и у реалном сектору представљају сасвим нов приступ у рјешавању проблема изазваних рецесијом. У савременој теорији, рецесија (енг. *recession*) се дефинише као блажи облик привредне неравнотеже у којој су производња и запосленост испод нивоа пуне искоришћености ресурса, тј. испод оптималног нивоа.<sup>11</sup> Рецесија је последица циклочног кретања привреде засноване на тржишним принципима у којој учесници доносе одлуке у условима непознавања будућих догађаја тј. у условима неизвјесности. Узроци рецесије могу бити екстерни шокови, монетарни фактори, реални фактори, слабости финансијског система и сл. Уколико говоримо о дубоко израженој привредној неравнотежи коју карактерише значајан пад производње и инвестиција на једној страни, а раст незапослености и залиха на другој страни тада је ријеч о депресији (енг. *depression*). Депресија је рјеђи облик неравнотеже у односу на рецесију и врло често се за примјер депресије узима велика депресија из периода 1929. – 1933. године која је погодила привреде западних земаља.

На основу наведеног, може се рећи да рецесија није појава која уништава економски систем и оставља катаклизмичне последице за људско друштво у цјелини. Стога је неопходно критички сагледати интервенционистичке потезе влада најразвијенијих свјетских држава у претходне двије године. Тако је влада САД са првим назнакама кризе припремила "пакет" од 700 милијарди \$ помоћи најугроженијим компанијама финансијског сектора као и водећим компанијама реалног сектора америчке привреде. Администрација председника Обаме процијенила је да ће државни програм спашавања угрожених банака (*Troubled Asset Relief Program - TARP*) коштати 341 милијарду долара. Побољшање је узроковано чињеницом да су улагања Министарства

<sup>10</sup> Samuelson, A. Paul; Nordhaus, William, *Економија*, 14. издање, Матр, Загреб, 1992, стр. 301.

<sup>11</sup> Група аутора, *Економски речник*, Економски факултет, Београд, 2007, стр. 666.

финансија стабилизовала финансијски систем и да, углавном, доносе већи принос од очекиваног.

Најразвијеније земље Европске уније су, такође, уложиле велика финансијска средства како би спасиле водеће финансијске институције у евро зони. Ради се о износима који превазилазе годишњи БДП Њемачке, која с 3.300 милијарди \$ има највећу економију у Унији. Највећу помоћ банкама је осигурала Велика Британија (30 милијарди фунти), затим Данска гдје је помоћ државе затражило 13 од 140 банака, па Њемачка, Француска, Ирска, Белгија, Холандија, Аустрија, Шведска и Шпанија. Укупан износ државне помоћи, који је одобрен од Европске комисије, је пројектован на 31,2% БДП у Европској унији.<sup>12</sup> Озбиљност новонастале ситуације може се сагледати на примјеру Исланда гдје је држава експресно национализовала три водеће банке, или на примјеру аустријске Хипо банке која је однедавно под контролом државе. Осим што су спасиле неке од кључних финансијских институција у регији, финансијске мјере довеле су раста буџетског дефицита у последње три године.

Истовремено, према наводима њемачког листа "Шпигл"<sup>13</sup>, неке угледне мултинационалне банке веома су се обогатиле у текућој глобалној финансијској кризи. Заштићене разним државним гаранцијама и суфинансиране јефтиним новцем из буџета најмоћнијих држава свијета – "а истовремено сувише значајне да би пропале" – водеће банке англосаксонског свијета - Голдман Сакс (*Goldman Sachs*), Џеј Пи Морган (*J.P. Morgan*), Дојчебанк (*Deutschebank*) и др., успјеле су да остваре велике профите и већ најавиле издашне божићне бонусе менаџерима.

Као одговор на ова дешавања амерички предсједник је приликом недавне посјете Њујоршкој берзи изрекао јавну опомену менаџерима финансијских институција, јер умјесто да су научили лекцију на примјеру Браће Лиман и њиховог банкрота они су изабрали да је игноришу.<sup>14</sup> Нагласио је и да нема повратка на дане неодговорног понашања и неконтролисаних претјеривања која су, према његовом мишљењу, у основи ове кризе, када су многи менаџери били мотивисани једино апетитом за брзим профитом и нереалним бонусима.

Предсједник САД Обама је нагласио да се економија стабилизује, али да то не треба да буде изговор менаџерима финансијских институција да обнове стару праксу која је довела до дубоке рецесије и државу

---

<sup>12</sup> [www.entereurope.hr](http://www.entereurope.hr)

<sup>13</sup> [www.spiegel.de](http://www.spiegel.de)

<sup>14</sup> [www.ft.com](http://www.ft.com)

принудила да директно и индиректно интервенише са хиљадама милијарди долара, како би спријечила потпуни колапс како националне, тако и глобалне економије. Нагласио је да неће више бити толерисано финансијско коцкање, али његове речи су дочекане врло резервисано, уз само један куртоазни аплауз.<sup>15</sup>

Реакције из Европске уније и припрему увођења великих промјена у свој финансијски систем није требало дуго чекати. Европски регулациони органи предложили су нова правила у области финансијске помоћи банкама, на основу којих ће банке са ризичнијим инвестицијама морати за добијену помоћ да плате скупље. Европска комисија жели да обезбиједи да државна помоћ коју ће поједине банке добити не значи њихову бољу позицију у односу на оне банке које ће и надаље пословати без помоћи. Такође, банке ће моћи да добију новац од државе само под претпоставком да ће предузети обимно реструктурирање, рачунајући ту и промјену менаџмента, уколико то буде неопходно. Нобеловац Пол Кругман сматра да је држава сувише агилно кренула у спасавање финансијског система а да прије тога није ни покушала да га реформише. Према њему, највећа опасност од продубљивања кризе и пропада финансијског система лежи у чињеници да су се финансијски менаџери до сада коцкали новцем својих клијената, а да сада на располагању имају највећу могућу количину новца коју свијет може да понуди а то је новац пореских обвезника најразвијених земаља свијета.<sup>16</sup>

На крају, може се рећи да је директно уплитање најмоћнијих свјетских држава у привредни и финансијски систем довело глобалну економију у стање врло специфичне равнотеже са којом се поигравају финансијски менаџери те да је због тога овакво стање дугорочно неодрживо. Проблем постаје сложенији ако се узме у обзир чињеница да савремена англосаксонска стручна литература из области економских наука не познаје ситуацију у којој би држава заузела улогу коју има данас – а то је улога арбитра са непресушним финансијским средствима којег велики број финансијских менаџера жели да доведе у заблуду како би пресудио у њихову корист.

## Закључак

Након санирања посљедица кризе које су директно угрожавале функционисање самог система, отворено је питање узрока – генератора

---

<sup>15</sup> [www.cnn.com](http://www.cnn.com)

<sup>16</sup> [www.nytimes.com](http://www.nytimes.com)

финансијске кризе. Након сагледавања дешавања у протекле двије године сасвим је јасно да су инвестиционе стратегије већине финансијских менаџера више подејале на коцкање него на шпекулације на финансијском тржишту. Разлику између финансијског коцкања и шпекулисања је могуће тражити у мотивацији учесника на финансијском тржишту. *Шпекулација* је активност учесника у пословним трансакцијама усмјерена на преузимање ризика у складу са очекиваним приносом те пословне одлуке. Дакле, шпекулацију је могуће дефинисати као прихватање и улазак у одређени пословни ризик зарад остварења сразмјерног добитка (енг. *commensurate gain*). С друге стране, *финансијско коцкање* не подразумијева остварење сразмјерног добитка јер је као и у казину очекивана зарада неизвјесна и непозната. Сасвим је сигурно да просјечни резултати менаџера нису задовољавали ни критеријуме успјешности које су наметали акционари након периода узлета примјене информационих технологија и све ширег коришћења финансијских деривата за заштиту релативно високих стопа приноса на уложена средства у односу на стопе раста друштвеног производа и друге релевантне показатеље. Узајамном интеракцијом ова два основна елемента корпоративног управљања зарад остварења парцијалних циљева, који су у начелу супротни, дошло је до урушавања глобалног финансијског поретка.

Дакле, модерно корпоративно управљање се суочава са израженим проблемом неповјерења на релацији власници капитала (акционари) – менаџери, јер у акционарским друштвима са дисперзованом својином основни проблем представља контрола перформанси менаџера од стране акционара који немају довољно моћи да на њих утичу приликом доношења одлука у свакодневном пословању. У датим околностима, може се рећи да појачана регулација и утицај на корпорације од стране државе, вршење јавног притиска на менаџере како би се побољшала њихова лојалност и компетентност, увођење појачаног екстерног надзора над управљањем корпорацијама, увођење нових форми извјештавања и др., представљају својеврстан бајпас који треба да одржи постојећи економски поредак до креирања једног сасвим новог приступа у организовању и управљању тржишно оријентисаним привредним друштвима.

Може се закључити да је директно уплитање најмоћнијих свјетских држава у привредни и финансијски систем довело глобалну економију у стање врло специфичне неравнотеже са којом се поигравају финансијски менаџери – агенти мултинационалних корпорација од глобалног значаја, те да је због тога овакво стање дугорочно неодрживо.

Проблем постаје сложенији ако се узме у обзир чињеница да савремена англосаксонска стручна литература из области економских наука не познаје ситуацију у којој би држава заузела улогу коју има данас – а то је улога арбитра са непресушним финансијским средствима којег велики број финансијских менаџера жели да доведе у заблуду како би пресудио у њихову корист. Реформа и реорганизација економског поретка данашњице ће, сасвим сигурно, трајати дуго а финансијско коцкање као такво може бити посматрано као генератор кризе којег будући економски поредак мора по аутоматизму препознати и спријечити његове негативне последице. Крај актуелне финансијске кризе ће почети да се назире тек са проналаском адекватног одговора на финансијско коцкање у форми институционализованог дјеловања на свијест и праксу менаџера који управљају модерним корпорацијама у финансијском или реалном сектору.

## Литература

1. Baye R., Michael, *Managerial Economics and Business Strategy*, Irwin/Mc Graw Hill, 2<sup>nd</sup> edition, 1997.
2. Blake, David, *Financial Market Analysis*, 2<sup>nd</sup> Edition, John Wiley & Sons, 2000.
3. Bodie, Zvi; Kane, Alex; Marcus, J. Alan, *Investments*, 3<sup>rd</sup> Edition, Irwin McGraw-Hill, 1996.
4. Cloke, Keneth; Goldsmith, Joan, *The End of Management and the Rise of Organizational Democracy*, Jossey – Bass a Eiley Company, San Francisco, 2002.
5. Fabozzi, J. Frank; Modigliani, Franco; Ferri, G. Michael, *Foundations of Financial Market and Institutions*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, N.J., 1994.
6. Група аутора, *Економски речник*, Економски факултет, Београд, 2007.
7. Jensen, M. C.; Meckling, W. H., Theory of the Firm, Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, 1976.
8. Jorion, Phillipe, *Financial risk manager handbook*, second edition, John Wiley & Sons, Inc, 2003.
9. McConnell R., Campbel; Brue L., Stanley, *Economics*, McGraw – Hill, 1996.
10. Милојевић, Добривоје, *Лексикон финансијских тржишта*, Савремена администрација Београд, 1996.

11. Mishkin, S. Frederic; Eakins, G. Stanley, *Финанцијска тржишта и институције*, Мате, Загреб, 2005.
12. Пирс, В. Давид, Мекмиланов речник: *Модерна економија*, друго издање, Дерета, Београд, 2005.
13. Rose, S. Peter, *Money and Capital Markets*, 6<sup>th</sup> Edition, Irwin McGraw Hill, 1997.
14. Samuelson, A. Paul; Nordhaus, William, *Економија*, 14. издање, Мате, Загреб, 1992.
15. Van Horne, C. James, *Financial Management and Policy*, Prentice-Hall International Editions, 1992.
16. Васиљевић, Бранко, *Основи финансијског тржишта*, друго измењено и допуњено издање, Принцип, Београд, 1999.
17. Живковић, Бошко; Шошкић, Дејан, *Финансијска тржишта и институције*, друго издање, Економски факултет, Београд, 2007.
18. [www.bbc.com](http://www.bbc.com)
19. [www.cnn.com](http://www.cnn.com)
20. [www.entereurope.hr](http://www.entereurope.hr)
21. [www.ft.com](http://www.ft.com)
22. [www.nyse.com](http://www.nyse.com)
23. [www.spiegel.de](http://www.spiegel.de)

---

## **ПРЕГЛЕДНИ ЧЛАНЦИ**

---





## **ФИНАНСИЈСКА КРИЗА И ЊЕЗИНО ПРЕВАЗИЛАЖЕЊЕ**

### **FINANCIAL CRISIS AND ITS OVERCOMING**

**Рајко Касагић\***

#### **Резиме**

Однос понуде и потражње на свјетским тржиштима мора бити уравнотежен, подразумијевајући уз то и њихову међусобну складност са количином новца. Новца и кредита би требало бити нешто више од износа међународне размјене робе и услуга чиме се гарантује одрживи развој без рецесија, депресија и криза. Одступање од оваквих основних тржишних закона изазива рецесију. Садашња рецесија последица је дугогодишњег кршења основног економског закона. Банкарство, финансије, берзе и маркетинг отели су се контроли у задовољавању корпорацијских и политичких прохтијева. Одобрани су кредити чиме се свјетска потражња "напумпавала". Технолошки напредак је омогућио да се производи израђују у великим серијама. Економија обима није била у сагласности са тржишним законима. Маркетинг је тражио што већу потрошњу. Расподјела материјалних богатстава није била равномјерна, па је куповна моћ неразвијених земаља остала на ниском нивоу. Стога је стопа раста свјетске економије пала. Опасност да, након нарушавања економских односа, пропадну инвестиционе банке и берзе није неизвјесна. Домицилне државе великих банкарских и привредних система покушавају да их заштите улагањем средстава из властитих извора.

---

\* Др Рајко Касагић, ванредни професор, Економски факултет Универзитета у Бањој Луци

Погрешно вођење глобализације од стране богатих земаља и заустављање економског развоја сиромашних азијских и афричких земаља показује последице садашње рецесије. Последице свјетске финансијске кризе неће оставити по страни банке Босне и Херцеговине. Мада банке Босне и Херцеговине нису ушле у кредитне аранжмане свјетских банака који би их оптерећивали данашњим стањем кризе, ипак ће оно имати непосредни одраз на мале земље, па и Босну и Херцеговину.

**Кључне ријечи:** тржиште, рецесија, економија, глобализација, финансијска криза.

## Summary

The relation between demand and supply at the world markets has to be balanced involving their mutual concordance with the amount of money. Although, there should be more money and loans than there are international trade and services which guarantees sustainable growth without recessions, depressions and crises. Aberrations from such basic market laws cause recession. Present recession is the consequence of long lasting violation of basic economic law. Banking, finance, marketing and stock markets are out of control trying to satisfy corporate and political desires. Loans were given which contributed to excessive demand. Technological development provided large series of products. The economy volume was not in compliance with market laws. Marketing asked for greater consumption. Distribution of material goods was not equal, so the buying power of undeveloped countries stayed at the relatively low level. Therefore, growth rate of world economy fell. Danger of crash of investment banks and stock markets after violating economic relations is not doubtful. Domicile countries of big banking and economy systems are trying to protect them by investing from their own sources. And the consequences of current recession are poor globalization process led by rich countries and stoppage of economical growth of poor Asian and African countries. Consequences of world financial crisis will not leave out banks from Bosnia and Herzegovina. Even though banks from Bosnia and Herzegovina are still not in the credit system of world banks, which would be an additional burden to the current crisis, it will reflect indirectly small countries as well as Bosnia and Herzegovina.

**Key words:** market, recession, economy, globalization, financial crisis

## Увод

Проблем финансија посљедњих година побуђује велику пажњу. Изражена је тежња за економијом која је својствена свим земљама у обнављању и развоју, а која утиче на конјунктуру, врши притисак на ограничене робне фондове, проузрокује пораст цијена и подстиче монетарну нестабилност, праћену порастом инфлације. На овакве односе значајан утицај имају банке либералном кредитном политиком, стварајући повољну климу за експанзију корисника кредита. Међусобном утакмицом на тржишту корисници кредита се не укључују у стални надзор ликвидности, рентабилност и сигурности пословања. Улога банке је да врши прикупљање и пласирање новца, али и прикупљање релевантних података и информација, Што преставља основ за квалитетну процјену кредитне способности и кредитног ризика тражиоца кредита. Код пласирања новца њихова основна сврха је да плате што мању, а наплате што већу камату на издате кредите, због чега се камата дефинише као закупнина на капитал.<sup>1</sup> Одсуства пажње сталног надзора ликвидности и рентабилности корисника кредита изазива, послије неколико година успјешног пословања, улазак у озбиљне финансијске потешкоће. Такав је случај са бившом СФР Југославијом, која због унутрашњих односа, није успјела да успостави правни, економски и финансијски систем на стабилном нивоу и води финансијску политику којом би се створили услови за враћање кредита и прогрес друштва.

Утврђивање и реализација финансијског система и вођење финансијске политике, на начин да издржи унутрашње, али и екстерне шокове, обавеза је да би се избјегла криза, односно питања са којима се посљедњих година у значајној мјери бави економска наука.

Управљање тржиштем подразумијева преузимање ризика савременог банкарства. Валутни ризик, ризик промјене каматне стопе и ризик ликвидности су најважнији облици некредитних ризика. У економској и финансијској кризи банке преузимају значајну улогу. Зато ће банке морати да се глобализирају како би понудиле нове услуге клијентима.

Економска моћ богатих држава омогућава да врше контролу финансијског кретања капитала и приказују извјештаје према својим текућим потребама. Штампана новца у Сједињеним Америчким Државама врши Федерални резервни систем који је у приватном власништву. Х. Ф. Кенеди, на функцији предсједника САД, је, марта 1963. год. донио уредбу на основу које овлашћење штампања новца преноси у

---

<sup>1</sup> F. Budhin, *Credit et banlue*, Paris, 1940, p. 70

надлежност државе. Након ликвидације Х. Ф. Кенедиа исте године штампање новца је враћено претходној институцији<sup>2</sup>.

Претходно излагање може да доводи до привидног економског, послије стварног, раста али и до нужног економског пада. Нема идеалног друштва које би перманентно требало да убрза пораст благостања и да створи солидарно друштво. Либерални капитализам је то обећавао, али сувише споро. Идеологије које су хтјеле солидарно и демократско друштво са убрзаним благостањем дошле су у фазу економске и финансијске кризе на глобалном нивоу.

### Садржај финансијске политике

Финансијска политика се може дефинисати као укупност начелних одлука повезаних са општом политиком које одређују правила понашања код свих финансијских операција и диспозиција.<sup>3</sup> Циљеви представљају општи оквир из кога поједине функције извлаче своје парцијалне циљеве, на основу којих се формулише парцијална политика. Оне се усаглашавају и спроводе помоћу одговарајућих инструмената. Садржај финансијске политике која проистиче из принципа рентабилности ограничава даваоца кредита да пласира новчана средства у смјеру повећања укупног резултата. Садржај финансијске политике сходно принципу сигурности и ликвидности можемо схватити тако да је функцију критеријума примарне сигурности преузео захтјев за рентабилношћу, док је оцјена имовинских прилика, узимањем у обзир гарантне супстанце, задржала позицију секундарне сигурности и рентабилности.

Ликвидност се може изражавати преко давања неопходних покрића и стварања услова извршења плаћања обавеза.

Из овако кратког садржаја може се назирати одговор на проблеме алокације средстава (новца), расподјеле профита, запослености, стабилности, нивоа цијена и раста.

**Алокација средстава.-** Механизам формирања цијена на тржишту обезбјеђује оптималну алокацију средстава. Већи дио алокационе функције може да се препусти снагама тржишта. У тим областима јавна политика не треба да се бави проблемима алокације. Врло често тржишне снаге не могу да обезбиједје оптималне резултате у којим случајевима јавна политика утиче на ефикаснију алокацију средстава, али и у

---

<sup>2</sup> Божидар Митровић, у емисији на БН ТВ, 1.10.2009.

<sup>3</sup> Rossle, W. *Die finanzielle Führung der Unternehmung*. Westdeutscher verlag, Opladen, 1973, p. 34.

случајевима друштвених потреба када се тржишним механизмом не откривају преференције потрошача. У дистрибуцији кредитних средстава мора се обезбиједити стабилност, пуна запосленост и ниво цијена.<sup>4</sup>

Стабилност обезбјеђује висок степен коришћења средстава и стабилну вриједност новца. Међутим, слободна привреда тежи ка драстичним флукуацијама цијена и запослености, а независно од релативно кратких периода просперитета могу да се јаве неусклађености дуготрајног значаја у смислу незапослености или инфлације. Јавна политика мора да преузме функцију стабилизатора да би у подношљивим границама задржала одступање од високе стопе запослености и стабилности цијена.

### Узроци финансијске кризе

Финансијска криза изазива многе привредне потешкоће: смањење куповне моћи потрошача, што узрокује смањење производње и отпуштање радне снаге<sup>5</sup>, немогућност отплате кредита, смањење депозита у банкама.

Дакле, наступа економска криза. Шта узрокује економску кризу? Различити су одговори на ово питање. Према мишљењу угледног економисте Бранимира Локиа, члана Свјетске Хрватске народне банке, узрочник свјетске финансијске кризе је у ствари криза америчког империјализма<sup>6</sup>. Повремено се састају велике економске силе на скуповима као што је Група 8, а да при томе не констатују којим ће се путевима криза даље развијати. Финансијска криза се прелијева на реалну економију а затим и на политику чији узрочник је људски фактор.

Критичка грешка америчког империјализма је учињена средином осамдесетих година прошлога вијека и 2001. год. Учињена је дерегулација, национални дуг је повећан, уведене су промјенљиве камате тако да су се задуживали корисници кредита полазећи од претпоставке да ће камате бити ниске, а цијене производа порасте. Поразна економска политика за привреднике настављена је 2001. год. тако што је предсједник САД-а смањio порезе чиме су дате привилегије крупном капиталу, али је то умањило средства за инвестициона улагања<sup>7</sup>, па је смањењем

---

<sup>4</sup> Keller, J. *Die Liquidität der industriellen unternehmung*. Zurich: 1946, према *Liquiditätspolitik der Unternehmung*, J. C.V. Mohr verlag, Tübingen, 1963, p. 15.

<sup>5</sup> "Ценерал моторс" и "Кајзлер", произвођачи аутомобила у САД, због смањења куповне моћи грађана предвиђају да отпусте 350.000 радника, ТВ вијести Србије од 10. 12. 2008. год. у 17,15 часова.

<sup>6</sup> "Шта је уместо нас одлучило тржиште", НИН бр. 3022, од 27. 11. 2008., стр. 14.

<sup>7</sup> Економска криза Сједињених Америчких Држава се упоређује са оном која је постојала у вријеме када је Франклин Рузвелт преузео власт, 1932. год. Постојала је свјетска економ-

инвестиционог улагања оштећен крупни капиталисти. Томе је слиједило смањење камата. Банке су давале кредите без докумената. Очекујући да промјенљиве камате неће дјеловати и да ће остати на до тада ниском нивоу, захтјеви за кредитима су порасли. Стимулисана је укупна тражња. Половина кредита из САД-а је извезена тако да су последице подизања кредита и дерегулације тих односа задесиле и Европу<sup>8</sup>. Привреда је ушла у рецесију чиме продаја материјалних добара пада, а трошкови се не смањују.

Економски модел који је примијењен, настао је као одговор на велику кризу 70-их година прошлога вијека. Била је то криза вишка капитала. Класици политичке економије XIX вијека утврдили су да се капитал увећава брже него што стиже накнада за рад. Услјед тога настају проблеми везани за недостатак потражње. У класичном капитализму то се рјешава на рачун кризе хиперпродукције. У капитализму извозом капитала. Оба начина су била коришћена седамдесетих година прошлога вијека. Свјетска ситуација је условљавала да САД не иду даље путем научнотехнолошког напретка. Први пут у историји капитализма, стимулисана је укупна потражња помоћу емисије новца. Почетком осамдесетих година прошлога вијека потражња је стимулисана кроз државне послове. Од 1983. год тежиште је стављено на домаћинства. Захваљујући повећаној потражњи САД су направили успон у научнотехничком напретку. Тај успон је постигнут трошењем ресурса који су били предвиђени за обезбјеђење будућег раста. САД су почеле да гомилају дугове упоређујући графикон раста дугова домаћинства у укупном дугу САД на једној и америчког БДП, на другој страни. Привреда расте од два до три, највише четири посто годишње, а дугови

---

ска криза која се знатно задесила САД. Данас је обрнуто. Рузвелт се окружио са интелектуалцима и стручњацима – савјетницима (тзв. brains trust-trust мозгава) и успио увођењем економских и социјалних реформи ублажити посљедице кризе. Нову политику названу New Deal, проводио је унаточ великом отпору и легислативе и јудикатуре. Према државама Јужне и Средње Америке промјенио је у политику "доброг сусједства". Са СССР је 1933. успоставио дипломатске односе. Напуштајући изолационизам, супротставио се национал-социјалистичкој агресији, Енциклопедија Лексикографског Завода, Загреб МСМЛXIX, том 5, стр. 519.

<sup>8</sup> Промјенљиве камате Свјетске банке и ММФ, односно САД-а су биле карактеристичне за период задуживања осамдесетих година прошлога вијека којом приликом се и СФР Југославија задужила за око 20 милијарди долара, НР Пољска за око 35 милијарди долара, Румунија за око 11 милијарди, и многе друге земље на нижим БДП. Кредити су били основица за пад социјалистичке привреде. Румунија је подигнути кредит вратила за годину дана на терет животног стандарда грађана, али је тиме искључила могућност диктирања њиховом привредом од стране повјериоца. Сиромаштво грађана је искоришћено као основ за промјену власти и ликвидацију тадашњег председника и његове супруге.

расту од осам посто годишње. Тако су дугови домаћинстава премашили обим цјелокупне националне привреде – износе више од 14 трилиона долара<sup>9</sup>. Повећана потражња је повећала и производне капацитете. Враћање у реалне оквире условљава знатан пораст незапослености<sup>10</sup>.

Брокерска друштва постепено се спуштају на просторе реалне финансијске моћи и свјесни су да се погодно вријеме за њихов рад, које је било април-мај 2007. год., неће брзо повратити. У чежњи за профитом брокери су скривали могућу финансијску кризу која се могла предвидјети. Међутим, не може се прихватити тврдња да су свјетску финансијску кризу проузроковали брокери. Кретање берзанских индекса од априла 2007. год. до данас свједочи да су многи брокери изгубили чак и супстанцу.

Један од узрочника свјетске финансијске кризе наводи се и шпекулативни капитал<sup>11</sup>, мада је он добро дошао на тржишту капитала. Већину новца инвестираном на финансијском тржишту чини управо шпекулативни капитал. Основна му је функција да буде оплођен што је брже могуће. Његовим оплођавањем на берзама генеришу се друштвене вриједности као нова радна мјеста, пораст БДП.

Свјетску финансијску кризу су изазвале велике инвестиционе банке које су креирале производе, а брокери су их само дистрибуирали. Стога по командној одговорности брокери не могу да носе кривицу свјетске финансијске кризе<sup>12</sup>.

---

<sup>9</sup> Михаил Леонидович Хазин "Олигарси ће пропасти", Космополскаја правда, НИН бр. 3021 од 20.11.2008.

<sup>10</sup> У прошлом времену Сједињене Америчке Државе су своје кризе пребацивали на пријетећу опасност да би ублажили незадовољство грађана. Како би започели рат са Шпанијом 1898. год. ради Филипина и Кубе, Американци су дигли у ваздух сопствену оклопачу "Мен" у Панами. Свој конгрес су убједили од пријетеће опасности фашизма 1941. тако што нису спријечили нападе Јапана на Перл Харбур, мада је америчко руководство знала да Јапан припрема тај напад. Непосредно прије тога са Перл Харбура су уклонили све носаче авиона, али не и војнике. На тај начин је потпуно промјењено расположење друштва које је прихватило политику експанзије. У Токиншком заливу су почетком 60-их година уништили сопствену крстарицу да би ушли у Вијетнам. Срушена су два небодера "Близнаци" у Токију 2001. год. сваливши то на једног терористу, што је американима био повод да уђу у Авганистан.

<sup>11</sup> Ријеч шпекулација у српском језику има изразито негативну конотацију, у финансијском рјечника шпекулативни капитал нема ту врсту конотације. На финансијском тржишту постоји битна дистинкција између шпекулације и манипулације, док у српском језику шпекулација имплицира манипулацију. За финансијско тржиште не постоји манипулативни капитал, него само манипулације на тржишту.

<sup>12</sup> "Сумрак брокера" НИН бр. 3022, од 27. 11. 2008. год.

На просторима Босне и Херцеговине није било прилике да се доживи либерална економија<sup>13</sup> с обзиром на то како функционише тржишна економија и капитализам. Берзанска дјелатност је регулисана, али њезина анахроност не омогућава имплементацију принципа либералне економије нити убирања њених плодова. На Бањалучкој берзи није било прилике да се види како изгледа иницијална јавна понуда, па стога Берза није могла да се трансформише из построзиционог средства у мјесто на коме се прикупља капитал.

### **Извоз економске и финансијске кризе**

Економска и финансијска криза задесила је велике фабрике аутомобила јер су оне резултат економског стања у Сједињеним Америчким Државама. Одговарајући привредни и државни субјекти нису благовремено реаговали на промјену захтијева тржишта, нису вршили реструктуирање по захтјевима тржишта, нити мијењали менаџере који су привреду доводили у такво стање, повећавали су производњу на што су знатног утицаја имали потрошачки кредити. Привреда је у стању рецесије што изазива реалну могућност стечаја великих произвођача аутомобила због чега ће државе морати улазити у њихови опоравак са значајним новчаним средствима. Финансирање привреде у САД-у биће из федералних резерви тако да ће једна количина новца бити одштампана, а друга обезбијеђена на основу потраживања од других економски јаким земаља (Кина, Јапан). Веће потраживање новца од стране САД-а из иностранства биће узрочно повезано смањењем улагања новца из тих земаља у мање земље, па и на земље бивше СФР Југославије. Ово из разлога што мале земље немају гаранцију за подигнуте кредите коју може да пружа САД. Дакле, Сједињене Америчке Државе су проузроковале свјетску економску кризу, а већина новца ићи ће баш у ту земљу, па је логичан извоз рецесије у друге земље Европе, али и преосталог свијета.

Амерички долар није само свјетска резерва и трговинска валута, већ је послје 1971. год. долар постао једина мјера вриједности. Савремени модел привређивања, изграђен на долару као главној свјетској валути, довео је до тога да Америка има јединствену улогу у свјетској привреди. Она производи око 20% свјетског БДП. Укупни свјетски БДП износи око

---

<sup>13</sup> Либерална економија уводи ниске царинске стопе на што привреда Босне и Херцеговина још није спремна јер би је конкуренција високо развијених земаља угушила. На тај начин Босна и Херцеговина би се удаљила од економских интеграција.



60 трилиона долара. Стога привредна криза САД неминовно се одражава на привреду других земаља у свијету.

У оваквој ситуацији мале европске земље могу реаговати тако што ће:

- дозволити контролисану инфлацију,
- вршити контролу ризика,
- обезбиједити гаранцију за кредите,
- повећати осигурани износ уштеђеног новца код банака,
- стимулисати инвестиције које ће давати пораст продуктивности.

Домаће инвестиције морају имати већи значај, а стране инвестиције привлачити које увозе нову технологију са улагањем у обуку домаћих кадрова тако да су у могућности да примјењују увезену технологију.

### Тржишни ризици

У процесу транзиције иностране банке су ушле у банкарски систем Босне и Херцеговине. На тај начина Босна и Херцеговина је прихватила методе и инструменте еволуције и управљања ризицима примјерене банкарству у развијеним тржишним привредама. Развој квантитативних модела за мјерење и изложеност ризицима и инвестирањем средстава у развој ризик менаџмент унутар банака, резултирао је великим помаком у управљању кредитним ризицима те придавању све већег значаја некредитним ризицима: тржишним и оперативним ризицима. Уочено је да управљањем тржишним и оперативним ризицима је подручје на којему ће се у будућности разликовати успјешне од неуспјешних банака.

У тржишне ризике спада: ризик ликвидности, валутни ризик, ризик промјене каматне стопе и ризик промјене цијене вриједности.

**Ризик ликвидности** "деривирани" облик ризичности и посљедица је изложености другим ризицима због чега банке ризик ликвидности често маргинализују. Важност ликвидности се огледа и јасно распознаје тек у кризном стању. Банка са адекватном ликвидношћу пуно ће лакше премостити кризна стања и шокове. Ризик ликвидности може да се покаже као ризик неусклађене ликвидности, ризик појачане ликвидности и тржишни ризик ликвидности. Ризик неусклађене ликвидности настаје због неусклађености ставке активе и пасиве. Ризик појачане ликвидности је ризик који настаје због потребе виших износа ликвидних средстава које би банка могла потраживати у будућности. Ризик ликвидности тржишта настаје због потенцијално слабије ликвидности финансијског тржишта, што за посљедицу има немогућност продаје или прибављања ликвидне имовине.

Управљање ризиком ликвидности укључује:

- постављање политике управљања ризиком ликвидности,

- постављање лимита изложености ризику ликвидности,
- укупно управљање ризиком ликвидности.

Пракса управљања ликвидношћу у банкарским организацијама подразумемијева:

- посједовање стратегије за свакодневно управљање ризиком ликвидности,
- стратегију мора потврдити управа банке,
- свака банка мора да има јасно одређене одговорна лица за управљање ризиком ликвидности,
- банка мора да има разрађен информацијски систем за мјерење контроле и извјештавање о ризицима,
- банка мора перманентно провјеравати претпоставке које користи у процесу мјерења изложених ризика ликвидности,
- банка мора контролисати своју политику и наступа према депонентима,
- пратити и анализирати ликвидност у свим најважнијим валутама,
- мора постављати лимит за ризик ликвидности
- мора имати систем интерне контроле процеса управљања ризиком ликвидности,
- свака банка мора објављивати податке о изложености ризику ликвидности,
- супервизор треба организовати неовисну контролу и надзор банковног система управљања ризиком ликвидности.

**Валутни ризик** је најважнији појавни облик тржишних ризика у Босни и Херцеговини. Изложеност босанскохерцеговачких банака валутном ризику може да буде посљедица изложености деноминираним у еврима, тј. изложеност евро/конвертабилна марка. Тиме банке затварају своју изложеност валутном ризику, преваљујући ризик на своје клијенте. Међутим, валутна изложеност клијената, у случају апрецијације девиза у односу на конвертибилну марку, може прерасти у изложеност кредитном ризику. Наиме у случају снажне апрецијације евра у односу на конвертибилну марку може се предпоставити да би већи број клијената имао проблема с враћањем својих кредитних обавеза.

Треба истакнути да је течај евро/конвертабилна марка стабилан.

**Ризик промјене каматне стопе.** Управљање ризиком промјене каматне стопе у босанскохерцеговачким банкама је слабије заступљено од управљања валутним ризиком. Овај инструмент може да се користи тамо гдје су на страни пасиве банака одређене државе важан извор средстава кредити иноземних финансијских институција који се најчешће пласирају уз тржишну каматну стопу. Тако су ови извори, са становишта ризика

промјене каматних стопа, заправо краткорочни извори. Уколико их банка користи за пласирање средстава уз фиксну каматну стопу тада је она изложена ризику промјене каматне стопе.

**Ризик промјене цијене вриједности** представља потенцијални утицај промјене цијене вриједности у трговачким портфолијима банака на профитабилност пословања банке. Овај ризик се најчешће мјери примјеном метода свођења на тржишну вриједност. Основна идеја је израчунати или апроксимирати тржишну вриједност сваке вриједности у портфељу те их затим агрегирати у тржишну вриједност укупног портфеља. Након тога се прате дневне промјене тржишне вриједности портфеља из чега је могуће израчунати припадајуће ризике вриједности.

### Општи став

Озбиљност свјетске економске и финансијске кризе налаже промјену начина на који се приступило уређењу тржишта. Да би се у будуће избјегле катастрофалне кризе требало би имати другачији приступ посматрању дешавања на тржишту и његовог функционисања. Улагање државних средстава за оживљавање привреде иде путем великих банака, штити их од њиховог пропадања. Ове мјере врло брзо почињу да дају резултате. Власти проналазе начине да се институције у пропадању споје са другима, пружајући им фискални стимуланс што успорава економску активност, али на дужи рок даје позитивне резултате. Мјере су настављене са међубанкарским позајмљивањем. Овим путем финансијска криза ће почети да јењава. Уз гаранцију банке које се налазе у центру глобалног финансијског система неће пропасти. Поставља се питање шта са земљама које су на периферији (земље Источне Европе, Азије, Јужне Америке)? Ове земље нису у стању да понуде истовјетне кредибилне гаранције и финансијски капитал својим финансијским институцијама, па се са периферије крећу према центру. Цијене услуга банака су пале, а камате на тржиштима у развоју су порасле.

Међународни монетарни фонд је основао нову кредитну установу која омогућава кредитно здравим периферним земљама да користе кредите без додатних услуга.

Кредити не могу да расту из године у годину, као и позајмице на име капитала. Кредит намијењен потрошачима или банкама не може да расте бржом стопом од БДП. Стопа раста у САД и земљама Запада се повећавала и та заблуда је постала доминантна 1980. год. Ова заблуда је настала од тада важећих теорија о финансијском тржишту, према којој финансијска тржишта теже да иду ка средини и да су девијације насумичне, и могу се приписати спољним разлозима. Ова теорија се

користила како би се оправдало увјерење да се самоодређивању каматних стопа треба дати сва слобода и да би тржишта требало да буду слободна, без државне контроле. Међутим, не значи да би тржиште само по себи могло бити савршено. Потребна је државна регулатива ограничена законима тржишта. Како је тржиште изграђено на лажним претпоставкама, морало је имати негативне посљедице.

У погледу губитака који су се већ показали на тржишту, постоји опасност од тога да ће недостатак регулативе или њихова слаба примјена замијенити казнене регулативе. Регулативе могу бити још више неефикасне од тржишних механизма.

## Литература

1. Ранковић, Ј. *Управљање финансијама предузећа*. Београд: 1992.
2. Musgrave, Richard. *Теорија јавних финансија*. Београд: 1973.
3. Rossle, W. *Die finanzielle Führung der Unternehmung*. Westdeutscher verlag, Opladen, 1973.
4. Keller, J. *Die Liquidität der industriellen unternehmung*, Zurich. 1946, prema Witte, Eberhard. *Die Liquiditätspolitik der Unternehmung*, J.C.B. Mohr Verlag, Tübingen, 1963.
5. Фрик, Реинер. *Глобална економија*. Осло: 2004, превод Иван Рајић, Београд, 2006.
6. Дагенс, Нерингслив (Привреда данас), 31. децембар, 1994.
7. Wolf, Martin. *Whu Globaliyation Works*. Hew Haven: Zuale University Press, 2004.
8. Енциклопедија лексикографског завода, том 5. Загреб, МСМЛХИХ,
9. Зборник економског факултета, Загреб, 3, 2005.
10. "Лидер", Пословни рјечник, 28.11.2008.
11. <http://www.liderpress.hr/Deufalt.aspx?sid=60987>
12. НИН бр. 3019, од 6.11.2008.
13. НИН бр. 3021, од 20.11.2008.
14. НИН бр. 3022, од 27.11.2008.

## **АНТИКРИЗНА ПОЛИТИКА ПДВ-а И ПОШТИВАЊЕ ПРИНЦИПА ПОРЕСКЕ НЕУТРАЛНОСТИ**

### **ANTI-CRISIS VAT POLICY AND COMPLIANCE WITH THE TAX NEUTRALITY PRINCIPLE**

**Динка Антић\***

#### **Резиме**

Неутралност опорезивања у односу на економску позицију обвезника представља основно полазиште теоријског модела ПДВ-а. Премда од велике важности за уклањање фискалних препрека и конкурентност националних економија у глобалној сфери пословања, принцип неутралности ПДВ система се често подрива различитим мјерама националних политика ПДВ-а. У настојању да се ублажи негативни утицај глобалне економске и финансијске кризе, чланице ЕУ посежу за мјерама у области опорезивања потрошње и ПДВ политике, премда ефекти тих мјера нису увијек кохерентни са принципом фискалне неутралности. Пракса 16 чланица ЕУ је показала да се имплементацијом ПДВ група постижу вишеструке користи без потребе за балансирањем (*trade off*) између трошкова и користи одређених мјера. Концепт ПДВ групирања помирује дивергентне интересе главних страна, државе, обвезника и потрошача. У кратком року, примјеном ПДВ група јача се фискална позиција влада, као и ликвидност компанија. Дугорочно, групе за ПДВ-е позитивно дјелују на ниво цијена, запосленост и раст, доприносећи фискалној неутралности ПДВ система, остварењу економије

---

\* Др Динка Антић, шеф Одјељења за макроекономску анализу Управног одбора Управе за индиректно опорезивање БиХ

обима и макроекономској стабилности. Поред тога, а што је од важности за БиХ, увођење ПДВ групирања доводи до структуралних промјена унутар домаћег тржишта и успостави јединственог економског простора.

■ Кључне ријечи: фискална неутралност, ПДВ, ПДВ групе

## Summary

The fundamental assumption of theoretical VAT model lies on neutrality of VAT taxation in relation to economic position of taxpayers. Although highly relevant for removing fiscal barriers and competitiveness of national economies in the global sphere of business the principle of neutrality of VAT system is very often undermined by different measures of national VAT policy. Having intention to alleviate negative impact of global economic and financial crisis the EU members use measures in the field of consumption taxation and VAT policy, although the effects of those measures are not always coherent with fiscal neutrality principle. The recent practice of 16 EU Member States has proven that by the implementation of VAT groups the multiple benefits are achieved without a need for trade off between the costs and benefits of various measures. The concept of VAT grouping reconciles divergent interests of the main stakeholders, state, taxpayers and consumers. In the short run, an application of VAT groups may strengthen a fiscal position of governments as well as a liquidity of companies. In the long run, VAT groups affect a level of prices, employment and growth, contributing to fiscal neutrality of VAT system, economy of scale and macroeconomic stability. In addition, which is of relevance for BiH, an introduction of VAT grouping leads to structural changes within domestic market and an establishment of the single economic space.

■ Key words: fiscal neutrality, VAT, VAT groups

## 1. Увод

У настојању да подстакну агрегатну потражњу велики број земаља правце за излазак из глобалне економске кризе налази у мјерама у сфери опорезивања потрошње порезом на додану вриједност (ПДВ). Резултати анализе предузетих антикризних мјера у политици ПДВ-а чланица ЕУ и осталих земаља указују на дивергентне циљеве, који су у фокусу влада и различите временске хоризонте имплементације нових политика. Водећи се циљем одржавања прихватљивог буџетског дефицита у кратком року, неке земље, које су у фискалним дубиозама, посежу за повећањем стопе пореза, чиме се само одлаже излазак из кризе, док се друге одређују за

мјере којима се јача текућа ликвидност компанија и подстиче приватна потрошња и инвестиције. Будући да све мјере немају истосмјерни правац дјеловања на све субјекте, државу, компаније и грађане, потребно је одређено балансирање између дивергентних циљева (енгл. *trade off*), којим се максимални учинци појединачних мјера жртвују у циљу постизања укупних оптималних ефеката. Настојећи избалансирати ефекте мјера већина чланица ЕУ, на темељу стратегије конкурентности ЕУ из Лисабона, из 2000. године, и осигурања принципа пореске неутралности, определијелила се за примјену концепта опорезивања групе компанија, као ефикасне иновације у систему ПДВ-а. Имплементацијом овог концепта у систему ПДВ-а, у вријеме глобалне кризе, могуће је остварити вишеструке позитивне ефекте. У кратком року побољшава се текућа ликвидност компанија уз минималне жртве на страни прихода од ПДВ-а, док, на дуги рок, уклањањем фискалних препрека у систему ПДВ-а, примјена концепта ПДВ група не само да усмјерава систем ПДВ-а ка пореској неутралности, уз позитивне економске посљедице по компаније и тржиште, него позитивно утиче и на макроекономски систем у цјелини. Цијенећи ограничен маневарски простор фискалних власти у Босни и Херцеговини, с обзиром на осјетљивост буџета свих нивоа на осцилације у висини прихода од ПДВ-а, пореске иновације из праксе ЕУ, које поред фискалних и трошковних ефеката производе и ограничене промјене у структури привреде и тржишта, постају пожељни правци прилагођавања политике ПДВ-а и у БиХ.

## 2. ПДВ и принцип неутралности

Принцип фискалне (пореске) неутралности подразумијева да компаније-обвезници економске одлуке, нпр. везане за алокацију капитала, инвестиције, или успостављање мјеста сталног пословања, не доносе под утицајем текућих мјера пореске политике<sup>1</sup>. Исто тако, у циљу осигурања равноправне утакмице на тржишту фискалне власти не треба да мјерама пореске политике подстичу или обесхрабрују одређене активности или понашања. Неутралност опорезивања промета подразумијева да посљедице опорезивања треба да буду исте за све трансакције промета добара и услуга<sup>2</sup>. Неутралност представља један од основних принципа креирања система ПДВ-а. У начелу, ПДВ је

<sup>1</sup> IBFD, *International Tax Glossary*, Vth Edition, Amsterdam, 2005.

<sup>2</sup> Више о принципу неутралности: Јелчич, Барбара; Јелчић Божидар. *Порезни систем и порезна политика*. Загреб: Информатор, 1998.

неутралан порез, будући да је, по дефиницији, финансијска обавеза. Из тога имплицира да ПДВ-е није елемент цијене коштања, те да не утиче на расходе и добит компанија. Неутралност ПДВ-а подразумијева да позиција обвезника на тржишту није детерминирана повољнијим или неповољнијим пореским статусом у систему ПДВ-а, него ефикасношћу интерне економије обвезника и преференцијама купаца. Међутим, пракса показује да су реални системи ПДВ-а у свијету дисторзивни у већем или мањем степену, овисно о величини одступања од теоријског модела ПДВ-а. Теоријски (идеални) модел ПДВ-а подразумијева опорезивање једном стопом свих трансакција промета добара и услуга и регистровање свих судионика у прометном ланцу за ПДВ, док реални системи ПДВ-а најчешће укључују више стопа ПДВ-а, праг за регистрацију, ослобађања од опорезивања одређених трансакција и сл.

Ослобађања одређених добара и услуга узрокује прекиде у ПДВ ланцу промета и појаву тзв. каскадног ефекта који је важан фактор угрожавања фискалне неутралности ПДВ-а. Прекид у ПДВ ланцу доводи до двоструког опорезивања у наредној фази ланца промета, будући да се, поред крајње потрошње, опорезује и ПДВ скривен у набавкама од добављача који није обвезник. Као примјер може се узети финансијски сектор и чињеница да су финансијске услуге углавном ослобођене плаћања ПДВ-а. Трошкови ПДВ-а из набавки финансијског сектора, скривени у цијени банкарске услуге, се преносе у продајне цијене добара/услуга које испоручује обвезник-клијент банке и даље прометним ланцем до крајњег потрошача. Каскадни ефекат ПДВ-а, осим што представља удар на животни стандард грађана и слаби конкурентну позицију обвезника, доводи и до пораста нивоа цијена у земљи.

Постојање прага за регистрацију на сличан начин угрожава неутралност система ПДВ-а и конкурентност на тржишту. Степен дисторзије зависи од врсти дјелатности и пословној повезаности мале фирме која није обвезник ПДВ-а са другим обвезницима ПДВ-а. Неповољнији положај ће имати мале фирме које се налазе у прометном ланцу између обвезника ПДВ-а, будући да ПДВ-е из набавки постаје трошак пословања. У таквој неповољној ситуацији може опстати само мала фирма која производи специфична добра или услуге које купац-обвезник ПДВ-а не може под повољнијим условима набавити од других обвезника. У начелу, јачина ефекта прага за регистрацију на неутралност система ПДВ-а и конкурентност компанија у земљи и изван ње овиси о величини удјела малих фирми у промету обвезника ПДВ-а, док у међународној размјени зависи и од степена усклађености система ПДВ-а у земљама увозници и извозници.



И одређене селективне и дискриминаторне мјере политике ПДВ-а<sup>3</sup> могу да угрозе неутралност система и да одређене групације обвезника доведу у неповољнији фискални и економски положај. Врло често се посебним схемама или административним аранжманима намећу додатне обавезе компанијама, које производе и додатне трошкове и негативно утичу на пословање компанија, понајвише у сегменту одржавања ликвидности. Коначно, пореске преваре, које се великим дијелом реализују у оквиру система ПДВ-а, поред сужавања пореске базе и пореске евазије, у највећем степену угрожавају функционисање јединственог тржишта и искривљују дјеловање тржишних механизма којима се усмјерава алокација капитала. У таквим условима цијене се не формирају дјеловањем понуде и тражње на тржишту, а инвеститори не добијају праве сигнале са тржишта које су гране или производи најпрофитабилнији за улагање<sup>4</sup>.

Остварење неутралности ПДВ-а се може посматрати у оквиру националних граница, те у смислу пореског третмана трансакција међународне размјене добара и услуга. Код процјене степена дисторзивности домаћег система ПДВ-а анализира се положај домаћих компанија, групација или сектора у односу на увознике и друге домаће компаније, док код анализе положаја домаћих обвезника на свјетском тржишту потребно је компарирати карактеристике система ПДВ-а у земљи и карактеристике система ПДВ-а у трећим земљама. У условима пословања у глобалном окружењу није довољно само осигурати неутралност система опорезивања ПДВ-ом на националном нивоу, већ и у међународној размјени и на глобалном нивоу. Приступом супранационалним економским интеграцијама, попут ЕУ, чланице требају фокус политике индиректног опорезивања усмјерити са националног плана ка остварењу принципа пореске неутралности на наднационалном нивоу. Иако је опорезивање у ЕУ у надлежности чланица, остварење заједничких политика ЕУ, међу којима важно мјесто има успостава и функционирање јединственог тржишта Уније, намеће потребу пуне хармонизације система индиректног опорезивања на нивоу ЕУ у циљу остварења наднационалне неутралности система опорезивања ПДВ-ом у ЕУ. Ово је потребно из разлога што угрожавање неутралности

<sup>3</sup> Нпр. у сфери ограничавања права на одбитак улазног ПДВ-а, а тиме и права на поврат обвезницима, или у погледу положаја увозника у вези рокова плаћања обавезе за ПДВ-е.

<sup>4</sup> Више о томе: Антић, Д. Борба против пријевара у саставу ПДВ-а у функцији осигурања - тржишне конкурентности.// II Међународни симпозиј "Финанције и рачуноводство у функцији господарског раста БиХ", Мостар, 20/21-ИХ-2007., ФИРЦОН, Мостар, стр. 419-438.

опорезивања ПДВ-ом на нивоу ЕУ може да доведе до угрожавања достигнутог степена интеграције националних система индиректног опорезивања и пореске конкуренције између чланица, смањења ефикасности алокације капитала и слабљења глобалне конкурентности компанија из Европске уније.

### **3. Циљеви антикризне политике ПДВ-а: конфликти и ограничења**

У фокусу антикризних мјера које су земље у свијету предузеле како би ублажиле негативне ефекте свјетске економске кризе, налази се заштита домаће производње и радних мјеста, при чему се занемарују посљедице протекционизма на глобалну конкурентност. У ситуацији када велике економије настоје потпомоћи посрнуле производне гиганте, намеће се питање шта је важније: сачувати домаће компаније и радна мјеста по сваку цијену, трошењем новца пореских обвезника и будућих генерација на неефикасне програме и неодговорне менаџменте компанија, или постојећу кризу искористити за стимулирање компанија које имају здрав однос према пословању. Државе, осим директног убризгавања свјежег капитала, национализације банака и компанија или преузимања лоших дугова и потраживања, могу да укину различите административне намете или регулације којима се ограничава пословање компанија или се угрожава финансијско пословање, као и све препреке, укључујући и фискалне, које онемогућавају равноправну утакмицу на тржишту. За ублажавање економске кризе потребно је комбиновати различите фискалне стимулансе који укључују дјеловање на страни јавних расхода (нпр. отварање јавних радова), стимулансе усмјерене према потрошачима (нпр. смањење стопе ПДВ-а) и стимулансе усмјерене према компанијама (нпр. потицаји и субвенције). Ефекти мјера усмјерених према потрошачима и компанијама су врло дискутабилни, док највећи ефекат могу произвести мјере на страни јавних расхода. Економисти закључују да фискални стимуланси у сваком случају морају бити правовремени, обимни, диверзифицирани, дуготрајнији, колективни, стабилни и одрживи.<sup>5</sup>

Избор мјера и инструмената у сфери политике ПДВ-а за које се владе опредјељују у борби против глобалне рецесије зависи од значаја прихода

---

<sup>5</sup> Више о томе: Spilimergo, A.; Symansky, S.; Blanchard, O.; Cottarelli, C. *Fiscal Policy for the Crisis*. IMF staff position note SPN/08/01, IMF, Washington, 29 December 2008, [www.imf.org](http://www.imf.org), pp. 2 – 7.

од ПДВ-а у укупним јавним приходима и удјела опорезиве потрошње. Већи степен опорезованости потрошње мјерен % БДП оставља простора за стимулацију приватне потрошње смањењем стопа ПДВ-а и ширењем обима добара и услуга на које се примјењују диференциране стопе.

Увођење снижених стопа ПДВ-а у фискалне системе, као најпопуларнија предизборна мјера, најчешће се правда социјалним разлозима, ублажавањем регресивних учинака ПДВ-а на становништво са нижим доходима, или чак демографским разлозима. Међутим, досадашња дугогодишња пракса политике снижених стопа ПДВ-а у ЕУ је показала другачије ефекте. Смањење стопа не мора увијек да доведе до смањења цијена и потицаја за нову потрошњу. У пракси је већ потврђен модел понашања обвезника у ситуацијама када се мијењају стопе ПДВ-а. Пораст пореских стопа, код одређених добара и услуга, врло често доводи до већег пораста малопродајних цијена него што износи пораст пореског терета, а с друге стране, смањење пореских стопа у највећем броју случајева доводи до мањег смањења малопродајних цијена него што износи укинути порез<sup>6</sup>. Величина ефекта снижавања стопе ПДВ-а на цијене и ниво запослености зависи од многих фактора: преференције потрошача и цјеновне еластичности потражње за одређеним добрима и услугама, нивоа конкуренције унутар сектора, обима сиве економије, од тога да ли је радно-интензивна или капитал-интензивна дјелатност и др. Одређене економске користи је могуће постићи снижавањем стопа ПДВ-а уколико се то ограничи на секторе који су, у већој мјери, погођени сивом економијом, односно неформалним, нерегистрованим, а тиме и неопорезованим, активностима. Уколико се смање стопе на добра и услуге које многи производе или пружају у домаћинствима, претпоставља се да ће то утицати на промјену преференција домаћинстава ка већем кориштењу услуга или добара набављених од регистрованих добављача. Тиме се ствара потицај да се запослени фокусирају на ефикасније и продуктивније обављање редовних послова у формалној економији. Пораст продуктивности доводи до појаве ефеката економије обима, док преусмјеравање потрошње ка регуларном тржишту доводи до повећања потражње за одређеним добрима и услугама, што стимулише раст запослености у тим секторима и укупан раст економије. Све то коначно доприноси порасту пореских прихода (директних и индиректних).

<sup>6</sup> Примјер потврде изнесеног модела понашања обвезника налазимо у БиХ, у 2006, када је уведен ПДВ. Након увођења ПДВ-а по стопи од 17% на тржишту није дошло до смањења цијена цигарета, енергената, пива и алкохола, каве и осталих високотарифних добара која су до тада била опорезована порезом на промет у висини од 20%.

Студије<sup>7</sup> Европске комисије су показале да се највећи ефекти на продајне цијене остварују снижавањем стопе ПДВ-а на производе крајње потрошње, локално испоручене. Уколико се снижава стопа ПДВ-а на производе и услуге регионалног карактера и мобилне пореске основице, под дјеловањем миграције становништва и тржишта, ефекти снижене стопе врло брзо ће се истопити. Повећана потражња за тим производима и добрима довешће до формирања коначне цијене изнад жељене продајне цијене. С друге стране, снижавање стопе ПДВ-а на међупродукте и сировине и материјал нема ефекта на смањење трошкова производње и продајне цијене сектора, будући да ПДВ није елемент цијене коштања.

Посљедњих неколико година ЕУ настоји да сниженим стопама ПДВ-а на радно-интензивне услуге подстакне ново запошљавање у секторима гдје су ниски инпути а висока додана вриједност. Снижавање стопе ПДВ-а може имати ефекте на већу запосленост уколико се примјењује на производе и услуге са еластичном потражњом (нпр. луксузна добра). С друге стране, смањење стопа на основне животне намирнице, чија је потражња цјеновно нееластична, осим ограничених социјалних ефеката, неће довести до раста потражње и веће запослености у тим секторима. При томе не треба заборавити да је тржиште рада доста ригидно, зависно од сектора (радно или капитал-интензивно), снаге конкуренције, тзв. структуралној незапослености и постојања фиксних уговора, те да је потребан дужи рок да би се помјерањем стопа ПДВ-а у одређеним секторима остварили ефекти повећане запослености. Примјена снижене стопе на производе и услуге за крајњу потрошњу гдје постоје супститути може довести до фаворизирања одређених сектора потакнутог фискалним инструментима, што у коначници подстиче усмјеравање ресурса у неефикасне секторе.

Приликом креирања мјера антикризне политике ПДВ-а потребно је водити рачуна и о томе да реакције потрошача на смањење стопа ПДВ-а нису исте у вријеме рецесије и раста незапослености као у вријеме раста економских активности, запослености и дохотка. Смањење плата, скраћивање радног времена, неизвјесност и страх од губитка посла, раст обавеза за камате за примљене кредите и пооштравање услова за ново кредитирање, фактори су који доводе до смањења дохотка расположивог за потрошњу и смањења агрегатне потражње. У таквој ситуацији становништво ће се ограничавати на куповину нужних добара и услуга. Водећи економисти сматрају мјеру снижавања стопе ПДВ-а за неколико

---

<sup>7</sup> Copenhagen Economics, "Study on reduced VAT applied to goods and services in the Member States of the European Union, Final Report to the European Commission, 2007.

процента недовољном да се подстакне агрегатна потрошња<sup>8</sup>. С друге стране, неке чланице ЕУ су посегнуле и за повећањем стандардне стопе у циљу очувања фискалних прихода, иако постоји реална опасност да краткорочни фискални ефекти, настали повећавањем стандардних стопа ПДВ-а, буду врло брзо неутрализовани контракцијом потрошње и падом економске активности, угрожавајући уложене напоре и спроведене мјере за излазак из рецесије<sup>9</sup>.

#### 4. Правци рјешења: *TRADE-OFF* и иновације

Крајем 2008. и током 2009.године, чланице ЕУ су у сегменту ПДВ-а усвојиле сет различитих мјера које су (i) усмјерене на потицање агрегатне потражње (нпр. смањивањем стопе ПДВ-а и сужавањем пореске основице), (ii) мјере којима се јача фискална позиција влада (повећањем стопа ПДВ-а, укључујући и снижене стопе, сужавањем опсега примјене диференцираних стопа), (iii) мјере којима се побољшава ликвидност компанија (нпр. продужавањем рокова за подношење пријава и за плаћање обвезе за ПДВ, скраћивањем рокова за враћање поврата, мјере којима се ублажавају ефекти стечаја компанија на пословне партнере), (ив) мјере којима се циљано потиче конкурентност (нпр. побољшавањем позиција малих фирми у систему ПДВ-а), (v) мјере против пореских превара у систему ПДВ-а, те (vi) мјере које воде поједностављењу администрација ПДВ-ом<sup>10</sup>.

Већина побројаних мјера углавном је усмјерена на јачање ликвидности и економског положаја компанија, те на стимулирање потрошње становништва, са очекиваним ефектима на раст продаје, инвестиција, дохотка, запослености и др. Неке од мјера су краткорочне, а ефекти неких се могу очекивати тек на дужи рок. Примјећује се да поједине мјере имају вишеструке ефекте, неке од њих су узајамно кохерентне, док су друге међусобно у конфликту, попут мјера за потицање агрегатне тражње и

---

<sup>8</sup> Више о томе: Spilimergo, A.; Symansky, S.; Blanchard, O.; Cottarelli, C. *Fiscal Policy for the Crisis*. IMF staff position note SPN/08/01, IMF, Washington, 29 December 2008, - [www.imf.org](http://www.imf.org), pp. 6 – 7.

<sup>9</sup> У првој половини 2008. године, у вријеме бурног раста цијена енергената, сировина и хране на свјетском тржишту, показало се да су системи ПДВ-а већине чланица, који због диференцираних стопа укључују високе стандардне стопе ПДВ-а, порастом цијена инпута и растом каскадног ефекта ПДВ-а постали дисторзивни за конкурентност и макроекономску стабилност.

<sup>10</sup> Извор: International VAT Monitor, IBFD, Amsterdam, извјештаји кореспондената обављени у сљедећим бројевима: Vol. 19 No 5 i No 6, 2008; Vol. 20 No 1 – No 6, 2009.

мјера којима се јача фискална позиција влада. Мјере против пореских превара утичу и на јачање конкурентности и јединственог економског простора, доводе до смањења пореске евазије и на пораст прихода, док на страни регуларних обвезника и пореских управа захтијевају додатне трошкове и веће буџете. Висина прага за регистрацију за ПДВ-е може да дјелује позитивно или негативно на компаније које нису у систему ПДВ-а, али и на обвезнике уколико су у пословању упућене на мале фирме. Продужавање пореског раздобља релаксира финансијску позицију већине обвезника, али негативно утиче на пуњење буџета и на финансијску позицију извозника и инвеститора због продужавања рока за поврат ПДВ-а. С друге стране, максимална скраћивања рока поврата ПДВ-а стављају пореске управе под пресију да у кратком року изврше верификацију поврата, што може повећати ризик од пореских превара. Поједностављењем администрирања ПДВ-ом настоји се јачати ликвидност привреде и остварити уштеде у буџетима које се могу усмјерити у јавне инвестиције. Међутим, поједностављење процедура, попут готовинског књиговодства, не мора *a priori* фирме довести у повољан положај. Компаније које су у позицији да могу одлагати плаћање обавеза добављачима радије ће се определијелити за генерални принцип опорезивања, који подразумијева одбитак улазног ПДВ-а из набавки и смањење пореске обвезе за тај износ, при чему се износ улазног ПДВ користи као бескаматни кредит. Мјере које се уводе против пореских превара, попут експанзије примјене механизма "обрнутог терећења" (енгл. *reverse charge mechanism*) или солидарне одговорности, могу додатно оптеретити трошкове регуларних обвезника. С друге стране, све мјере имају одраза и на трошкове пореских управа. Више стопа, нижи праг за опорезивање, широк обим ослобађања, посебне схеме и др. оптерећују буџете пореских управа, тако да је дискутабилно да ли ће нето фискални ефекат мјера бити у границама очекиваног.

С обзиром да у ЕУ не постоји конзистентна заједничка антикризна политика ПДВ-а чланице аутономним антикризним политикама угрожавају неутралност система ПДВ-а, доводећи до појаве штетне пореске конкуренције. Анализа ефеката мјера и инструмената за којима државе посежу у сегменту антикризне политике ПДВ-а показала је да је потребно одређено балансирање, тзв. "*trade off*", да се жртвују максималне користи једне мјере у корист позитивних ефеката других мјера.

Поставља се питање да ли су могуће мјере политике ПДВ-а које ће производити позитивне ефекте без стварања нових дисторзија у систему и

девијација на тржишту. Посљедњих година све више чланица ЕУ у националне системе уводи концепт групирања за ПДВ<sup>11</sup>. Примјена концепта ПДВ група, до сада у 16 чланица, показала је да није потребан *trade off* да би се постигли фискални, микро и макроекономски ефекти. Показало се да концепт може бити истовремено ефикасан и ефективан и економичан за све главне актере, компаније-обвезнике, државе и грађане. Појавом глобалне кризе концепт доживљава пуну експанзију у ЕУ као ефикасна пореска иновација чијом примјеном се успјешно ублажавају многобројни негативни ефекти кризе на компаније и државне буџете, док се на дуги рок очекује да ће концепт допринијети већем степену неутралности система ПДВ-а у цјелини.

## 5. Опорезивање групе друштава у систему ПДВ-а у ЕУ

### 5.1. Импликације ПДВ група

Концепт или схема групирања компанија за ПДВ подразумијева да група компанија дјелује под јединственим ПДВ бројем, као јединствени ПДВ обвезник, који подноси јединствену мјесечну пријаву за све компаније чланице групе. Из овога имплицира да за сврху ПДВ на нивоу групе постају релевантне само екстерне трансакције набавке и продаје, тј. трансакције између групе и екстерних добављача, односно групе и екстерних купаца. Интерне трансакције промета између чланица ПДВ групе постају ирелевантне са становишта опорезивања ПДВ-ом.

Одступање реалних система ПДВ-а од теоријског модела, а тиме и од принципа неутралности, производи директне и индиректне трошкове по обвезнике и макроекономски систем у цјелини. Директни трошкови, који су видљиви у калкулацијама цијена, настају због немогућности надокнаде улазног ПДВ-а у цијелости. Индиректни трошкови, који се често занемарују приликом анализирања ефикасности пореског система, односе на трошкове администрирања ПДВ-ом код обвезника. Индиректни трошкови администрирања ПДВ-ом, с обзиром да су у већини фиксног карактера, непропорционално више оптерећују добит мале фирме у односу на велике компаније.

Приступањем групи обвезници остварују уштеде и на директним и на индиректним трошковима. Централизацијом пореског књиговодства и централизацијом администрирања ПДВ-ом на нивоу групе остварују се

---

<sup>11</sup> У европској пракси у неким чланицама концепт се назива и фискалним јединством (е-нгл. *fiscal unity*).

директне уштеде на трошковима поштивања пореских прописа<sup>12</sup>. Директне користи ПДВ група огледају се у снажењу финансијске позиције предузећа у групи и погодностима код управљања готовином. Појединачни обвезници су врло често суочени са проблемом одржавања ликвидности због плаћања ПДВ-а. У случају групне регистрације, притисак за одржавање ликвидности је мањи будући да велики дио опорезивих интерних трансакција између чланица групе остаје изван система опорезивања ПДВ-ом. На тај начин се релаксира управљање готовином, обвезама и потраживањима, чланице више не морају у великој мјери да позајмљују финансијска средства за финансирање пореза, а готовина која је раније била ангажована за плаћање ПДВ-а на интерне трансакције унутар групе може да послужи као додатни извор за финансирање екстерних набавки. Све то повратно позитивно дјелује на укупну ликвидност предузећа и групе, а индиректно и на повећање добити компанија.

Директне користи се огледају у неутрализацији негативних ефеката ослобађања ПДВ-а код чланица групе које имају ослобођени промет само са чланицама унутар групе. У случају заједничке регистрације, када се група предузећа третира као један порески обвезник, право на одбитак групе предузећа се посматра у односу на промет цијеле групе према трећим лицима. Предузеће које је изван ПДВ групе, уколико поред опорезивог има и ослобођени промет, не може у цијелости одбити улазни порез од пореске обавезе. Насупрот томе, у консолидованој пријави ПДВ групе сучељава се само улазни ПДВ из екстерних набавки групе и промет групе, те се право на одбитак улазног ПДВ-а примјењује само у омјеру опорезивих екстерних испорука групе у односу на укупан екстерни промет групе. Релаксација права на одбитак улазног ПДВ-а доводи до смањења каскадног ефекта, тј. износа "скривеног" ПДВ-а у расходима чланица групе, чиме се ствара простор за смањење продајних цијена чланица групе, побољшава се њихов положај на тржишту<sup>13</sup>, али и свих осталих компанија које су прометним ланцем повезане са ПДВ групом.

---

<sup>12</sup> Уштеде се односе на трошкове у вези регистрације, контаката са пореском управом, ангажирања пореског савјетника и књиговођа, обрачуна ПДВ-а на интерне трансакције промета између чланица групе и подношења пријаве ПДВ-а.

<sup>13</sup> Према студији Европске комисије и истраживању PriceWaterhouseCoopers из 2006. године најповољније трошкове банкарског сектора, као сектора који у највећој мјери оптерећује обвезнике "скривеним" ПДВ-ом, имале су В. Британија, Белгија, Луксембург и Ирска, првенствено захваљујући увођењу ПДВ група (извор: Европска комисија, TAXUD, 2006).



Поред микроекономских импликација на пословање предузећа, увођење ПДВ група производи и фискалне и економске ефекте. Фискалне импликације ПДВ групе огледају се у нижим трошковима администрирања ПДВ-ом на страни пореских управа. С обзиром да се на интерне трансакције у групи не обрачунава ПДВ не постоје потицаји да се вјештачком подјелом компаније на мање компаније са прометом испод законског прага за регистрацију избјегава регистрација за ПДВ. Елиминацијом праксе вјештачког дијелења већих компанија долази до ширења пореске основице, смањења сиве економије, јачања тржишних механизма и, у коначници, до повећања прихода од ПДВ-а. Увођењем ПДВ група уклањају се фискалне препреке јачању конкурентности компанија на међународном тржишту. Анализе ЕУ су показале да је увођење ПДВ група допринијело порасту атрактивности чланица за страна улагања<sup>14</sup>. Смањењем трошкова компанија, расхода финансирања и елиминацијом каскадног ефекта ПДВ-а ствара се простор за смањење цијене коштања инпута и продајних цијена добара и услуга.

Према студијама Европске комисије, обим каскадног ефекта ПДВ-а, као фактора нарушавања његове неутралности, је у толикој мјери велик да може значајно одређивати ниво цијена у земљи и укупну стопу инфлације. Имајући то у виду, укључивање компанија које нису биле у систему ПДВ-а или компанија које су дјелимично ослобођене плаћања ПДВ-а у ПДВ групу може да допринесе смањењу стопе инфлације и макроекономској стабилности, дјелујући потицајно на повећање потрошње и запослености и укупни економски раст.

Примјена ПДВ група повољно дјелује и на оптимализацију тржишне структуре и ефикасност алокације капитала. Економске и финансијске предности групирања обвезника за ПДВ-е доводе до ширења ПДВ група, а тиме неминовно и до експанзије вертикалних и хоризонталних интеграција, са испољавањем позитивних ефеката економије обима и економије величине.

Показало се да је страх да ће због експанзије ПДВ група доћи до угрожавања прихода био неутемељен. У односу на пораст прилива прихода од ПДВ-а на вањски промет групе евентуални губитак прихода због релаксације права на одбитак улазног пореза је миноран. У начелу, порески ефекти пословања појединачних предузећа и групе предузећа

<sup>14</sup> Аналитичари сматрају да су ПДВ групе један од разлога за високу позицију чланица ЕУ на свјетским ранг листама конкурентности. Према извјештају Свјетског економског форума за 2006/2007. осам земаља од десет првих на листи су чланице ЕУ које су увеле ПДВ групе, а за 2009/10 десет чланица ЕУ са ПДВ групама је рангирано међу првих 18 у свијету (извор: World Economic Forum).

требали би се разликовати, прије и после укључивања у ПДВ групу, само у износу одбитног ПДВ-а који је нешто виши код опорезивања групе. Међутим, укупни фискални ефекти су знатно већи, на краћи рок због укључења предузећа која су била изван система ПДВ-а вјештачким дијељењем већих компанија, а на дужи рок за макроекономске ефекте на цијене, потрошњу, запосленост, конкурентност и раст. Код поређења фискалних ефеката не треба занемарити да је укупна ефикасност пореских управа већа због троструког ефекта: (i) трошкови контроле и администрирања ПДВ групе као једног обвезника су нижи него трошкови контроле великог броја малих обвезника, (ii) наплаћени приходи расту због побољшане финансијске дисциплине обвезника и смањења пореске евазије<sup>15</sup>, и (iii) остварују се додатни приходи од укључивања у систем ПДВ-а компанија које су до тада пословале изван система ПДВ-а уз минималне додатне трошкове администрирања<sup>16</sup>.

## 5.2. Еволуција ПДВ група у функцији супранационалне неутралности ПДВ-а у ЕУ

До сада је 18 чланица ЕУ<sup>17</sup> и неколицина осталих развијених земаља<sup>18</sup> искористило понуђену опцију регистрација ПДВ групе као једног обвезника. Холандија<sup>19</sup> је предводник чланица које заговарају примјену економског приступа контроли у групи предузећа (концепт *de facto* контроле)<sup>20</sup>, док је Велика Британија<sup>21</sup> заговорник правног (*de jure*)

<sup>15</sup> Ризик утаје пореза од стране малог броја великих компанија (тј. ПДВ група) је мањи него у случају да се велики број мањих обвезника појединачно опорезује.

<sup>16</sup> Праг за регистрацију за ПДВ се уводи из разлога што је укључивање малих фирми у систем ПДВ-а неекономично и за обвезника и за пореску администрацију. ПДВ група, због предности у виду централизације пореског књиговодства и администрирања ПДВ-ом, *de facto* представља једини механизам путем којег се мале мале фирме могу укључити у систем ПДВ-а, а да додатни трошкови за новог обвезника и пореске администрације у вези администрирања ПДВ-ом буду минимални.

<sup>17</sup> ПДВ групе је до сада увело 16 чланица: Холандија, Њемачка, Аустрија, Естонија, Шведска, Финска, Мађарска, Данска, Кипар, Шпанија, Ирска, В. Британија, Румунија, Белгија, Чешка, Словачка (од јула 2009). Латвија и Естонија су увеле ПДВ групе 1.1.2010. Још три чланице ЕУ, Луксембург, Француска и Пољска, су разматрале увођење ПДВ групе, али до сада нису донијеле коначну одлуку о томе.

<sup>18</sup> Аустралија, Нови Зеланд и Канада.

<sup>19</sup> Холандија је увела обавезну регистрацију групе предузећа за ПДВ 60-их година XX - вијека.

<sup>20</sup> Утврђивање контроле *de facto* је доста сложено јер је потребно дефинирати критерије. Значајан критериј да ли постоји *de facto* контрола јесте и обавеза израде консолидованих

концепта контроле<sup>22</sup>. Од свих чланица једино ове двије земље омогућавају укључивање нерезидената у ПДВ групе (енгл. *cross-border VAT groups*). За будуће чланице ЕУ најинтересантнији је модел Чешке који подразумева праг контроле од минимално 40%. Већина осталих чланица ЕУ које примјењују ПДВ групе су прописале да је критериј подобности постојање контроле или експлицитно најмање 50% акција са гласачким правом, док су прагови контроле у Аустрији и Данској далеко виши, 75% и 100% респективно.

У складу са циљевима Лисабонске стратегије, из 2000. године, чланице ЕУ су се определијиле за укидање свих препрека које угрожавају конкурентност компанија из ЕУ на свјетском тржишту. У сегменту опорезивања ПДВ-ом стратегија укључује неколико приоритета:

- уклањање штетне пореске конкуренције између чланица да би се омогућило исправно функционирање тржишта ЕУ,
- изједначавање принципа опорезивања ПДВ-ом како би се компаније из ЕУ довеле у равноправан положај на тржишту ЕУ и свјетском тржишту у односу на компаније из остатка свијета,
- смањивање трошкова администрирања да би се оснажила конкурентна позиција ЕУ и
- уклањање девијација у систему ПДВ-а које доводе до "скривеног" опорезивања инпута (тзв. каскадни ефект) и оптерећења расхода компанија.

До прије неколико година увођење ПДВ група у правни систем ПДВ-а чланица ЕУ било је мотивисано спречавањем пореских превара и смањењем трошкова које имају компаније због поштивања ПДВ прописа. Након одређивања за Лисабонску стратегију конкурентности увођење ПДВ група се посматра као стратешка пореска иновација која би требала

---

извјештаја за сложено предузеће у складу са међународним рачуноводственим стандардима (MRS, GAAP, Седма директива ЕЗ).

<sup>21</sup> В. Британија је увела опциону регистрацију групе предузећа за ПДВ 70-тих година XX вијека.

<sup>22</sup> Према правном стајалишту концепт контроле се посматра у склопу традиционалног - корпоративног права у западним земљама. Постоје два прага контроле *de jure*: (i) 75% или више, што представља већински праг потребан да акционари донесу посебне одлуке (нпр. измјене статута, промјене класе акција, изгласавање приједлога и препорука одбора директора или менаџмента и др. по питању важних пословних одлука) или (ii) проста већина од 50%+1 глас, која је потребна за изгласавање осталих приједлога одбора директора или именоване директора или менаџмент тима, што у начелу омогућава контролу дневних - одлука компаније.

допринијети неутралности наднационалног система ПДВ-а у ЕУ<sup>23</sup>. Међутим, аутономним регулирањем опорезивања ПДВ група од стране чланица успостављени су различити модели ПДВ група унутар фискалног система ЕУ. Увођењем атрактивних националних правила групирања за ПДВ-е компаније се подстичу да преселе своје пословање у чланице које нуде повољније пореске услове<sup>24</sup>. Умјесто да допринесе већој кохезији система ПДВ-а, у ЕУ појава различитих модела опорезивања ПДВ група је појачала разлике између фискалних система чланица.

У циљу приближавања националних ПДВ система и елиминације дисторзивних ефеката примјене схеме ПДВ група на фискални систем ЕУ средином 2009. године Европска комисија је усвојила коминике којим је представила јединствено стајалиште у вези опсега и начина примјене схеме ПДВ групирања<sup>25</sup>. Хармонизацију правила ПДВ групирања између чланица потребно је посматрати као сегмент ширег процеса тзв. позитивне интеграције националних пореских система чланица ЕУ у функцији јачања супранационалне пореске неутралности ПДВ-а.<sup>26</sup> С обзиром на улогу Комисије у вези испуњавања Уговора о оснивању ЕУ, а тиме и спровођења заједничких политика, попут исправног функционирања тржишта ЕУ и примјене директива из сфере опорезивања, стајалиште Комисије се може сматрати обвезујућим за све чланице. Чланицама које су опцију групирања за ПДВ имплементирале у национално законодавство коминике Комисије представља стандард с којим требају ускладити национална правила, а осталим чланицама и

---

<sup>23</sup> Више о томе: Антић, Д. Рефлексије редизајна система ПДВ-а у ЕУ на БиХ.// 9. Међународни симпозиј "Конкурентност и европски пут БиХ", Ревилон, Неум, 29-31. мај 2008.

<sup>24</sup> Од процеса мигрирања сједишта компанија и централизованих заједничких услужних центара, који је познат под називом "делокализација", највише користи су до сада имале Ирска и В. Британија. Процењује се да је од укупног броја пројеката извозно оријентисаних директних инвестиција (FDI) у ЕУ 2003.године чак 50% припало у Ирској захваљујући увођењу ПДВ група (извор: World Investment Report, 2004; студија Европске комисије и PWC, TAXUD, 2006).

<sup>25</sup> Communication from the Commission to the Council and the European Parliament on the V-A-T Group option provided in the Article 11 of Council Directive 2006/112/EC on the common system of value added tax, COM/2009/325, Brussels, 2.7.2009.

<sup>26</sup> Више о позитивној пореској интеграцији у ЕУ: Terra, V.J.M.; Wattel, P.J. *European Tax - Law*. 5th Edition, Kluwer Law International, Alphen aan den Rijn, Netherlands, 2008., pp. 3-6, 29-32, 267-384.

земљама кандидатима сет основних начела и смјерница за увођење ПДВ група<sup>27</sup>.

У циљу осигурања неутралности система ПДВ-а и елиминације пореске дискриминације одређених сектора Комисија забрањује ограничења код формирања групе за ПДВ с обзиром на економску дјелатност чланица или припадност одређеном сектору<sup>28</sup>. Тиме је елиминисана штетна пракса неких чланица да ПДВ групе уводе само у одређеним секторима. Према коминикеу ПДВ група се темељи на кумулативном услову постојања финансијских, економских и организацијских веза између чланица групе. Како би се избјегла произволна и различита тумачења садржине финансијских, економских и организацијских веза, Комисија је објавила и дефиниције сваке од њих. Финансијске везе постоје уколико је постотак удјела у капиталу или гласачким правима преко 50% или уколико постоји франшизни уговор. Економске везе постоје уколико су главне активности чланица групе сличне или су активности чланица групе међусобно комплементарне или међузависне или једна чланица групе обавља активности које у цијелости или у већини користе осталим чланицама групе. Организацијске везе постоје уколико у групи дјелују заједничке или дјелимично заједничке управљачке структуре. Комисија инсистира на стриктном поштивању кумулативног услова постојања троструких веза како би се спријечило формирање фиктивних група и осујетиле пореске преваре које могу из тога да проистекну.

Потреба за снажнијим наступом компанија из чланица ЕУ на тржишту ЕУ, као и на свјетском тржишту, поготово у вријеме свјетске рецесије, намеће потребу да се процес остварења националне неутралности ПДВ-а, без обзира на фискалне надлежности чланица, подреди заједничким

---

<sup>27</sup> Више о томе: Massin, I.; Vyncke, K. *EC Communication on VAT Grouping: An Attempt to Harmonize or to Restrict the Use of Group Registration*. International VAT Monitor Vol. 20, No 6, IBFD, Amsterdam, November/December 2009, pp. 454-461.

<sup>28</sup> Након анализе усклађености националних прописа чланица које су увеле ПДВ групе са законом ЕУ у овој области, Комисија је 20.11.2009. упутила захтјев Холандији, Ирској, - Шпанији, Финској, Шведској, В. Британији, Чешкој и Данској да ускладе националне прописе са смјерницама из коминикеа Комисије из сљедећих разлога: Шведска и Финска ограничавају опсег схеме само на финансијске услуге и услуге осигурања, а Холандија није уградила обавезу да се о измјенама у примјени схеме ПДВ група обавезно обавијести Комисија. Свим поменутих чланицама осим Шведске и Холандије стављен је приговор да дозвољавају да се укључе у схему лица која нису опорезива у смислу ПДВ-а. Захтјев Комисије је у облику утемељеног мишљења (енгл. *reasoned opinion*), што представља другу фазу процедуре у случају повреде права ЕУ, у складу са чл. 226 Уговора. У случају да чланице не удовоље захтјеву предмет ће бити упућен Суду правде ЕУ.

циљевима ЕУ у контексту спровођења структуралних реформи унутар ЕУ, исправног функционисања тржишта Уније, остварења прокламованих слобода успостављања пословања у ЕУ и снажније конкурентности европских компанија на свјетском тржишту. Паралелно с процесом хармонизације правила ПДВ групирања између чланица у Унији тече и процес успоставе прекограничних супранационалних ПДВ група у финансијском сектору и сектору осигурања у које ће бити укључене филијале и подружнице из више чланица ЕУ. Финансијски сектор је погодан за пробно увођење супранационалних ПДВ група из неколико разлога. Национални оквири регулисања ПДВ група не могу значајније допринијети повећању ефикасности и смањењу трошкова услуга које банке и осигуравајуће куће пружају својим клијентима будући да је структура финансијског сектора мултинационалног карактера. Поред тога, с обзиром на чињеницу да оба сектора имају велики удио у креирању додане вриједности (7% БДП ЕУ<sup>29</sup>), те да су услуге ових сектора у великој мјери ослобођене плаћања ПДВ-а, каскадни ефекат улазног ПДВ-а на цијене услуга финансијског сектора, а потом и на цијене оутпута реалног сектора, је значајан. Увођење прекограничних финансијских ПДВ група, уз ширу примјену опорезивања финансијских услуга које се пружају обвезницима ПДВ-а<sup>30</sup> и механизма дијелења трошкова (енгл. *cost-sharing*) између чланица групе, има за циљ да се централизацијом заједничких функција финансијских корпорација и смањењем трошкова подстакне раст финансијског и реалног сектора<sup>31</sup>. Процес стварања европских мултинационалних ПДВ група, који је за сада усмјерен само на финансијски сектор, требао би у наредним годинама да

---

<sup>29</sup> Извор: EUROSTAT

<sup>30</sup> Опорезивање финансијских услуга је већ омогућено чланом 137(1)(а) Директиве 2006/112/ЕЦ. Према овом члану чланица ЕУ може опорезивим особама одобрити опорезивање финансијских услуга наведених у чл. 135(б)-(г), те је у том случају дужна да - пропише правила за опорезивање финансијских услуга. Опција опорезивања финансијских услуга се већ неколико година примјењује у неким чланицама ЕУ (Француска, балтичке земље, Белгија,...). На основу позитивних искустава Белгије, у којој је већина институција у финансијском сектору до 2007.г. затражила примјену опорезивања финансијских услуга, Европска комисија је припремила приједлог измене Директиве 2006/112/ЕЦ. Више о томе: *Proposal for a Council Directive amending Directive 2006/112/EC on the common system of value added tax, as regards the treatment of insurance and financial services (COM/2007/747)*, 27.11. 2007.

<sup>31</sup> Према приједлогу Европске комисије, који се налази у процедури пред Европским парламентом, поред већ дате могућности опорезивања финансијских услуга предвиђена је и могућност опорезивања услуга у сектору осигурања пружених опорезивим особама, те увођење прекограничних ПДВ група у оба сектора. Очекује се да ће ове измене Директиве примјењивати од 1.1.2012.

се прошири на све остале секторе у функцији остварења већег степена супранационалне пореске неутралности ПДВ-а у ЕУ и јачања конкурентности европских компанија у односу на главне конкуренте у свијету.

## 6. Глобална криза и политика ПДВ-а у БиХ

Експанзија ПДВ група у све већем броју чланица, формирање супранационалних ПДВ група у финансијском сектору и разматрање модела опорезивања ПДВ група на нивоу ЕУ потврђују чињеницу да ће се чланице, али и земље-кандидати чији су системи ПДВ-а компатибилни са ЕУ, које не дограде национални систем ПДВ и не омогуће регистрацију ПДВ групе врло брзо наћи у неповољнијем положају на међународном тржишту у односу на земље које су увеле ПДВ групе. Притисак компанија за уклањањем свих препрека конкурентности примораће и преостале чланице ЕУ да уведу ПДВ групе у национални систем ПДВ-а. Појавом глобалне финансијске, а потом и економске кризе, питање конкурентности и снижавања трошкова финансијских услуга постаје фундаментално питање опстанка на тржишту и одрживости финансијског и реалног сектора економије. Поставља се питање да ли Босна и Херцеговина може да прати најновије трендове у опорезивању у ЕУ и у којој мјери увођење ПДВ група у систем ПДВ-а у БиХ може помоћи ублажавању посљедица глобалне економске кризе у БиХ.

У одсуству монетарне политике фискална политика преостаје као основна полука макроекономске политике у БиХ. Од могућих фискалних стимуланса у БиХ најизвјеснији ефекти могу се осигурати отварањем јавних радова, али то захтијева реструктурирање расхода буџета свих нивоа влада, стабилну фискалну позицију и снажнију фискалну координацију у БиХ у вријеме кризе. Озбиљније измјене у систему ПДВ-а нису пожељне будући да су јавни приходи у БиХ јако осјетљиви на осцилације у наплати ПДВ-а. Супротно БиХ, у ЕУ-15 удио главних група пореских прихода: индиректних пореза, директних пореза (порез на добит и доходак), и социјалних доприноса, је равномјеран. Таква пропорција одражава виши степен економске развијености чланица ЕУ, који одбацује већи порез на добит и доходак. Приходи од ПДВ у структури пореских прихода у БиХ чине чак 33%<sup>32</sup>, што је далеко више него удио директних ли индиректних пореза у ЕУ. Низак удио директних пореза у укупним

<sup>32</sup> Подаци Одјељења за макроекономску анализу Управног одбора Управе за индиректно опорезивање за 2008, [www.oma.uino.gov.ba](http://www.oma.uino.gov.ba).

приходима БиХ онемогућава примјену стандардних система распоdjеле прихода између нивоа управе који су у употреби у другим сложеним земљама у свијету, у којима приходи централне владе и приходи влада средњег нивоа углавном потичу из директних пореза, док се ПДВ користи за фискална изједначавања и ублажавање регионалних и локалних диспаритета. Све док директни порези не буду равномјерно заступљени у структури прихода ПДВ и остали индиректни порези представљаће основни приход свих нивоа управе у БиХ. Може се закључити да се драстичнијим промјенама у систему ПДВ-а, попут ширења обима ослобађања и нулте стопе или увођења скале диференцираних стопа, не би могла значајније подстакнути потрошња, него, напротив, отворио би се простор за дугорочну дестабилизацију јавних прихода. Фискална и макроекономска позиција БиХ би била угрожена са више страна:

- на страни прихода: мањим уплатама обавеза за ПДВ-е и већим повратима,
- на страни расхода: повећаним трошковима рада пореске управе (у смислу администрирања ПДВ-ом, обављања ревизија и контрола),
- отвара се простор за пореску евазију, утаје и преваре, што даље подрива приходе и повећава расходе пореској управи, слаби тржишне механизме и угрожава јединствени економски простор у БиХ.

Имплементација концепта ПДВ група, осим што би донијела економске и фискалне користи, омогућила би да БиХ постане атрактивна дестинација за пословање великих компанија. Према одредбама Закона о ПДВ-у у БиХ омогућена је заједничка регистрација на захтјев обвезника у ситуацији када више обвезника заједнички обавља опорезиве дјелатности. Заједничка регистрација може се одобрити у случајевима када обвезници обављају и опорезиве и ослобођене дјелатности. Да би се одобрила заједничка регистрација групи компанија нужно је да матично предузеће у потпуности посједује остала предузећа – чланице групе. Уколико упоредимо услове за заједничку регистрацију који вриједу у БиХ са условима за регистрацију групе предузећа за ПДВ-е у другим земљама може се закључити да захтјев за потпуном и апсолутном контролом матичног предузећа превише ригорозан, и, у садашњим условима, неостварив за компаније - бивша државна предузећа<sup>33</sup>. Релаксирањем критерија контроле и другачијим дефинисањем групе предузећа у складу са смјерницама Европске комисије креирао би се повољнији правни оквир за имплементацију групирања за ПДВ-е. У вријеме кризе, када је због

---

<sup>33</sup> Одабраним моделима приватизације државних предузећа у оба ентитета у БиХ у старту је онемогућен купац државног дијела капитала да преузме 100% власништва.



погоршане фискалне позиције и специфичности фискалне архитектуре у БиХ сужен маневарски простор за интервенције у систему ПДВ-а, експанзија ПДВ група у БиХ може позитивно дјеловати на профитабилност и ликвидност компанија у групи, али и на убрзање структуралних реформи преко снажнијих интеграционих повезивања компанија, атрактивности и пропулзивности пословног амбијента за страна улагања и јачања јединственог економског простора у БиХ.

## 7. Закључак

Трагајући за одговарајућим мјерама којима би се подстакла агрегатна потражња или смањили буџетски дефицити чланице ЕУ посежу за различитим антикризним мјерама у политици ПДВ-а. Показало се да су ефекти већине мјера дивергентни, да доносе ограничене користи, али уз становите жртве. Експанзија примјене ПДВ група у ЕУ у посљедњих неколико година и усвајање јединствених смјерница за укључивање ПДВ група у систем ПДВ-а доказ је да су ПДВ групе пожељан концепт који, поред тога што доприноси квалитету система ПДВ-а и остварењу фундаменталног принципа фискалне неутралности, омогућава и низ економских предности компанијама и државама које то омогуће, без већих посљедица по приходе буџета. Због дјеловања глобалне кризе буџети већине земаља су оптерећени високим дефицитима, док компаније имају отежан приступ финансијским изворима. У вријеме кризе пореске иновације и нови концепти опорезивања, попут схеме ПДВ група, представљају механизме којима се, у функцији остварења неутралности система ПДВ-а, може ефикасно дјеловати у правцу неутрализације директних и индиректних трошкова опорезивања ПДВ-ом, снажења текуће ликвидности буџета и обвезника, док се на на дуги рок осигурава стабилност цијена, пораст запослености и економски раст. Занемарујући константне политичке расправе у БиХ у вези са увођењем диференцираних стопа ПДВ-а, са неизвјесним ефектима на социјални положај грађана и агрегатну потражњу, фокус активности у БиХ требало би усмјерити ка провјереним концептима и иновацијама у политици ПДВ-а који не само да доприносе одржавању текуће ликвидности и нивоа економске активности у вријеме кризе, него и дугорочно побољшавају ликвидност и економску позицију домаћих компанија на тржишту. Поред фискалних и економских ефеката имплементација ПДВ група у условима БиХ економије има и додатну структуралну димензију, нужну за бржи економски раст, која подразумијева интегрирање расцјепканог тржишта и привлачење великих компанија и инвеститора.

## Литература

1. Антић, Д., "Борба против пријевара у суставу ПДВ-а у функцији осигурања тржишне конкурентности", II Међународни симпозиј "Финансије и рачуноводство у функцији господарског раста БиХ", Мостар, 20/21-ИХ-2007., ФИРЦОН, Мостар, стр. 419-438.
2. Антић, Д., "Рефлексије редизајна сустава ПДВ-а у ЕУ на БиХ", IX међународни симпозиј "Конкурентност и европски пут БиХ", Неум, 29-31 мај 2008, Ревизон, Сарајево, стр. 281-310.
3. Антић, Д., "Потреба за редизајнирањем политике ПДВ-а у увјетима глобалне кризе", X. међународни симпозиј "Европски пут БиХ у увјетима економске кризе", Неум, 28-30. мај 2009, Ревизон, Сарајево, стр. 115-140.
4. Антић, Д., "Порез на додану вриједност у функцији финансијског менаџмента", "Порезни савјетник", бр. 4 Ревизон, Сарајево, април/травањ 2005, стр. 21 – 28.
5. Антић, Д., "Третман групе друштава у суставу ПДВ-а у ЕУ", "Право и порези" бр. 11, РРиФ, Загреб, студени 2008, стр. 75-81.
6. Antić, D., "VAT in Bosnia-Herzegovina: Institutional and Legal Aspects", *International VAT Monitor*, IBFD, Amsterdam, Vol 17, No 6-2006, December 2006, pp 448 – 455.
7. Borselli, F., "A Sensible Reform of the EU VAT Regime for Financial Services", *International VAT Monitor*, Vol 20/5, IBFD, Amsterdam, September/October 2009, pp. 375-383.
8. Copenhagen Economics, "Study on reduced VAT applied to goods and services in the Member States of the European Union, Final Report to the European Commission-TAXUD, 2007.
9. Council Directive 2006/112/EC on the common system of value added tax, OJ L 347, 11.12.2006.
10. Council Directive amending Directive 2006/112/EC on the common system of value added tax, as regards the treatment of insurance and financial services (COM/2007/747), 27 November 2007.
11. European Commission, Communication from the Commission to the Council and the European Parliament on the VAT group option provided for in Article 11 of Council Directive 2006/112/EC on the common system of value added tax, COM(2009)325, Brussels, July 2009.
12. IBFD, *International VAT Monitor*, Amsterdam, извјештаји кореспондената, Vol 19/3-6, 2008.
13. IBFD, *International VAT Monitor*, Amsterdam, извјештаји кореспондената, Vol 20/1-5, 2009.
14. Јелчич, Барбара, Јелчић, Божидар, "Порезни сустав и порезна политика", Информатор, Загреб, 1998.

15. Lejeune I., Caluwé B., Craemer M., "The Belgian VAT Grouping rules compared with the non-harmonised rules used in the E.U. by 13 other Member States", PricewaterhouseCoopers, Belgium, September 2007.
16. Massin, I., Vyncke, K., "EC Communication on VAT Grouping: An Attempt to Harmonize or to Restrict the Use of Group Registration", International VAT Monitor Vol. 20, No 6, IBFD, Amsterdam, November/December 2009, pp. 454-461.
17. Proposal for a Council Directive amending Directive 2006/112/EC on the common system of value added tax, as regards the treatment of insurance and financial services (COM/2007/747), 27.11. 2007.
18. PriceWaterhouseCoopers, "Study to Increase the Understanding of the Economic Effects of the VAT Exemption for Financial and Insurance Services", European Commission, TAXUD, 2006.
19. Spilimergo, A., Symansky, S., Blanchard, O., Cottarelli, C., "Fiscal Policy for the Crisis", IMF staff position note SPN/08/01, IMF, Washington, 29 December 2008, [www.imf.org](http://www.imf.org).
20. Terra B.J.M., Wattel P.J., "European Tax Law", 5th Edition, Kluwer Law International, Alphen aan den Rijn, Netherlands, 2008.
21. Vyncke, K., "VAT Grouping in the European Union: Purposes, Possibilities and Limitations", International VAT Monitor, Vol 18/4, IBFD, Amsterdam, July/August 2007, pp. 250-261.



## **УЛОГА ОСИГУРАЊА ДЕПОЗИТА У ПРЕВАЗИЛАЖЕЊУ БАНКАРСКЕ КРИЗЕ**

### **ROLE OF DEPOSIT INSURANCE IN ORDER TO OVERCOME THE BANKING CRISIS**

**Драгана Башић\***

#### **Резиме**

Свака економска и банкарска криза у свијету је генерисана дубоким и дугорочним поремећајима системског или несистемског карактера у сржи одређеног економског, односно банкарског система. Генерално посматрајући, периоди кризе су у кратком року погубни за општи економски раст, финансијску стабилност и запосленост, али у дугом року њени ефекти су свакако позитивни и доприносе враћању економског система на здраве основе и стабилан раст и развој.

Потреба за осигурањем депозита се и јавила као последица наступања банкарске кризе још у давном XIX вијеку и представља јасне коријене "бриге државе" за мале депоненте и јачање свијести да ти "мали" у суштини представљају "челични стуб" једног финансијског система.

Овај рад представља дубоко садржајан и суштински критичан осврт на генезу развоја и моделе осигурања депозита у свијету и код нас, позитивне ефекте њиховог дјеловања, али и слабости и могући приступ у њиховом реструктурирању у правцу испуњења циљева због којих и постоје, а то су заштита интереса депонената, очување повјерења у банкарски систем и обезбјеђење финансијске стабилности земље.

---

\* Др Драгана Башић, доцент, Економски факултет Универзитета у Бањој Луци

**Кључне ријечи:** банкарска криза, морални хазард, осигурање депозита, повјерење, финансијска стабилност.

## Abstract

Any economic and banking crisis in the world has generated a deep and long-term disorders system or nonsystem characters at the core of a certain economic and banking system. Generally looking, the periods of crisis are devastating in the short term for the general economic growth, financial stability and employment, but in the long run its effects are certainly positive and contribute to restoring the economic system on the basis of healthy and stable growth and development.

The need for deposit insurance and reported as a consequence of the banking crisis in ancient XIX century and is a clear roots "concerns of the state" for small deponents and strengthen the awareness that these "small" are basically "steel pillar" of a financial system.

This work is deeply meaningful and substantial critical review of the genesis and development of models of deposit insurance in the world with us, the positive effects of their action, and weaknesses and possible access to their restructuring in the direction of fulfilling the objectives and why they exist, and that the protection of the interests depositors, preserve confidence in the banking system and ensuring the financial stability of a country.

**Key words:** The banking crisis, moral hazard, deposit insurance, trust, financial stability

## Увод

Готово у свим развијеним земљама банке као депозитне институције су укључене у систем осигурања депозита.

*Осигурање депозита* представља гаранцију државе власницима депозита у банкама депозитним институцијама да ће у одређеном износу бити исплаћени уколико њихова банка дужник пропадне. Банке које су укључене у систем осигурања депозита у једној земљи дужне су да редовно уплаћују премије осигурања депозита у специјални фонд агенција за осигурање депозита из којег се, према потреби, врши компензирање депонентима за њихове депозите уколико дође до ликвидације банке.

У основи сваког система осигурања депозита у свијету је, без обзира на разлике у њиховој структури и карактеристикама, заштита интереса

депонената у банкама како би се очувало повјерење у банкарски систем и одржала финансијска стабилност земље.

Систем осигурања депозита је још од својих зачетака изазивао пажњу многих експерата у банкарству и финансијској струци, управо због његове улоге и значаја као модела превазилажења посљедица кризних стања.

Међутим, нема идеалног модела, већ свако ново стање отвара потребу новог прилагођавања и његове модификације ради остварења циљева због којих је и формиран.

Оснивање међународних финансијских асоцијација осигурања депозита, координирани рад Базелског комитета, асоцијација и Европске комисије на стандардизацији принципа осигурања депозита на ширем свјетском економском простору указује на потребу заједничког напора за очување стабилности глобалног финансијског система и значај осигурања депозита као модела превазилажења могућих банкарских и финансијских кризних стања.

## 1. Генеа развоја и облици осигурања депозита у свијету

Први облици осигурања депозита због јуриша депонената на банке јавили су се већ почетком XIX вијека у циљу очувања стабилности финансијског система, али Велика економска криза тридесетих година XX вијека у Сједињеним Америчким Државама створила је услове за формирање првог стандардног механизма осигурања депозита.



Слика 1. Амерички предсједник, Franklin Roosevelt 16. јуна 1933. потписује Закон о банкарству, дио којим се конституише FDIC

Амерички конгрес је 1933. године, након најгорег јуриша на банке у америчкој историји, основао Државну агенцију за осигурање депозита **FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation)** у чијој је директној надлежности било осигурање депозита. Ова агенција је била самостална и Конгрес је обезбиједио висока овлашћења у спровођењу њене политике.

Оснивање ове агенције је вратило повјерење депонената у банкарски систем и подстакло их да улажу своје депозите у банку, чак и у вријеме интензивних банкротстава банака. Само годину дана касније Конгрес је одобрио оснивање Федералне корпорације за осигурање штедње и зајмова (FSLIC) како би се осигурали депозити штедно-кредитних удружења и штедионица, а 1971. године формира Национални фонд осигурања удјела у кредитним удружењима ради осигурања њихових депозита. Конгрес 1989. укида FSLIC и њене надлежности преноси на FDIC.<sup>1</sup>

Главни циљеви Државне агенције за осигурање депозита у Сједињеним Државама су очување штедних и трансакцијских средстава, односно депозита малих штедиша, и стабилизација банкарског система.

Од свог оснивања ова институција се није суштински мијењала и остала је вјерна свом програму из тридесетих. Ова агенција премије осигурања зарачунава на основу осигураних депозита банака и штедионица и "слијева" их у формирану Фонд осигурања банака и Фонд осигурања штедних задруга. Битно је нагласити да премију осигурања представља исти постотак укупних депозита за све осигуране депозитне институције, без обзира на врсту институције и ризичност њихових портфолија. Премије осигурања по појединачној осигураној институцији су веома мале (од 1933. до 1989. износиле су 0,083 %, а данас 0,23 % по долару осигураних депозита). Нови ниво који употребљава Фонд је 0,22 % у поређењу с минимумом од 1,15% којег је наложио Конгрес. Управо ове ниске цијене осигурања депозита и једнакост у обрачуна за све осигуране депозитне институције су на мети критика многих америчких економиста.

Квоте осигурања депозита у америчком систему су варијабилног карактера и зависе од нивоа системског ризика, економске политике и развијености привреде. Тако је 1933. године Државна агенција за осигурање депозита осигуравала депозите у вриједности 2.500 долара по сваком појединачном рачуну, да би Амерички конгрес ту границу 1980. године повећао на 100.000 долара. Због наступања снажног системског ризика, Конгрес је 2009. ту квоту повећао на 250.000, и она ће бити

---

<sup>1</sup> Miller, L. R. VanHoose, D. D., *Модерни новац и банкарство*, Загреб: Мате д.д.о., 1997. стр. 281.



активна до 31. децембра 2013. када се поново враћа на износ од 100.000 долара.<sup>2</sup>

Када осигурана банка пропада, сви осигурани депоненти бивају исплаћени а њиховим депозитима управља нова институција. У случају банкрота осигуране институције FDIC може да искористи следећих пет опција.<sup>3</sup>

- *Куповина и преузимање од здраве банке.* Здрава банка преузима добре кредите и другу имовину лоше банке.
- *Поддршка отвореној банци.* Аквизирана банка добија финансијску помоћ од FDIC-а у припајању проблематичне банке.
- *Трансфер или преузимање осигураних депозита од FDIC-а* ради директне исплате депонентима од здраве банке.
- *Bridge bank.* Уколико се не може извести преузимање проблематичне банке од других банака, FDIC може да је преузме на кратак рок и да њоме управља у периоду од пет година док се не пронађе адекватан купац (варијанта стварања банке за премоштавање - Bridge bank). Државна агенција непосредно контролише процес реструктурирања проблематичне банке за вријеме њеног санационог процеса. У овом случају сви осигурани депоненти и даље имају своје рачуне у банци.
- *Опција исплате (Payout option).* Одмах, у првој седмици, FDIC исплаћује депонентима пун износ њихових осигураних средстава, преузима потраживања депонената и постаје генерални кредитор банке. Ова државна агенција добија улогу судског извршитеља и ликвидира имовину банкротираних банке, а из тих средстава исплаћује власнике неосигураних депозита и остале кредиторе банке. Исплаћује укупно 60 до 80 посто потраживања, а исплата може бити одложена неколико година због судског процеса.

**Русија** је тек децембра 2003. донијела закон осигурања депозита становништва у банкама Руске Федерације и сагласно томе основала Агенцију за осигурање депозита (Deposit Insurance Agency - DIA). То је државна корпорација некомерцијалног типа са специјалним законским статусом, чији су основни циљеви, осигурање депозита становништва и обезбјеђење ликвидности банака које држе депозите становништва. Агенција је у власништву Руске Федерације независна је у спровођењу својих активности од Владе и Централне банке Руске Федерације.

---

<sup>2</sup> <http://www.fdic.gov/about/index.html>

<sup>3</sup> Timothy W. Koch, S. Scott MacDonald, *Bank Management*. Thomson Learning. South – Western. 2003. стр. 457.

Почетни капитал ове руске агенције за осигурање депозита формиран је трансфером имовине расформиране Агенције за реструктурирање кредитних организација (ARCO), а октобра 2005. тај фонд је допуњен са 5,2 билиона рубаља (182 мил \$). Руски закон дозвољава и могућност финансирања Агенције позајмљивањем из буџета Руске Федерације у случају потребе ургентног финансирања. Најзначајнији извор финансирања Агенције је кварталним уплатама премија осигурања банака која тренутно износи 0,15 % укупних депозита. У почетку су осигурани депозити у банкама износили 100.000 рубаља по депоненту, а 2006. године је, на захтјев Владе, повећан на гарантни ниво осигурања од 280.000 рубаља (око 10.000 \$). За износ до 100.000 рубаља гарантује се 100 %, а за сваки износ преко гарантује се 90 %. Тренутно Фонд осигурања депозита Агенције (DIF) посједује 15,1 билион рубаља (око 528 мил \$).<sup>4</sup>

Корпорацију за осигурање депозита у **Јапану** (DICJ – Deposit Insurance Corporation of Japan) основала је 1971. године Влада Јапана, која данас овладава 95 % капитала Корпорације, а остало је у власништву банке Јапана и приватних финансијских институција. Корпорација за осигурање депозита Јапана је под директним супервизорским покровитељством Министарства финансија и Агенције финансијских услуга (Financial Services Agency). Данас је Корпорација активна на сљедећим подручјима:

- управљање системом осигурања депозита како би се обезбиједила сигурност депозита најзначајних депонената у финансијском систему, финансијска подршка финансијским институцијама које пропадају (у периоду од априла 1992. до јуна 2003. ова корпорација је помогла 180 финансијских институција у износу 25 трилиона јена у виду финансијске помоћи или преко куповине активе);
- финансијски пословни реинжењеринг, односно активности финансијске реконструкције које обухватају управљање банротираним финансијским институцијама као администратор који је поставила Комисија FSA;
- пружање савјета и подршке Корпорацији за рјешавање и прикупљање (Resolution and Collection Corporation – RCC) која је власнички субсидијар DICJ у управљању процесом прикупљања и рјешавања неперформансних кредита трансферисаних од компанија које се баве давањем хипотекарних кредита и пропалих финансијских институција које су под старатељством, односно повјереништвом DICJ;

---

<sup>4</sup> Подаци Међународне асоцијације институција за осигурање депозита IADI (International Association of Deposit Insurers) <http://www.efdi.net/aboutUs.asp>

- јачање капитала финансијских институција и куповина и распоред неперформансних кредита добрих финансијских институција;
- Од априла 2002. овлашћење DICJ за контролу финансијских институција у погледу њихове припреме за непосредну реакцију у случају банкрота и немогућности ограниченог гарантног система депозита да покрије све губитке.

У **Француској** *The Fonds de Garantie des Dépôts* је основан 25. јуна 1999. године у циљу заштите штедних улога и финансијског система те земље. Чланице Фонда су све кредитне институције и инвестиционе компаније са сједиштем у Француској са својим пословницама у Европском економском подручју и Монаку. Овај фонд гарантује за депозити кредитних институција, али и за финансијске инструменте према важећој законској регулативи Француске (**article L 211-1 of the Code Monétaire et financier (equities, debt securities, shares or units in mutual investment fund entities, futures)**).<sup>5</sup>

Максимални лимит осигурања је 70.000 евра по депоненту. Максимална гаранција се односи за сваку банку чланицу Фонда у зависности од броја рачуна отворених од депонената у Француској и од филијала институција лоцираних на подручју Европске уније. Депозити у новцу земаља Европског економског подручја су претворени у евро кориштењем текуће стопе промјене на дан блокирања.

Накнада износа за сваког појединачног власника депозита је обрачуната на бази индивидуалног удјела депозита депонената у укупном износу депозита банке.

**Њемачка** има Асоцијацију њемачког јавног банкарског сектора - The Association of German Public Sector Banks – Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands (VÖB) - која је асоцијација банака кредитора у њемачкој банкарској индустрији са сједиштем у Берлину. Данас има 62 члана, а чланице су регионалне банке (Landesbanken) и развојне банке у власништву државе. Крајем 2007. године укупна актива чланица ове асоцијације је износила 2,047 билиона евра што је 27% укупне имовине унутар њемачке банкарске индустрије.<sup>6</sup>

Ова асоцијација сарађује с њемачким Бундестагом, Европским парламентом и Европском комисијом. Заједно са још четири највеће асоцијације у њемачкој банкарској индустрији ова асоцијација формира Заједнички комитет њемачких централних асоцијација у њемачкој банкарској индустрији (Zentraler Kreditausschuss, ZKA).

---

<sup>5</sup> [http://www.garantiedesdepots.fr/spip/spip.php?article48&id\\_rubrique=16](http://www.garantiedesdepots.fr/spip/spip.php?article48&id_rubrique=16)

<sup>6</sup> <http://www.voeb.de/de/english/>

Према законској регулативи (законска обавеза осигурања депозита), VÖB надокнађује и гарантује сигурност депозита комитената и гарантује за обавезе банке из трансакција с хартијама од вриједности. Асоцијација VÖB има и Добровољни гарантни фонд (Voluntary Guarantee Fund), који може обезбиједити додатну гаранцију за депозите.

Све земље чланице Европске уније су ускладиле или су у фази усклађивања својих система осигурања депозита према Директиви 94/19 Европског парламента и Европске комисије (*Directive 94/19/EC of the European Parliament and of the Council of 30 May 1994 on deposit-guarantee schemes*). Према овој директиви, укупни депозити сваког депонента морају бити покривени у износу до 20.000 евра у свакој депозитној институцији (article 7).

**Европска комисија** је у Бриселу октобра 2008. предложила повећање осигураног банкарског депозита са дотадашњих 20.000 на минимално 50.000 евра, да би до краја 2009. та сума достигла 100.000 евра. Ријеч је о у покушају да се врати повјерење инвеститора и Европљана у безбједност њихових депозита. Максималан период за исплату средстава у случају да банка пропадне биће три дана, за разлику од досадашњих три до девет мјесеци.<sup>7</sup> Овај приједлог Европске комисије је по убрзаној процедури и усвојен у Европском парламенту.

Њемачка и Ирска већ су гарантовале банкарске депозите током највеће финансијске кризе у посљедњих 80 година.

## **2. Осигурање депозита у Босни и Херцеговини и земљама у окружењу**

У *Хрватској* је Државна агенција за осигурање штедних улога и санацију банака основана на темељу Закона о Државној агенцији за осигурање штедних улога и санацију банака 1994. године као специјализована финансијска институција која осигурава депозите у кредитним институцијама. Циљ система осигурања депозита је заштита депозита грађана у случају њихове недоступности, односно отварања стечајног поступка кредитне институције.

Оснивач Агенције је Република Хрватска, која јамчи за обавезе Агенције. Према Закону о осигурању депозита, члан 9,<sup>8</sup> премија за осигуране депозите се обрачунава и плаћа тромјесечно на бази података о просјечном стању депозита грађана у посљедња два мјесеца у тромјесечју

---

<sup>7</sup> <http://www.capital.ba/ek-predlozila-povecanje-osiguranog-depozita-na-100000-evra/>

<sup>8</sup> <http://www.nn.hr/clanci/sluzbeno/2004/3068.htm>

у висини од 0,125 % од износа осигураних депозита. У случају да рацио резерви у Фонду осигурања депозита (однос средства Фонда/укупни осигурани депозити банака) пређе износ од 2,5 % рачунајући на дан 31.12. претходне године, висина годишње премије за текућу годину може бити и у нижем износу од предвиђеног Законом.

Агенција може наплаћивати и различите врсте и висину премије за осигурање депозита банкама зависно од степена ризичности пословања сваке појединачне банке (диференцијалне премије) о чему одлуку доноси управа Агенције уз претходну сагласност Хрватске народне банке.

Према најновијој измјени и допуни Закона о осигурању депозита<sup>9</sup> у периоду до 1. јануара 2010. године Агенција осигурава депозите грађана у свакој кредитној институцији до висине од 400.000 куна у стопостном износу, неовисно о броју банкарских рачуна, висини средстава по њима, валути и мјесту гдје се ти банкарски рачуни воде. Након 1. јануара 2010., обим осигурања Агенције се проширује, осим депозита грађана, и на депозите дијела правних лица у свакој банци, штедној банци и стамбеној штедионици, такође, до висине од 400.000 кн у стопостном износу, неовисно о броју банкарских рачуна, висини средстава по њима, валути и мјесту гдје се ти банкарски рачуни воде.

У случају потребе Влада Републике Хрватске може прописати и већи износ осигураног депозита.

У *Републици Србији* Агенција за осигурање депозита је основана Законом о Агенцији за осигурање депозита<sup>10</sup> јула 2005. године са сједиштем у Београду. Ступањем на снагу Закона престала је да постоји Агенција за осигурање депозита, санацију, стечај и ликвидацију банака, а за њеног универзалног правног сукцесора именована је новооснована Агенција за осигурање депозита са статусом јавне агенције и као таква је регистрована у Трговинском суду у Београду.

Сагласно Закону о Агенцији за осигурање депозита, Агенција обавља следеће дјелатности:

- обавезно осигурање депозита физичких лица,
- послове стечајног или ликвидационог управника у банкама и друштвима за осигурање,
- учествује у управљању банкама чији је акционар Република Србија и организује и спроводи поступак продаје акција тих банака,
- организује и спроводи поступак приватизације друштвеног, односно државног капитала у друштвима за осигурање,

---

<sup>9</sup> <http://www.nn.hr/clanci/sluzbeno/2004/3398.htm>

<sup>10</sup> Закон о Агенцији за осигурање депозита, "Службени гласник РС", бр. 61/05.

- обавља друге послове у име и за рачун Републике Србије у складу са законом и другим прописима.

У оквиру Агенције постоји посебно одјељење - Јединица за управљање пројектима - Project Management Unit (PMU), која врши техничку и финансијску администрацију пројеката које финансира Свјетска банка.

Према Закону о осигурању депозита,<sup>11</sup> банке су дужне да Агенцији плаћају премију за осигурање депозита на начин и у роковима које пропише Агенција. Банка је дужна да Агенцији доставља мјесечне извјештаје о укупним и осигураним депозитима, као и друге податке који Агенцији могу бити потребни за обављање њених законом утврђених послова. Ако банка не плати премију у прописаном року, Агенција о томе обавјештава Народну банку Србије, која предузима одговарајуће мјере у складу са законом, што значи да је осигуравање депозита обавезујућег карактера за банке.

Према члану 11. Закона о осигурању депозита, банке су дужне да плаћају почетну, тромјесечну и ванредну премију.

Почетна премија се плаћа по регистрацији банке у Регистар привредних субјеката и износи 0,3 % новчаног дијела минималног оснивачког капитала банке.

Агенција утврђује стопу тромјесечне премије за наредну годину најкасније до 30. септембра текуће године на основу стања у банкарском и укупном финансијском систему Републике Србије, степена ризика коме је изложена и висине средстава фонда за осигурање депозита. Стопа тромјесечне премије износи највише 0,1% и наплаћује се на основу просјечног стања укупних осигураних депозита у банци у претходном тромјесечју. Агенција може обуставити обрачун и наплату тромјесечне премије ако средства фонда за осигурање депозита достигну 5% укупног износа осигураних депозита.

Ако средства фонда за осигурање депозита нису довољна за исплату осигураних износа, допунска средства обезбјеђују се наплатом ванредне премије на основу одлуке Агенције. Збир стопа ванредних премија у току једне године износи највише 0,4%. Агенција ванредну премију обрачунава и наплаћује на основу посљедњег утврђеног просјечног стања укупних осигураних депозита. Ако и после наплате ванредне премије средства фонда за осигурање депозита нису довољна за исплату осигураних износа, допунска средства Агенција може обезбиједити задужевањем, на основу одлуке Управног одбора, уз претходну сагласност Владе Републике Србије.

---

<sup>11</sup> Закон о осигурању депозита, "Службени гласник РС", бр. 116/08.

Системом осигурања депозита у финансијском систему Републике Србије су тренутно заштићени депозити физичких лица, предузетника, малих и средњих правних лица до осигураног износа од 50.000 евра.

Систем осигурања депонената у *Црној Гори* формиран је са циљем да се обезбиди финансијска стабилност земље и повјерење у банкарски систем и заштита депонената од губитка депозита или дијела депозита у случају стечаја банке или одузимања дозволе за рад банци у којој депонент има средства, тако да се депоненту у прописаном року омогући располагање средствима до законом гарантованог износа. За осигурање депозита у банкама надлежан је Фонд за заштиту депозита.

Заштита депозита обухвата депозите грађана и правних лица, резидената и нерезидената. У случају стечаја банке Фонд за заштиту депозита гарантује исплату до 5.000 евра по депоненту, без обзира на број и врсту депозита у тој банци. Износ за исплату се утврђује сабирањем стања на свим рачунима које депонент има у банци и одузимањем укупних обавеза депонента према банци на дан отварања стечаја или одузимања дозволе за рад банци. Гарантовани износ од 5.000 евра обухвата и припадајуће камате до дана доношења рјешења о покретању стечаја, а умањује се за износ укупних обавеза депонента према банци (кредит, минус на текућем рачуну и сл.). Све банке које имају дозволу за рад од Централне банке Црне Горе аутоматски су укључене у систем заштите депозита, што значи да су осигурани депозити у свим банкама у Црној Гори. Банке су обавезне да Фонду плаћају почетну и годишњу премију за осигурања депозита. Данас је у Црној Гори осигурана сва штедња без одређеног лимита.

Да би заштитила црногорски банкарски сектор од посљедица присутне свјетске финансијске кризе и очувала његову сигурност и стабилност, Влада Црне Горе у октобру 2008. године одлучила се на доношење специјалних мјера за очување ликвидности и солвентности банака које су основане и послују у Црној Гори.<sup>12</sup>

Овим законом Влада Црне Горе гарантује исплату депозита физичких и правних лица положених код банака које су основане и послују у Црној Гори изнад висине прописане посебним законом до пуног износа. Ову исплату ће вршити Фонд за заштиту депозита према законским одредбама. Ради стварања повољних услова за међусобно кредитирање банака, Влада може издати гаранцију за кредит или позајмицу узету код друге банке или финансијске институције, с тим да су акционари банке

---

<sup>12</sup> Закон о мјерама за заштиту банкарског система, "Службени лист Црне Горе" бр. 64/08.

којој се издаје гаранција дужни заложити своје акције у банци у корист Владе.

У циљу обезбјеђења ликвидности банке, Влада на њен захтјев може извршити пријевремену отплату укупног дуга државе према банци, укључујући и кредите за које је Влада дала гаранцију. Банци којој су потребна додатна ликвидна средства Влада може обезбиједити и кредитну подршку из средстава депозита који се налазе на посебном рачуну код Централне банке Црне Горе или позајмицама на финансијском тржишту у сарадњи са Централном банком.

За обезбјеђење солвентности банке Влада Црне Горе на њен захтјев може обезбиједити средства за докапитализацију куповином акција у тој банци по номиналној вриједности уколико нема других могућности за докапитализацију.

Агенција за осигурање депозита *Босне и Херцеговине* основана је Законом о осигурању депозита у банкама Босне и Херцеговине 2002. године. ("Службени гласник БиХ", бр. 20/02). Агенција је самостално, непрофитно, правно лице са пуним овлаштењем у складу са законом државе. Сједиште агенције је у Бањој Луци са филијалама у Сарајеву и Бањој Луци.

У успостављању Агенције за осигурање депозита БиХ и њеном раду велику савјетодавну и техничку помоћ дали су Robert C. Demler, JR (Одјел сталног савјетника за банкарство Министарства за трезор Сједињеним Државама при Министарству финансија Федерације БиХ), Rainer Mueller (GTZ GmbH - Менаџер пројекта са задатком подршке у оснивању система осигурања депозита у БиХ) и Romeo Esangga (GTZ GmbH – Резидентни савјетник).<sup>13</sup> Можемо закључити да је на организацију ове агенције јак утицај управо имао амерички модел осигурања депозита, што се види из њене организације и законских рјешења.

Као и све агенције за осигурање депозита у окружењу, Агенција је стална чланица двију међународних асоцијација, Међународне асоцијације осигураватеља депозита (IADI) и Европског форума осигураватеља депозита (EFDI).

Основи задаци Агенције за осигурање депозита Босне и Херцеговине су:

- осигурање *прикладних депозита* физичких особа у банкама чланицама које представљају укупан износ свих средстава који резултирају из депозита, штедних рачуна или сертификата банке које је

---

<sup>13</sup> <http://www.aod.ba/>



депонент депоновао у банци чланици у складу са Законом о осигурању депозита у банкама Босне и Херцеговине;

- издавање сертификата о чланству банкама које задовољавају критерије за учешће у програму осигурања депозита у погледу капитала, ликвидности, квалитета активе, управљања, профитабилности, рачуноводствених стандарда и резерви;
- одузимање путем суспензије или окончања сертификата о чланству;
- инвестирање средстава која чине Фонд за осигурање депозита у складу са ограничењима политике инвестирања Агенције у складу са Законом о осигурању депозита у банкама Босне и Херцеговине;
- исплата осигурања депозита у случају престанка рада банке чланице у складу са Законом о осигурању депозита у банкама Босне и Херцеговине;
- доношење подзаконских аката којима се регулише осигурање депозита и пословање Агенције у складу са Законом о осигурању депозита у банкама Босне и Херцеговине.

Све банке које су добиле дозволу за рад од Агенције за банкарство Федерације Босне и Херцеговине или Агенције за банкарство Републике Српске или њихових насљедника и које испуњавају критерије Агенције за чланство дужне су постати банке чланице.

Банке чланице плаћају премију осигурања, гдје се као основица премије осигурања користе просјечни прикладни депозити на крају сваког мјесеца увећани за обрачунату камату. Уплата премије врши се тромјесечно, а тренутна висина стопе премије износи 0,3 %. Управни одбор Агенције најмање једанпут годишње утврђује висину стопе премије осигурања за све банке чланице на приједлог директора Агенције.

Представнички дом Парламентарне скупштине Босне и Херцеговине 19.11.2008. усвојио је Закон о измјенама и допунама Закона о осигурању депозита у банкама Босне и Херцеговине, којим је износ осигураног депозита повећан са 7.500 КМ на 20.000 КМ.<sup>14</sup> Највећи износ осигураног депозита заједно с обрачуном каматом који исплаћује Агенција по физичком лицу по банци чланици, представља прикладни депозит умањен за законски или уговорни дуг физичког лица према банци чланици.

Предвиђеном измјеном Закона утврђено је да ће се осигуравати искључиво депозити грађана, односно физичких лица, те да ће убудуће износ осигураног депозита утврђивати Управни одбор Агенције.

На сједници од 1.12.2008. Управни одбор Агенције за осигурање депозита Босне и Херцеговине усвојио је Одлуку о висини стопе премије

---

<sup>14</sup> <http://www.aod.ba/news.html>

за 2009. годину. Утврђена стопа премије осигурања је у висини од 0,3% на годишњем нивоу на основуцу утврђену Законом о осигурању депозита у банкама Босне и Херцеговине.

Делегација Босне и Херцеговине коју је предводио министар финансија и трезора БиХ Драган Вранкић, у јуну 2009. године у Лондону завршила је преговоре са Европском банком за обнову и развој (EBRD) с циљем закључивања Уговора о јемству за кредитну линију у износу од 50 милиона евра.<sup>15</sup>

Кредит је намијењен Агенцији за осигурање депозита Босне и Херцеговине ради повећања лимита осигураног депозита с тренутних 20.000 КМ на планираних 50.000 КМ. Рок отплате кредита је 15 година, почевши од осме године након његовог потписивања, а Босна и Херцеговина би овим уговором EBRD-у гарантовала његову отплату. Повећање висине осигураних депозита са 20.000 КМ на 50.000 КМ једна је од предложених у пакету мјера из надлежности Савјета министара БиХ за ублажавање глобалне економске кризе на економију Босна и Херцеговина, а усмјерена је ка очувању стабилности банкарског сектора.

Упркос повећању износа осигураних депозита у банкама на 20.000 КМ, Босна и Херцеговина у томе далеко заостаје за осталим европским земљама.

Као што смо раније истакли, Хрватска и Србија су недавно одлучиле да осигурају све пологе у банкама до 400.000 куна, односно 50.000 евра, а Словенија и Црна Гора чак сву штедњу без утврђених лимита. Земље Европске уније имају обавезу гаранције за износе до најмање 50.000 евра, с тим да се свака држава чланица може одлучити и за веће гаранције - до неограничених.

Међутим, да ли се може очувати повјерење депонената у банке и банкарски систем повећањем износа осигураних депозита у толикој мјери, која се у случају наступања банкарске кризе не може ни остварити.

Готово све земље у транзицији које су формирале агенције за осигурање депозита у својим земљама су чланице међународних асоцијација за осигурање депозита као што су:

- EFDI (The European Forum of Deposit Insurers) – Европски форум институција за осигурање депозита;
- IADI (International Association of Deposit Insurers) - Међународна асоцијација институција за осигурање депозита.

***EFDI (The European Forum of Deposit Insurers) – Европски форум институција за осигурање депозита*** основан је 11. октобра 2002. у Бечу

---

<sup>15</sup> <http://www.vesti.rs/Ekonomija/Uskoro-kreditna-linija-za-osiguranje-depozita.html>

од 25 система осигурања депозита. Форум данас има 46 чланова из 35 европских земаља и основни му је циљ да допринесе стабилности финансијских система кроз промоцију европске сарадње у области осигурања депозита и да омогући и олакша размјену искустава и информација у вези са питањима од заједничког интереса и значаја.

Земље оснивачи EFDI су: Аустрија, Белгија, Босна и Херцеговина, Бугарска, Хрватска, Чешка Република, Данска, Француска, Њемачка, Грчка, Мађарска, Исланд, Ирска, Италија, Литванија, Луксембург, Малта, Холандија, Норвешка, Пољска, Португалија, Словачка, Шпанија, Шведска и Велика Британија.

Прве три године од свог оснивања EFDI је имала примарни циљ мотивацију својих чланова да се састају, комуницирају и размјењују знања и искуства. Њене активности су биле усмјерене и на рјешавање проблема из домена осигурања депозита и организовање семинара за своје чланове.

Ова асоцијација сарађује низом интернационалних финансијских институција, као што су Европска централна банка (European Central Bank (ECB)), Европски комитет за банкарску супервизију (the Committee of European Banking Supervisors (CEBS)), Свјетска банка (the World Bank (WB)), Међународни монетарни фонд (the International Monetary Fund (IMF)), Европска банкарска федерација (the European Banking Federation (EBF)), Међународна асоцијација институција осигурања депозита (the International Association of Deposit Insurers (IADI)), Федерална корпорација осигурања депозита (the Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)) и многе друге.

На захтјев Европске комисије ова асоцијација добија кључну улогу у формирању институционалног окружења и спровођењу Директиве Европске комисије 19/94/EC која се односи на системе осигурања депозита (Directive on Deposit Guarantee Schemes 19/94/EC).<sup>16</sup>

**IADI (International Association of Deposit Insurers)** - *Међународна асоцијација институција за осигурање депозита* је непрофитна организација, основана маја 2002. према швајцарском закону са сједиштем у Банци за међународне обрачуне и поравнања (BIS - Bank for International Settlement in Basel) у Базелу. Данас ова међународна асоцијација има 53 чланице из 52 земље. Њен циљ је допринос стабилности финансијских система промовисањем међународне сарадње у области осигурања депозита и обезбјеђивање међународних контаката

---

<sup>16</sup> <http://www.efdi.net/aboutUs.asp>

међу институцијама за осигурање депозита и заинтересованих страна у свијету.

Кључни задаци IADI су:<sup>17</sup>

- јачање разумијевања заједничких интереса и питања који се односе на осигурање депозита;
- обезбјеђење водича који ће допринијети ефективности система осигурања депозита, водећи рачуна о специфичним околностима у свакој земљи;
- давање савјета за формирање и развој ефикасног система осигурања депозита;
- размјена искустава и информација о осигурању депозита кроз обуку, развој и едукативне програме, као и савјетодавна подршка успостављању и развијању ефикасног система осигурања депозита;
- истраживања који се односе на осигурање депозита;
- остале активности које су неопходне за осигурање депозита.

Базелски комитет за банкарску супервизију и IADI су 18. јуна 2009. године издали Кључне принципе за ефикасни систем осигурања депозита.<sup>18</sup>

Кључни принципи за ефикасни систем осигурања депозита, који су резултат заједничког рада ових двију институција, дефинишу подручје осигурања укључујући висину покрића осигурања, финансирање и тачну надокнаду. Они су се фокусирали и на питања везана за свијест јавности, рјешавање пропалих финансијских институција и сарадњу са другим учесницима у мрежи осигурања, укључујући централне банке и супервизоре. Дешавања у току ове велике финансијске кризе указала су на значај уједначавања рјешења осигуравања депозита у свијету и потребу да надлежни органи усагласе принципе на интернационалном нивоу ради постављања ефикасних система осигурања депозита.

### **3. Модел осигурања депозита и превазилажење банкарских криза**

Иако је овако успостављен механизам осигурања депозита у Сједињеним Државама кроз историју дао резултате, многи амерички економисти га *сматрају извориштем моралног хазарда и повећаног ризика*. Веома ниска премија осигурања је омогућавала банкарским менаџерима да добију депозите по нижим каматним стопама од тржишне,

---

<sup>17</sup> [http://www.iadi.org/completed\\_reports2008.html](http://www.iadi.org/completed_reports2008.html)

<sup>18</sup> [http://www.iadi.org/completed\\_reports2008.html](http://www.iadi.org/completed_reports2008.html)

јер се ради о осигураним депозитима, и да их пласирају у пласмане са високим приносом који су веома ризични.

Ако сагледамо историју банкарских криза, уочавамо да је механизам осигурања депозита у значајној мјери ублажио тзв. јуриш на банке у смислу повлачења депозита од депонената и на тај начин заштитио банкарски систем земље од колапса.

Међутим, анализирајући узроке Велике финансијске кризе 2007. године поставља се питање да ли је механизам осигурања депозита у Сједињеним Државама у комбинацији са активностима Федералних резерви у погледу кредита за ликвидност под повољним условима условио експанзију моралног хазарда на америчком финансијском тржишту. Механизам осигурања депозита, који према својој улози обезбјеђује повјерење и стабилност финансијског система, у одређеној мјери "мотивише" банке да свјесно улазе у сувише ризичне пласмане, при чему јача морални хазард. У овом случају банке су свјесне да ће дио њиховог могућег губитка по основу ризичних улагања сносити и сама државна агенција за осигурање депозита, али да ће остварене могуће екстрапрофите "уживати" само оне, њени менаџери и акционари.

Назнака да је нека банка укључена у систем осигурања депозита је за банку веома моћан маркетиншки потез у погледу њене промоције међу клијентима. Мотивисани сигурношћу улагања, власници депозита се радије опредјељују за улагање и по нижим каматним стопама у банке укључене у систем осигурања депозита, него у оне које то нису, недовољно процјењујући степен ризичности њеног пословања.

Уколико у некој земљи не би постојао систем осигурања депозита, ризик по основу депозита једнако носе депоненти и сама банка. Ова чињеница је довољна да мотивише саме депоненте да буду опрезнији код својих улагања и да се више оријентишу на банке са рационалним улагањима, оптималном ризичношћу и квалитетном пословном политиком. Значи, депонента код улагања не опредјељује укљученост банке у систем осигурања депозита, већ квалитет пословања.

С друге стране, банке које немају "заштиту" система осигурања депозита, да би сачувале постојеће и привукле нове депозите, морају водити здраву пословну политику, без сувишних ризичних пласмана и са адекватним ризикокапиталом. У циљу свог опстанка и даљег развоја банке би биле свјесне своје тржишне позиције и значаја тржишне дисциплине што би свакако одржавало квалитет њиховог пословања и стабилност банкарског и финансијског система у цјелини.

У оваквим условима повлачење депозита из одређене банке, односно тзв. јуриш на банку, само би значајно слабило њене тржишне позиције због пада квалитета пословања.

Друга слабост успостављеног механизма државног осигурања депозита је пренос овлаштења на регулаторе депозитних институција у погледу управљања ризицима. На овај начин Амерички конгрес је директно изложио своју земљу *регулаторном ризику*, тј. ризику да ће регулаторна тијела можда донијети одређене одлуке које ће се касније показати као лоше. Значи, на регулаторне органе је аутоматски пренијета одговорност у погледу надзора и процјене активности и ризичности пословања сваке појединачне банкарске институције, као и за избор мјера у случају банкротства одређене банке а да се не угрози укупни банкарски и финансијски систем земље. У условима двоструких финансијских извјештаја, асиметричности информација и недовољне транспарентности банака, ова мисија је практично немогућа.

На слабости механизма државног осигурања резерви у Сједињеним Државама указују и подаци о константном дефициту FDIC Фонда осигурања депозита банака. Почетком деведесетих година XX вијека, суочен мањком у Фонду, Амерички конгрес је морао скренути 70 милијарди долара из пореских прихода у FDIC.<sup>19</sup> Ова пракса се понављала и неколико пута касније. Ова чињеница указује да су премије осигурања сувише ниске у односу на ризичност пословања америчких банака.

Најновији забрињавајући подаци, објављени на страницама "Mish's Global Economic Trend Analysis",<sup>20</sup> у тексту под насловом "Од 14. августа. 2009. године, Федерално осигурање депозита је у банкроту!" показали су да се пракса хроничног дефицита FDIC Фонда осигурања депозита банака наставља. У тексту се наводи да је у фамозни петак банкротирало чак пет банака: PNC Bank, Colonial Bank, Union Bank, Community Bank of Arizona и Community Bank of Nevada. У врло кратком временском периоду банкротирало је скоро 80 америчких банака.

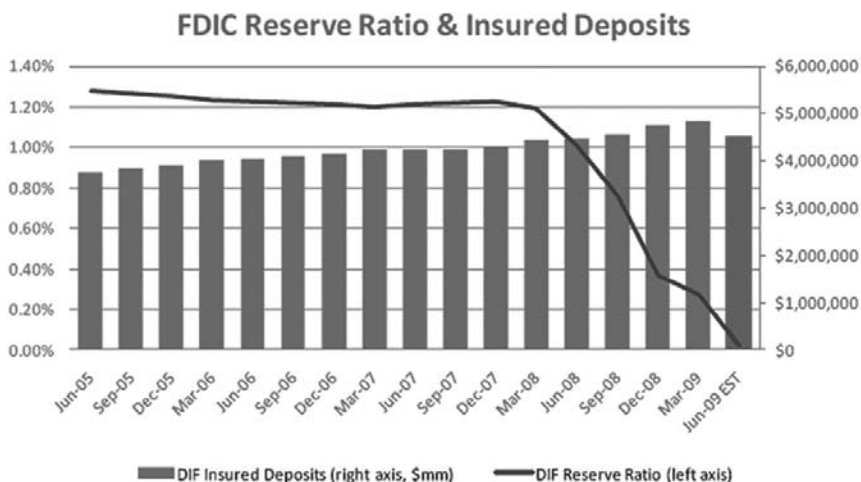
На сљедећем графикону, који показује омјер капитала FDIC Фонда осигурања депозита банака и укупног салда банкарских депозита осигураних код FDIC-а, уочава се велики пад рација резерви који сада износи 0,014%. Међутим, треба напоменути да је графикон базиран на старом лимиту осигурања банкарских депозита, који је износио максимално 100.000 \$ по депозитном рачуну, а данас износи 250.000 \$/рачун и вриједиће, као што смо рекли, до 1. јануара 2014. године. Овакав рацио снажно индикује лоше стање америчке банкарске

---

<sup>19</sup> Miller, L. R. VanHoose, D. D., *Модерни новац и банкарство*, Загреб: Мате д.д.о., 1997, стр. 293.

<sup>20</sup> <http://globaleconomicanalysis.blogspot.com/2009/08/as-of-friday-august-14-2009-fdic-is.html>

индустрије и јак велике финансијске кризе на америчке финансијске институције.



Графикон 1. Рацио FDIC резерви у односу на осигуране депозите<sup>21</sup>

Судећи према извјештајима FDIC Фонда осигурања депозита банака, после је покривања банкрота последње три америчке банке фонд је смањен за још 185 милиона \$, тако да укупни салдо фонда сада износи 648,1 милион \$. Ако бисмо узели у обзир да је за покриће банкрота још двије банке требало око 3,5 милијарди \$ (781,5 милиона \$ за Community Bank и 2.8 милијарди \$ за Colonial Bank), закључује се да је од 14. августа 2009. Корпорација за федерално осигурање депозита FDIC била у банкруту и да није била способна да сноси терет даље ерозије америчке банкарске индустрије без помоћи америчког буџета и пореских оптерећења америчких грађана. То се догодило за вријеме штедно-кредитне кризе деведесетих година XX вијека када је FDIC био присиљен посудити 15 милијарди долара из државне ризнице и то касније вратити с каматама.

Из Корпорације за осигурање федералних депозита су објавили да очекују нова затварања америчких банака јер се број проблематичних финансијских институција на посебној листи тог тијела у првом кварталу 2009. године повећао са 305 на 406, што је до сада највећи број проблематичних банака од времена штедно-кредитне кризе из јуна 1994.

<sup>21</sup> <http://globaleconomicanalysis.blogspot.com/2009/08/as-of-friday-august-14-2009-fdic-is.html>

године. Укупна актива финансијских институција у невољама се повећала на 299,8 милијарди \$ са 220 милијарди \$ у првом кварталу 2009. године.<sup>22</sup> Битно је истаћи и податак да су у посљедњем кварталу 2008. на тој листи биле 252 банке, банкротирало је 25 (у 2007. само три банке) и да је до сада у Америци банкротирала 81 банка. Према саопштењу FDIC-а, иако означене као проблематичне, већина тих институција неће пропасти, иако би могле због милијарди долара ризичних кредита, нарочито у случају погоршања ситуације у економији.

Свјесни сопствене слабости, Државна агенција за осигурање депозита и амерички економски експерти су настојали изнаћи одређена рјешења да се ове потешкоће што квалитетније превазиђу. Сви приједлози промјена, односно предложене реформе система државног осигурања депозита могу се сврстати у четири основне групе:<sup>23</sup>

- укидање цјелокупног федералног осигурања депозита и његова замјена програмом приватног осигурања депозита,
- реформа садашњег система федералног осигурања депозита,
- комбинација претходних двају приступа,
- систем осигурања депозита темељног банкарства.

Носиоци идејног рјешења *приватног осигурања* депозита полазе од мањкавости федералног осигурања депозита у погледу одређивања премија осигурања према ризичности портфолија одређене банкарске институције који најчешће изостаје. Економисти који заговарају овај концепт истичу да су приватни осигураваоци депозита флексибилнији у надзору и контроли ризика институција које осигуравају своје депозите, због чега су опрезнији при избору институције коју ће осигурати. Они нису подложни политичким притисцима па је извјесно да би одређивали различите премије осигурања осигураницима према степену ризичности њиховог пословања. Међутим, имајући у виду да се приватни осигуравалац руководи властитим интересом, примјена овог модела код осигурања депозита вјероватно би довела до недовољне алокације осигурања, односно приватно осигурање депозита не би покрило потребе цијелог друштва.

Због мањкавости концепта приватног осигурања депозита многи економисти у Сједињеним Државама заговарали су *реформу постојећег система државног осигурања депозита*. Из мноштва приједлога реформе издвојили су се очување основне структуре државног осигурања

---

<sup>22</sup> <http://cromalternativemoney.org/index.php/it/media/notizie/tags/53/>

<sup>23</sup> Miller, L. R., VanHoose, D. D., *Модерни новац и банкарство*, Загреб: Мате д.д.о., 1997, стр. 294.



депозита уз увођење више тржишне дисциплине, књиговодство по тржишним вриједностима, повећање надзора и централизација регулаторне одговорности и зарачунавање премија осигурања депозита према ризику.

Модел *увођења више тржишне дисциплине* подразумева смањење максималног износа осигурања депозита које осигурава држава и/или смањење броја осигураних рачуна који сваки појединац или предузеће може имати и елиминисање "заштитничке" политике регулаторних органа банака према великим банкама у систему. Јачање тржишне дисциплине подстакло би депозитне организације и њихове комитенте да се активније укључе у праћење и контролу ризика. Ризичност пословања банака и могућност банкротства би се на овај начин свели на најмању могућу мјеру, чиме би се посредно заштитили интереси мање информисаних и недовољно стручних малих штедиша што је и првобитни циљ осигурања депозита.

Коришћење *тржишног принципа у процјени вриједности* прихода, средстава и капитала депозитних институција у њиховом књиговодству омогућио би регулаторима да имају реалнију слику ризичности њиховог пословања.

Уочавајући проблем повећаних трошкова надзора и испитивања здравља и сигурности депозитних институција али и квалитета обављених испитивања, које је саставни дио државног гарантовања осигурања депозита, амерички економисти су истакли потребу *повећаног надзора и централизације регулације*, односно потребу увођења јединственог надзора банкарског система. Имајући у виду да банке у Сједињеним Државама подлијежу трипартитном надзору (Уреда за банкарску контролу Министарства финансија, FDIC-а и Система федералних резерви), ова реформа система државног осигурања депозита би елиминисала преклапања надлежности регулатора банака чиме би се повећала њихова ефикасност у регулацији. Без обзира на то што систем контроле и супервизије депозитних института захтијева веома високе трошкове, управо један од праваца приједлога ове реформе и иде ка већој усмјерености средстава баш у ту сврху како би се повећао квалитет активности регулаторних органа.

Систем државног осигурања депозита у Сједињеним Америчким Државама базиран је на зарачунавању једнаке фиксне премије осигурања за све депозитне институције (од 1991. године). Као главни разлог оваквог обрачуна премије осигурања се истиче немогућност тачног израчунавања ризика пословања депозитних институција. Предлагачи четврте реформе система државног осигурања депозита предлажу *зарачунавање премије осигурања депозита према ризику* уз коришћење модела одређивања

цијене опцијама као модела израчунавања ризичности пословања депозитних институција.

Robert C. Merton је оцијенио депозитно осигурање идентичним са пут опцијом обичних акција која овлашћује купца опције да прода акцију по специфичној цијени продавцу опције. Купци опције не користе опцију уколико вриједност акција пада испод дефинисане (специфичне) цијене. У случају депозитног осигурања, депоненти не примају исплате од FDIC уколико је вриједност банкарске активе мања од износа неопходног да се врати дуг депонентима, већ уколико банка постане инсолвентна, односно уколико банкротира. Вриједност ове опције је трошак, односно премија коју је одредио FDIC као резултат овог споразума. У складу са теоријом одређивања цијена опција, вриједност опције је повезана са рациом банкарски депозит према активи, промјењивошћу основног поврата на имовину и доспијећа. Ријечју, стварни трошкови према FDIC-у расту када банка користи више дужничко финансирање, стопе поврата на имовину су више промјењиве и доспијећа осигуране своте расту.<sup>24</sup>

Овим моделом се може одредити вриједност премије осигурања депозита коју треба зарачунати свакој депозитној институцији према степену ризичности њеног пословања.

У чему је суштина овог модела?

Аутори Black-Scholes-модела вредновања опција су Fischer Black и Myron Scholes (1973).

Овај модел је заснован на тврдњи аутора да је могуће формирати ризико-контролисану позицију која би се састојала од дуге позиције у акцији и кратке у опцији чија вриједност више неће зависити од цијене акције, односно очекиване стопе приноса на акцију која је у основи опције, ризико преференци инвеститора и укупне понуде акција, већ од времена трајања опције и четири познате константе.

Вријеме трајања опције, текућа тржишна цијена акције и цијена реализације опције се изводе из услова самог опционог уговора и тренутне берзанске цијене акције. Краткорочна безризична каматна стопа се добија узимањем просјечне стопе приноса до доспијећа краткорочне државне обвезнице, а варијанса годишње стопе приноса на акцију се може одредити на основу историјских стопа приноса акција или као општеприхваћена нестабилност (података о варијанси током вијека опције) на слободном финансијском тржишту.

---

<sup>24</sup> Johnson, Hazel J., *Financial Institutions and Markets. A Global Perspective*. McGraw-Hill, Ins. 1993, стр. 198.

Вриједност опције континуирано расте с порастом рока трајања опције, или краткорочне безризичне каматне стопе или варијансе. Куповна опција ће имати већу вриједност с порастом текуће тржишне цијене акције, односно мању с растом цијене реализације опције. У сваком од тих случајева вриједност опције се приближава својој максималној вриједности, тј. тржишној вриједности акције.

Ризик ризикоконтролисане позиције једнак је нули ако се врши стално прилагођавање кратке позиције у опцијама промјенама у цијени акције која је у њеној основи. (Промјеном цијене акције и времена мијења се и број куповних опција које је потребно продати да би се покрила дуга позиција у једној акцији.)

Према овом моделу, тржишна вриједност куповне опције, која њеном власнику обезбјеђује право куповине акције по цијени реализације, добиће се на основу формуле<sup>25</sup>:

$$P_0 = P_S N(d_1) - \frac{E}{e^{rt}} N(d_2), \quad d_1 = \frac{\ln(P_S / E) + (r + \sigma^2 / 2)t}{\sigma \cdot t^{1/2}}, \quad d_2 = \frac{\ln(P_S / E) + (r - \sigma^2 / 2)t}{\sigma \cdot t^{1/2}},$$

$$d_2 = d_1 - \sigma \cdot t^{1/2},$$

при чему је:

текућа тржишна цијена акције,

$P_0$  текућа тржишна вриједност куповне опције,

цијена реализације куповне опције,

$r$  неризична каматна стопа,

стандардна девијација континуиране годишње стопе приноса на акцију,

$e$  математичка константа, тј. база природног логаритма (приближно 2,7183),

вријеме у годинама преостало до доспијећа опције,

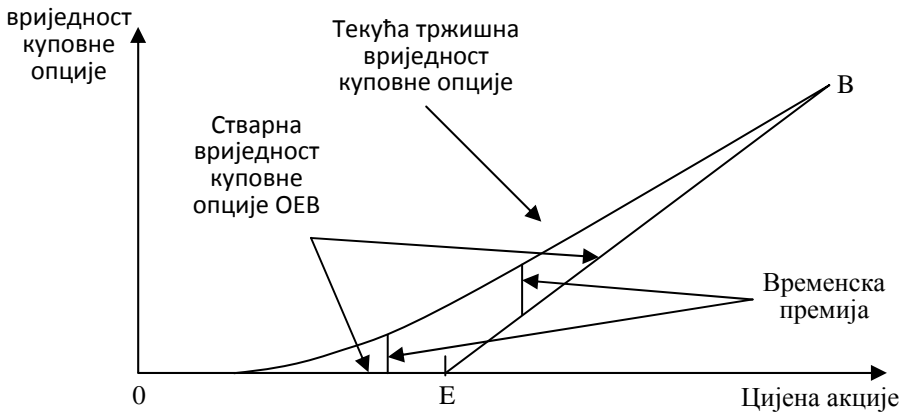
$N(d_1), N(d_2)$  вјероватноћа да ће случајна промјењива варијабла (стопа приноса на акцију) која је нормално распоређена имати вриједности мање од  $d_1, d_2$ .

Постоји ограничење модела да се тржишна цијена опције на дан доспијећа мора кретати у позитивном интервалу од 0 до разлике између тржишне цијене акције и цијене реализације куповне опције, тј.

<sup>25</sup> Иванишевић, М., *Опције на обичне акције*. Рачуноводство и финансије у транзицији (Зборника радова). Теслић. Савез ревизора и рачуновођа РС, Бања Лука, 2000, стр. 231/232.

Овако добијена тржишна вриједност куповне опције доводи цијену акције у њеној основи и опције у трајно равнотежно стање. Куповна опција која се продаје јефтиније од ове равнотежне цијене кандидат је за куповину (потцијењена вриједност опције), а она која се продаје скупље (прецијењена вриједност опције) кандидат је за продају, јер се очекује да ће се у наредном периоду до доспијећа опције тржишна цијена опције приближити вриједности опције, према овом моделу, при чему ће трансактори који су ушли у горње позиције остварити профит.

С аспекта односа у кретању цијена акција и опција, раст цијене опције је увијек спорији од раста цијене акције која се налази у њеној основи (слика 2).



Слика 2. Black-Scholes-ова крива вриједности куповне опције

Према идејном рјешењу економиста заговорника реформе система државног осигурања депозита у правцу зарачунавања премије осигурања депозита према ризику примјеном овог модела, влада издаје потраживање или опцију, односно гаранцију осигурања депозита двјема странама, депозитним институцијама и депонентима. Овај модел се може примијенити да би се одредила вриједност осигурања депозита, односно премија за осигурање депозита свакој депозитној институцији посебно.

Међутим, и овај модел има својих недостатака с аспекта примјене за утврђивање премија осигурања депозита. Модел претпоставља да постоји тачно одређено правило када се опција може искористити, односно када се депонентима врши исплата премије осигурања, а FDIC има дискреционо право да ли ће и када извршити исплату. Овај модел претпоставља доступност и благовременост информација о тржишној вриједности депозитне институције која је неопходна при израчунавању вриједности премије осигурања депозита, односно опције, што је дјелимично могуће.

Трећа предложена реформа односила се на **комбинацију државног и приватног осигурања**. Депозитне институције би се могле осигурати или код јавног или код приватног осигурања, али би све имале обавезу осигурања својих депозита да би се избјегао феномен неповољног одабира.<sup>26</sup> Влада би поставила јединствене стандарде и за приватно осигурање и тиме обезбиједила равноправност са државним осигурањем депозита у сношењу терета потенцијалне велике банкарске кризе.

Међу приједлозима осигурања депозита је и захтјев за тзв. **темељно банкарство** (енгл. Core Banking). Према овом приједлогу, систем осигурања депозита био би тако конципиран да би се од сваке банке захтијевало да држи одређени "темељ" врло сигурних средстава, као што су готовина и државне обвезнице, из којег би банка могла исплатити осигуране депоненте у случају банкрота. Од банака би се захтијевало да се ова "сигурна средства" формирају инвестирањем износа осигураних депозита.

Ако би дошло да банкротства банке, осигурани депоненти би се наплатили из "темеља", односно купљених државних обвезница осигураним депозитима депонената.

У аналитичкој оптимизацији ефикасног механизма осигурања депозита значајно је истаћи и тезе аутора Anjana Thakora и Marka Flooda.<sup>27</sup>

Anjan Thakor у својој тези нуди банкама избор између два различита осигурања депозита. Први уговор садржи ниске премије осигурања по новчаној јединици депозита, али високу стопу адекватности капитала, док други садржи високе премије осигурања, али ниску стопу обавезног капитала. Очекује се да ће банке са нискоризичним пласманима изабрати прву опцију, а банке са високоризичним другу. Mark Flood оштро критикује систем премија осигурања депозита повезан са висином ризика и сматра да висина ризика треба увијек да буде повезана са очекиваном стопом приноса. Он сматра да је дерегулација банака почетком 80-их година XX вијека само изложила банке оштријој конкуренцији и елиминисала заштитничке окове државе. Талас банкротства банака тога времена Flood приписује њиховом недовољно стручном и компетентном

---

<sup>26</sup> У системима државног осигурања депозита на добровољној бази може да се јави проблем неповољног избора. Према принципима овим системима, банке могу да у свако доба повуку из система сва своја издвојена средства у Фонд осигурања. Самосталан одабир банака да повуку своја средства (најчешће су то банке са највећом вјероватноћом банкрота, док се банке у добром стању на то не одлучују) неповољан је интересима Фонда осигурања и често доводи до пропасти Фонда и немогућности спречавања јуриша на банке и судјеловања у заштити финансијског система.

<sup>27</sup> Ћировић, М., *Банкарство*. Београд: Bridge Company, 2001, стр. 394.

менаџменту. Према његовом мишљењу, премије ризика треба да буду формиране према селекцији ризика, а самим тим и приноса, код формирања оптималног портфолија банака који захтијева висок степен компетенције банкарског службеника. У том смислу захтијева да се створи одговарајући механизам пруденционе супервизије банака и лицензирање банкарских менаџера.

У циљу рјешавања посљедица велике финансијске кризе, због пораста банкротстава америчких банака у посљедњем кварталу 2009. године, FDIC је дефинисао двије опције за пуњење касе Фонда за осигурање депозита у кратком року. Једна опција је *повећање омјера премије осигурања банака*, а друга, много радикалнија, *посуђивање од америчког државног трезора (U.S. Treasury)*. На овај начин се настојало омогућити приватним инвеститорима лакшу и једноставнију куповину пропалих финансијских институција.

Марта 2009. FDIC је на свом засједању изгласао наметање посебне накнаде банкарској индустрији од 5,6 милијарди долара коју овај сектор мора платити у трећем кварталу и осигурао право наплате још двије посебне накнаде у блиској будућности. Значи, кључни цех ће опет платити амерички порески обвезници чије интересе, заправо, треба да штити Федерална корпорација за осигурање депозита, а не да штити свој интерес и интерес профитом незаситих банака.

У досадашњој анализи механизма осигурања депозита и примјене њихових фондова у кризним ситуацијама може се примијетити његова активна улога најчешће код наступања несистемског ризика. Међутим, ако бисмо сагледали везу системског ризика и наступања банкарске кризе, постојање механизма државне заштите депонената и пословања банака је у потпуности оправдано.

Постојање механизма осигурања депозита у једној земљи је апсолутно оправдано, али у смислу заштите банкарског система и депонената у условима наступања системског ризика. Премије осигурања банака требале би се формирати у зависности од степена укупног несистемског ризика (кредитног, тржишног и оперативног) сваке банке као депозитне институције посебно, у смислу да одређени степен несистемског ризика носи одређену премију осигурања за банке, која пропорционално ризику расте. На овај начин би се банке мотивисале да воде здраву пословну политику са оптималним степеном ризичности свог пословања, а интервенција државних агенција би била минорна.

Улога стопе адекватности капитала у одржавању солвентности банака је неупитна и не треба је везати за функцију механизма осигурања депозита. Све банке треба да одржавају стопу адекватности капитала у прописаном нивоу према својој ризикопондерисаној активи. Она сама по

себи представља кључни темељ заштите депонената и повјерилаца банке од наступања нежељених ефеката њеног пословања.

Код активирања фонда осигурања депозита веома је битно објективно процијенити које банке у систему представљају кључни извор дејства системског ризика и благовремено подузети одговарајуће мјере како не би дошло до ескалације негативних ефеката. Према томе, неминовна је стална веза између Агенције за осигурање депозита и регулаторних банкарских тијела. Потребно је стално праћење и процјена нивоа ризичности банкарског система и привреде у цјелини, са јасно разрађеним сценаријем за сваку конкретну ситуацију (по угледу на Шведску).

Теза да је банка "сувише велика да би била ликвидирана"<sup>28</sup> у циљу заштите банкарског система није оправдана јер се непосредно подстиче морални хазард и утиче на раст несистемског ризика, што дугорочно може да доведе до дубљих системских поремећаја.

Кључни критериј интервенције државе у банкама путем својих механизма треба да буде да ли је поремећај под дејством системског или несистемског ризика, а не да ли је она "велика" или "мала". Директна елиминација болесног ткива на вријеме, било моделима фузије, аквизиције, консолидације или пак ликвидације, па и уз одређене негативне ефекте, дугорочно ће увелико побољшати дисциплину осталих банака и других тржишних субјеката и спријечити дубље банкарске и системске кризе. Овакав концепт доприноси здравој тржишној конкуренцији и дисциплини и обезбјеђује стабилност укупног банкарског и финансијског система.

## Закључак

*Осигурање депозита* представља одређену гаранцију државе власницима депозита у банкама депозитним институцијама да ће у одређеном износу бити исплаћени уколико њихова банка дужник банкротира.

---

<sup>28</sup> Политику "сувише велика да пропаднеш" први пут је примијенио у Сједињеним Државама Уред банкарске контроле Министарства финансија 1984., а затим FDIC и Систем федералних резерви све до 1990. године. Банкарска криза 80-их година у САД-у и искуство са Continental Illinoisom навело је Уред банкарске контроле Министарства финансија да заштити 11 највећих америчких банака које су превелике да би се допустило да пропадну како би се вратило повјерење јавности у те институције. Банкрот било које од њих у то вријеме сигурно би нанео огромне штете државном систему осигурања депозита.

Први облици осигурања депозита од државе због јуриша депонената на банке јавили су се већ почетком XIX вијека у циљу очувања стабилности финансијског система, али Велика економска криза тридесетих година XX вијека у Сједињеним Државама је створила услове за формирање првог стандардног механизма осигурања депозита. Оснивање FDIC-а у Америци је вратило повјерење депонената у банкарски систем и подстакло их да улажу своје депозите у банку, чак и у вријеме интензивних банкротстава банака.

Све земље чланице Европске уније ускладиле су или су у фази усклађивања својих система осигурања депозита према Директиви 94/19 Европског парламента и Европске комисије. Европска комисија је у Бриселу октобра 2008. предложила повећање осигураног банкарског депозита са дотадашњих 20.000 евра на износ од минимално 50.000 евра, да би до краја 2009. године та сума достигла 100.000 евра, у покушају да се врати повјерење инвеститора и Европљана у безбједност њихових депозита.

Готово све агенције за осигурање депозита у окружењу су сталне чланице двију међународних асоцијација и то Међународне асоцијације осигураватеља депозита (IADI) и Европског форума осигураватеља депозита (EFDI).

У Босни и Херцеговини све банке које су добиле дозволу за рад од Агенције за банкарство Федерације Босне и Херцеговине или Агенције за банкарство Републике Српске или њихових насљедника и које испуњавају критерије Агенције за чланство дужне су постати банке чланице. Основица премије осигурања су просјечни прикладни депозити на крају сваког мјесеца увећани за обрачунату камату. Уплата премије врши се тромјесечно, а тренутна висина стопе премије износи 0,3%. Делегација Босне и Херцеговине је у јуну 2009. у Лондону завршила преговоре са Европском банком за обнову и развој (EBRD) с циљем закључивања Уговора о јемству за кредитну линију у износу од 50 милиона евра. Кредит је намијењен Агенцији за осигурање депозита Босне и Херцеговине ради повећања лимита осигураног депозита с тренутних 20.000 на планираних 50 000 КМ.

Повећање висине осигураних депозита са 20.000 на 50.000 КМ једна је од предложених у пакету мјера из надлежности Савјета министара Босне и Херцеговине за ублажавање глобалне економске кризе на економију Босне и Херцеговине, а усмјерена је ка очувању стабилности банкарског сектора.

Базелски комитет за банкарску супервизију и IADI су усагласили Кључне принципе за ефикасни систем осигурања депозита (Core Principles for Effective Deposit Insurance Systems) који су резултат заједничког рада



ових двију институција и који дефинишу подручје осигурања укључујући висину покрића осигурања, финансирање и тачну надокнаду. Они су се фокусирали на питања у бези се свијешћу јавности, рјешавање пропалих финансијских институција и сарадњу са другим учесницима у мрежи осигурања, укључујући централне банке и супервизоре. Дешавања у току трајања ове велике финансијске кризе указала су на значај уједначавања рјешења осигуравања депозита у свијету и потребу да надлежни органи усагласе принципе на интернационалном нивоу ради постављања ефикасних система осигурања депозита.

Историјски посматрано, механизам осигурања депозита увелико ублажио тзв. јуриш на банке у смислу повлачења депозита од депонената и на тај начин заштитио банкарски систем земље од колапса.

Међутим, механизам осигурања депозита, који према својој улози осигурава повјерење и стабилност финансијског система, у одређеној мјери "мотивише" банке да свјесно улазе у сувише ризичне пласмане, при чему јача морални хазард. Друга слабост успостављеног механизма државног осигурања депозита је пренос овлаштења на регулаторе депозитних институција у погледу управљања ризицима.

Досадашњи приједлози реформе система државног осигурања депозита могу се свести на укидање цјелокупног федералног осигурања депозита и његова замјена програмом приватног осигурања депозита, реформу садашњег система федералног осигурања депозита, комбинацију претходних двају приступа и систем осигурања депозита темељног банкарства. Предлагачи четврте реформе система државног осигурања депозита предлажу *зарачунавање премије осигурања депозита према ризику* уз коришћење модела одређивања цијене опцијама као модела израчунавања ризичности пословања депозитних институција.

У циљу рјешавања посљедица велике финансијске кризе због пораста банкрутстава америчких банака у посљедњем кварталу 2009. године, FDIC је дефинисао двије опције за пуњење касе Фонда за осигурање депозита у кратком року. Једна опција је *повећање омјера премије осигурања банкама*, а друга, много радикалнија, *посуђивање од америчког државног трезора*. На овај начин се настојало омогућити приватним инвеститорима лакшу и једноставнију куповину пропалих финансијских институција.

Постојање механизма осигурања депозита у земљи је апсолутно оправдано али у смислу заштите банкарског система и депонената у условима наступања системског ризика. Премије осигурања банака би се прије свега требале формирати у зависности од степена укупног несистемског ризика сваке банке као депозитне институције посебно, у смислу да одређени степен несистемског ризика носи одређену премију

осигурања за банке која пропорционално ризику расте. На овај начин би се банке мотивисале да воде здраву пословну политику са оптималним степеном ризичности свог пословања, а интервенција државних агенција би била минорна.

Када је у питању стопа адекватности капитала, њена улога у одржавању солвентности банака је неупитна и не треба је узети за функцију механизма осигурања депозита. Све банке треба да одржавају стопу адекватности капитала у прописаном нивоу према својој ризикопондерисаној активи. Она сама по себи представља кључни темељ заштите депонената и повјерилаца банке од наступања нежељених ефеката њеног пословања.

Потребно је стално праћење и процјена нивоа ризичности банкарског система и привреде у цјелини, са јасно разрађеним сценаријем за сваку конкретну ситуацију (по угледу на Шведску).

Теза да је банка "сувише велика да би била ликвидирана" у циљу заштите банкарског система није оправдана јер се подстиче морални хазард и утиче на раст несистемског ризика, што дугорочно може да доведе до дубљих системских поремећаја.

Кључни критериј интервенције државе у банкама путем својих механизма треба да буде да ли је поремећај под дејством системског или несистемског ризика, а не да ли је она "велика" или "мала". Директна елиминација болесног ткива на вријеме, било моделима фузије, аквизиције, консолидације или пак ликвидације, па и уз одређене негативне ефекте, дугорочно ће увелико побољшати дисциплину осталих банака и других тржишних субјеката и спријечити дубље банкарске и системске кризе. Овакав концепт доприноси здравој тржишној конкуренцији и дисциплини и обезбјеђује стабилност укупног банкарског и финансијског система.

## Литература

1. Иванишевић, М., *Опције на обичне акције*, Рачуноводство и финансије у транзицији (Зборника радова). Теслић. Савез ревизора и рачуновођа РС, Бања Лука, 2000.
2. Johnson, Hazel J., *Financial Institutions and Markets. A Global Perspective*. McGraw-Hill, Ins. 1993.
3. Koch, Timothy W. MacDonald, S. Scott., *Bank Management*. Thomson Learning. South –Western. 2003.
4. Miller, L. R. VanHoose, D. D., *Модерни новац и банкарство*, Загреб: Мате д.д.о., 1997.

5. Rose, Peter S. Money and Capital Markets – Financial Institutions and Instruments in a Global Marketplace. Irwin. Inc., 1997.
6. Ђировић, М., *Банкарство*, Београд: Bridge Company, 2001.
7. Законом о Агенцији за осигурање депозита, "Службени гласник РС", бр. 61/05.
8. Закон о осигурању депозита, "Службени гласник РС", бр. 116/08.
9. Закон о мјерама за заштиту банкарског система, "Службени лист Црне Горе" бр. 64/08.

### **Интернет - извори**

1. <http://www.fdic.gov/about/index.html>
2. <http://www.efdi.net/aboutUs.asp>
3. [http://www.garantiedesdepots.fr/spip/spip.php?article48&id\\_rubrique=16](http://www.garantiedesdepots.fr/spip/spip.php?article48&id_rubrique=16)
4. <http://www.voeb.de/de/english/>
5. <http://www.capital.ba/ek-predlozila-povecanje-osiguranog-depozita-na-100000-evra/>
6. <http://www.nn.hr/clanci/sluzbeno/2004/3068.htm>
7. <http://www.nn.hr/clanci/sluzbeno/2004/3398.htm>
8. <http://www.aod.ba/news.html>
9. <http://www.vesti.rs/Ekonomija/Uskoro-kreditna-linija-za-osiguranje-depozita.html>
10. [http://www.iadi.org/completed\\_reports2008.html](http://www.iadi.org/completed_reports2008.html)
11. <http://globaleconomicanalysis.blogspot.com/2009/08/as-of-friday-august-14-2009-fdic-is.html>
12. <http://cromalternativemoney.org/index.php/it/media/notizie/tags/53>



## **ЈАВНО-ПРИВАТНО ПАРТНЕРСТВО КАО АНТИРЕЦЕСИОНА МЈЕРА**

### **PUBLIC-PRIVATE PARTNERSHIP AS AN ANTI-RECESSIONAL SERVICE**

**Жељана Јовичић\***

#### **Резиме**

Због буџетских ограничења с којим је суочена Република Српска треба развијати праксу иновативног приступа у управљању јавним финансијама, као што је примјена јавно-приватног партнерства као нефискалног инструмента финансирања јавних потреба.

Антирецесионе мјере усмјерене су на краткорочне и дугорочне активности, са сврхом подстицања економског раста, инфраструктурног развоја, испуњења социјалних циљева и пружања квалитетније јавне услуге грађанима. Рестриктиван буџет не може одговорити овим захтјевима, упркос смањењу плата државне администрације и материјалних трошкова. У циљу превазилажења несклада између расположивих јавних ресурса и потребног капитала за инвестиције, држава се све више окреће партнерству између јавног и приватног сектора. Модел у којем јавни и приватни сектор дјелују заједно и у складу има уговорни или институционални облик, који нуди нов и динамичан приступ управљања ризиком и неизвијесностима који прате дугорочна улагања.

---

\* Мр Жељана Јовичић, виши асистент, Економски факултет Универзитета у Бањој Луци

Јавно-приватно партнерство је уопштен назив за различите облике повезаности партнера у реализацији пројекта, дефинисаних сложеним уговорима. Овај начин укључивања приватног сектора у финансирање, пројектовање, изградњу и управљање пројектима јавног сектора је сложен процес који траје дуже од традиционалног. Иницијални трошкови припреме и планирања су значајно виши код свих учесника. С друге стране, предности које нуди растерећење текућег буџета државе и смањење ризика за јавни сектор, чини јавно-приватно партнерство прихватљивим инструментом финансирања пројеката од јавног значаја.

**Кључне ријечи:** јавно-приватно партнерство, рецесија, јавно добро, јавни сектор, приватни сектор, ризици, пројектно финансирање, јавни дуг.

## Summary

Because of the budgetary limitations the Republic of Srpska is faced with, there ought to be an approach to practicing innovative management of public finances, such as public-private partnership as a non-fiscal instrument in the financing of public needs.

Anti-recessional actions are pointed towards short term and long term activities whose goal is economical growth, infrastructural development, reaching social objectives and giving better public service to the citizens. A restricted budget cannot provide with these means, despite the reduction it pays for government administrations and material proceedings. In the aim of overcoming the differences between public resources at hand and the necessary capital for investments, the government is approaching partnership between public and private sectors more often. The model in which the public and private sectors act together and in harmony has a contract or institutional form, which offers an innovative and dynamic approach to managing risks and uncertainties that follow long-term investments.

Public - private partnership is a common name for different types of partnership in the realisation of projects, defined by complex contracts. This way of including the private sector in financing, projecting, constructing and managing public sector projects is a complex process that lasts longer than the traditional. The initial expenses of preparation and planning are much greater for all involved. On the other hand, the pros offered by the lightening of the operating budget of the state and the decrease of risk to the public sector, make public - private partnership an acceptable instrument for financing projects of public value.

**Key words:** public-private partnership, recession, public wealth, public sector, private sector, risks, project finance, public debt.

## 1. Појам јавно-приватног партнерства

Сарадња јавног и приватног сектора у задовољавању јавних потреба позната је вијековима. Међутим, мотиви и интереси за партнерство нису некад били једнаки, те постоји потреба за дефинисањем овог појма у складу са садашњим значењем. Са финансијског аспекта, удруживање јавног и приватног субјекта изазвано је недостатком извора финансирања пројеката од јавног интереса, али и потребом за ефикаснијом испоруком квалитетнијих јавних добара.

Подстицај примјени модела јавно-приватног партнерства (ЈПП) у Европској унији дала је *Зелена књига о јавно – приватном партнерству и јавним уговорима и концесијама*.<sup>1</sup> У овом документу се анализира феномен партнерства с обзиром на право Европске уније у подручју јавних набавки и концесија. Циљ *Зелене књиге* је отварање расправе о постојећој употреби разних облика ЈПП и уоченим проблемима у земљама чланицама како би се стекао увид у најбоље националне праксе и осигурао бољи приступ овом моделу.

У најширем смислу, ЈПП је скуп заједничких иницијатива јавног и приватног профитног и непрофитног сектора, у којим сваки субјект мобилише одређене ресурсе и учествује у планирању и одлучивању. У ужем смислу, ЈПП представља кооперативне подухвате у којима јавни и приватни сектор удружују ресурсе и стручна знања, како би, алокацијом тих ресурса, ризика и награда, задовољили неку јавну потребу. На тај начин, примјеном различитих метода, приватни сектор може ангажовати своје ресурсе и вјештине у пружању добара и услуга које традиционално осигуравају државне (јавне) службе.<sup>2</sup>

Партнерство овог облика је уговорни однос<sup>3</sup> између јавног и приватног сектора с циљем остварења боље ефикасности, лакшег и издашнијег приступа капиталу и обострано презимање ризика који прате подухват. Стратешка димензија се односи на координацију политичких циљева и

<sup>1</sup> Commission of European Communities, Green Paper on Public - Private Partnerships and Community Law on Public Contracts and Concessions, Commission of European Communities, Brussels, 2004.

<sup>2</sup> Гулија, Б.: "Јавно-приватно партнерство", Euroscore, Билтен Европског документационог центра, Додатак бр. 73/04, стр. 1.

<sup>3</sup> Уговори могу бити у два основна облика: искључиво уговорни однос и тзв. институционални облик ЈПП, који укључује формирање посебног субјекта као учесника у подухвату.

одређивање улога сваког партнера, а оперативна саму реализацију пројекта. Најчешће кориштену дефиницију даје Public Finance Initiative – PFI: "Јавно – приватно партнерство је однос између јавног и приватног сектора у којем се ризик дијели на основу заједничких настојања да се оствари прихватљив резултат јавних политика."<sup>4</sup>

Јавно-приватно партнерство се, у суштини, заснива на *недостацима* традиционалног начина испоруке јавних добара и *предностима* приватног сектора, што овај облик финансирања сврстава на мјесто које се налази између класичних уговора о јавним набавкама и приватизације. Оно укључује подјелу ризика, одговорности и користи, уз услов да је резултат подухвата већа вриједност од оне коју је могуће добити на класичан начин, без партнерског односа. Предности ЈПП су начелно једноставне, али су конкретни модалитети уговарања, алокација ризика и контрола одговорности веома сложен процес. Потребно је посветити нарочиту пажњу детаљима, посебно у осјетљивој припремној фази, прије избора партнера и уговорног дефинисања односа, како би резултати пословног подухвата били економски и финансијски прихватљивији од алтернативног начина задовољења јавних потреба.

## 2. Облици и модели јавно-приватног партнерства

Циљ ЈПП је ефикасније, рентабилније и квалитетније задовољење јавне потребе. Ова сарадња се јавља у различитим подручјима јавне управе, у разноврсним облицима и различитом дужином трајања. Посебно у земљама које су у процесу транзиције, јавни сектор финансира јавна добра искључиво властитим средствима и ангажује сопствени кадар. Међутим, због специфичности одређених јавних потреба, а најчешће усљед недовољне стручне обучености кадра или високих трошкова који прате таква улагања, јавни сектор укључује приватни сектор у рјешавању конкретног проблема.

У државама Европске уније све се чешће примјењује модел финансирања и уговарања јавне инфраструктуре под називом јавно-приватно партнерство. Значајнија примјена различитих форми удруживања расла је са недостатком извора финансирања, односно растом јавних расхода, а тиме и потребом за укључивањем нових, алтернативних финансијера – приватним сектором. Побољшање јавне

---

<sup>4</sup> European Commission, Guidelines for Successful Public-Private Partnerships, Brussels, 2003.



инфраструктуре постаје услов економског раста, а *концесиони модел*<sup>5</sup> до деведесетих година прошлог вијека најзаступљенији уговорни облик употпуњен је специфичном формом ЈПП, познатом као *Приватна финансијска иницијатива (ПФИ)*<sup>6</sup>.

Сарадња јавног и приватног сектора која не представља по дефиницији јавно-приватно партнерство, јер не постоје одређени елементи који карактеришу овај модел (дугорочност сарадње, расподела ризика и обострана одговорност за резултате подухвата у свим фазама), јесу *класични уговори о јавним набавкама и формална (организациона) приватизација* (јавни сектор оснива трговачко друштво у циљу обављања јавних стручних послова). Гранични случај ЈПП је *outsourcing* модел, у којем јавни партнер уступа одређене послове приватном сектору, најчешће маргиналне, сервисне природе (чишћење јавних зграда, мензе у државним установама и сл.).

Табела 1. *Позиција јавно-приватног партнерства*

ЈПП између само-извршавања јавних послова од стране јавне управе и материјалне приватизације		
-Формална приватизација -Уобичајена набавка -(Outsourcing)	-Неформално ЈПП -Дјелимична приватизација -Дугорочни уговори о закупу и лизингу -Јавно-правни кооперативни уговори -(Outsourcing)	-Материјална приватизација

Извор: Према *Proyessleitfaden Public Private Partnership (www.Initiated21.de)*

Између традиционалних облика обављања јавних послова и пружања јавних услуга (јавне набавке, оснивање јавних предузећа, лизинг, закуп,

<sup>5</sup> Концесиони модел (енгл. Build Operate Transfer-BOT) карактерише директна веза између приватног партнера и крајњег корисника.

<sup>6</sup> Модел познат под називом Private Finance Initiative (PFI) настао је у Великој Британији и увелико се разликује од концесионог, класичног модела. Приватни партнер се позива да пројектује, финансира, изгради, одржава и управља у периоду употребе грађевином за јединицу јавног сектора. Накнаду приватном партнеру осигурава јавни сектор, а не крајњи корисник.

заједничка улагања), гдје јавни сектор преузима сву одговорност и сноси потпун ризик у процесу финансирања, и приватизације коју карактерише потпуно или дјелимично одрицање од власничких права и надзорне функције од стране државе, позиционирано је јавно-приватно партнерство:

Јавна управа планира, организује и извршава послове из своје надлежности властитим ресурсима и кадровима. Међутим, постоје ситуације у којима то није могуће, најчешће због високих трошкова или недостатка стручњака за специфичне области. У овим случајевима, власти прибјегавају различитим облицима организовања као што је формална (организациона) приватизација, уобичајеним набавкама (према одредбама важећег закона о јавним набавкама), или материјалном (стварном) приватизацијом.

С друге стране, ако је потребна дугорочна уговорна сарадња и прерасподјела ризика и одговорности на партнере, кооперација јавног и приватног партнера се јавља у више специфичних облика, од којих су поједини наведени у Табели 1.

*Неформално партнерство* представља припрему будуће сарадње, а састоји се од размјене информација и дефинисања потенцијалних предности и недостатака, односно користи од партнерског односа. У овом прелиминарном процесу активности су усмјерене на стварање повјерења и утврђивање заједничких интереса, без одређивања конкретних одговорности субјектата. Јавни сектор може, законодавно и на друге начине, креирати амбијент који охрабрује или дестимулише сарадњу с приватним сектором.

*Јавно-правни кооперативни уговори или концесије* су уговори између јавног и приватног партнера у вези са изградњом или кориштењем јавног добра, гдје приватник плаћа концесију јавном сектору, а наплатом накнада остварује свој приход.

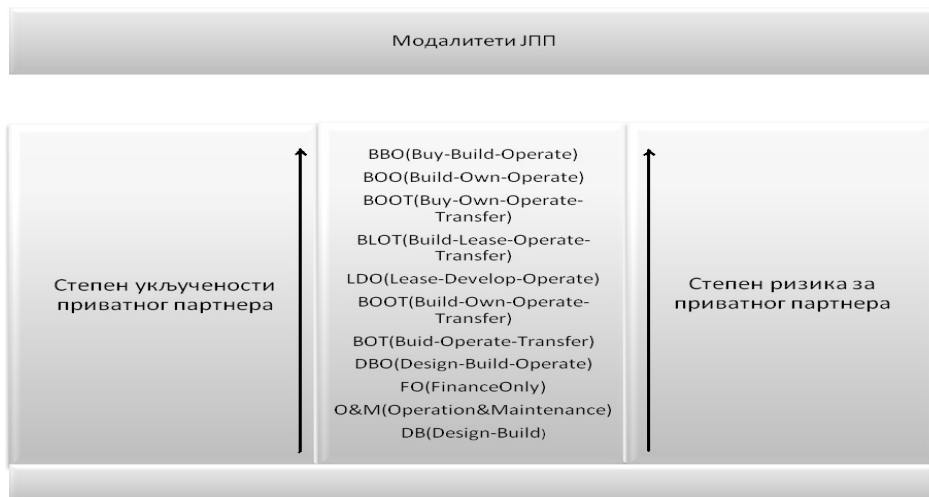
*Цивилно-правни кооперативни уговори* су дугорочни кооперативни уговори о закупу, лизингу, набавци и пружању јавних услуга, а односе се на планирање, изградњу, финансирање и управљање јавним добром или јавном услугом.

*Дјелимична приватизација* се јавља у случају када јавни сектор уступа дио власништва приватном сектору, уз задржавање већинског удјела, а јавна услуга или јавно добро се испоручује у кооперацији оба сектора.

*Друштвено-правна кооперација* је специфичан облик спајања двају сектора у тзв. пројектно друштво, са подјелом посла у којем приватни партнер пружа услугу или управља јавним добром, а јавни партнер контролише квалитет услуге или управљања, као предуслов плаћања накнаде приватном партнеру.

Развојем партнерства јавног и приватног сектора од 80-их година прошлог вијека настали су различити модели удруживања, од којих су најпознатији:<sup>7</sup>

Слика 1. Врсте ЈПП уговора



Према: Б. Гулија, *op.cit.*

У зависности од степена укључености приватног сектора у пројектовање, изградњу, одржавање, финансирање, операционализацију, управљање и алокацију ризика, неки од модалитета уговора су:

- *Приватно финансирање (FO: Finance Only)*. Приватни партнер (најчешће банке) непосредно финансира изградњу јавне инфраструктуре, а све трошкове и ризике изградње и експлоатације сноси јавни партнер.
- *Пројектуј – Изгради (DB: Design – Build)*. На основу спецификација које даје јавни сектор, приватни сектор осмишљава и гради инфраструктуру, најчешће за фиксну цијену. Овим се трошковни ризик преноси углавном на приватни сектор, што DB модел сврстава у граничне случајеве ЈПП.
- *Управљај – Одржавај (O&M: Operation & Maintenance)*. Приватник пружа јавну услугу користећи јавна добра или јавну имовину под одређеним уговорним условима, а власништво над имовином задржава јавни партнер.

<sup>7</sup> Гулија, Б.: *op.cit.*

- *Пројектуј – Изгради – Управљај (DBO: Design – Build – Operate)*. Приватни сектор пројектује и гради јавно добро по спецификацијама јавног сектора, најчешће по фиксној цијени, а трошкови финансирања иду на терет јавног сектора. Након изградње приватник узима у дугорочан закуп јавно добро, чијим кориштењем пружа услугу.
- *Изгради – Управљај – Пренеси (BOT: Build – Operate – Transfer)*. Приватни сектор на основу спецификација јавног сектора изграђује јавно добро и користећи га пружа јавну услугу под контролом јавног партнера. Накнаду за пружену услугу приватни партнер наплаћује од јавног сектора и/или крајњих корисника. Власништво над јавним добром се враћа јавном партнеру након истека вишегодишњег закупа. Сличан модел је *Изгради – Посједуј – Управљај – Пренеси (BOOT: Build – Own – Operate – Transfer)*, с тим да приватни партнер има власништво над изграђеним јавним добром за вријеме трајања уговореног аранжмана, а након истека тог рока преноси (без накнаде) власништво на јавног партнера.

Табела број 2. Преглед одабраних особина појединих врста ЈПП уговора<sup>8</sup>

Врста ЈПП	Власништво	Финансирање	Ризик
Уговор о закупу	Јавно	Приватно	Приватни
Заједничка улагања	Јавно/Приватно	Јавно/Приватно	Јавно/Приватни
Концесиони уговори/BOT	Јавно	Приватно	Приватни
PF1:BOOT, DBFOOT	Јавно/Приватно	Приватно	Приватни

Извор: аутор

Не постоји универзални стандард који одређује најпогоднију врсту уговора за јавно-приватно. Сваки модел је специфичан и за сваки је потребно узети у обзир бројне елементе и параметре, а нарочито у фази припреме ЈПП пројекта. Као најчешћи недостаци у његовој примјени сматрају се управо дуготрајност процеса избора партнера, односно модалитета ЈПП уговора и сложеност процедура. *Зелена књига* Европске комисије не садржи конкретне приједлоге, нити предлаже одређену опцију ЈПП уговора, што је истовремено шанса за правовремено усклађивање законодавног оквира земаља у транзицији са стратегијом Европске уније на овом подручју.

<sup>8</sup> Сложеност проблема јавно-приватног партнерства отежава конкретизацију и упрошћавање једнозначног одређења појединих карактеристика. Зато су особине наведене у табели условне, одређене као претежно, али не и искључиво тачне.

### 3. Рецесија-партнерством до рјешења

Економску активност и односе између учесника у економији државе усмјерава и дефинише тржишни механизам и јавни (државни) сектор. У земљама транзиције, нарочито у вријеме рецесије или пријетње од рецесије, уобичајене функције државе се проширују на интензивну изградњу тржишних институција и спровођење реформских процеса у свим областима економског и социјалног живота. Својим механизмима, мјерама и институцијама држава одговара на захтјеве и рјешава проблеме заједнице, при чему одлуке јавне власти непосредно утичу на приватни сектор. Циљ државе је да својим бројним функцијама елиминише или ублажи несавршености тржишног механизма, при чему и сама понекад доноси нерационалне одлуке и неефикасна рјешења.

Фискалним и другим механизмима, већина држава прерасподјељује значајан дио друштвеног бруто производа и истовремено снажно утиче на укупне економске и друштвене односе у земљи. Смисао и разлог финансијске активности државе је у немогућности појединца да задовољи све потребе које се јављају у заједници, посебно у области сигурности, здравства, образовања, културе, науке, изградње потребне инфраструктуре и слично. Питање односа прихода и расхода јавног сектора, односно начина финансирања јавних расхода у сврху задовољења јавних потреба, у суштини представљају питање резултата активности државе и вриједности које заједница добија трошењем јавних прихода. За разлику од појединца и приватног сектора уопште, јавни сектор обавља дјелатност чији циљ није добит, него задовољење јавне потребе. Чињеница да се квалитет рада јавног сектора у принципу не мјери рентабилношћу не искључује захтјев да се придржава начела рационалности трошења јавних средстава, односно захтјева да своје циљеве постиже уз што мањи утрошак. Посљедњих деценија је нарочито изражена потреба за маргиналнијим утицајем државе на економију, јер се тржиште показало као ефикаснији и економичнији регулатор економских и финансијских процеса у друштву. Међутим, управо због постојања заједничких, јавних потреба, чије задовољење није у интересу приватног сектора, неопходно је постојање јавног сектора и његова финансијска активност.

Средства којим располажу буџети јавне управе најчешће нису довољна за финансирање јавних потреба, нарочито за дугорочна капитална улагања у изградњу и одржавање инфраструктуре, рјешавања проблема испоруке здравствених и других јавних услуга и слично. С друге стране, јавни сектор је лимитиран и немогућношћу додатног (кредитног) задуживања, а није занемарљив ни у пракси доказан, недостатак стручности и обучености запослених у јавном сектору у специфичним,

захтјевним вјештинама у вези са управљањем јавним средствима и имплементацији пројеката. У таквим условима иницијатива јавно-приватног партнерства постаје логичан избор и прихватљив модел којим се стварају претпоставке за ефикасно и економично пружање јавних услуга и задовољење јавних потреба.

У рецесији је наглашен проблем услова и обима пословања и приватног сектора. У условима кризе финансијског тржишта приватни сектор теже и скупље долази до кредитних средстава, што ствара повољан амбијент и подстицај за партнерство са јавним сектором. Приватни партнер се руководи стицањем добити, што значи да ће пристати на партнерство само ако је улагање усмјерено у пројекат који омогућава највећу могућу корист, а то је један од критичних момената са становишта економске и финансијске ефикасности улагања и додатни разлог заинтересованости јавног сектора за сарадњу. Партнерство јавног и приватног сектора се не исцрпљује само у инфраструктурним пројектима, мада је корисност овог модалитета и његова употреба најраширенија у тој области. Овдје је потребно нагласити да је највећа добит могућа у области *иновација*, али и неизвјесност и ризик остварења ових улагања, по правилу, највећи. Често је потребно финансирати у дугорочна и скупа истраживања, без мјерљивих резултата и користи, због чега приватни сектор за то није заинтересован. И у овом случају се партнерство јавног и приватног сектора оцјењује као логично рјешење, чије ефекте осјећа цјелокупна заједница.

Улога јавног сектора се не завршава напорима за обезбјеђење јавних прихода у довољном обиму и рационалном употребом, односно трошењем ових средстава. Држава мора да води бригу и о интересима корисника јавних добара, а то је тешко изводиво у условима када је она сама инвеститор и управљач. Зато јој је потребна *конкуренција* као катализатор ефикасности и квалитета пословања. Као једини понуђач јавних услуга и добара, јавни сектор се често понаша монополистички. У недостатку алтернативног понуђача тешко је процијенити да ли су испоручено јавно добро или пружена јавна услуга оптимални. Рјешење је у дефинисању стандарда конкретног предмета испоруке и успостављању конкуренције у понуди, позивом на сарадњу јавног, профитног и непрофитног сектора. Приватни субјекти доказано боље управљају економским категоријама и постижу оптималан однос врсте и обима улагања и поврата уложених средстава. На основу јасно одређених стандарда које поставља јавни сектор, приватни субјекти настоје понудити добро или услугу уз најмање трошкове, што подстиче позитивну селекцију између приватних понуђача, а на корист јавног сектора и свих корисника.

Већа способност приватног сектора у иновативности организације пословања заснована је на *искуству* приватног сектора у прилагођавању тржишним промјенама. Он брже реагује на промјене тржишних ситуација у области потражње, једноставно због чињенице да на такав начин обезбјеђују тржишни опстанак. И управо због тог искуства јавни сектор има интерес да сарађује с приватним ради повећања квалитета јавних добара и услуга и већег задовољства корисника, али уз услов да су трошкови подухвата нижи него код класичног начина испоруке.

Наредни мотив за партнерство двају традиционално неповјерљивих сектора је позитиван утицај *економије обима* на укупне трошкове одређеног подухвата. Јавни сектор у неким случајевима нема довољан обим средстава да би се ефекат економије обима значајније осјетио, посебно код јавних инвестиција које се предузимају у различитим периодима и географски су лоциране на више локалних заједница, а у суштини представљају исту врсту јавног добра или услуге.<sup>9</sup>

Одређени модели јавно-приватног партнерства предвиђају и могућност оснивања посебних економских јединица у циљу реализације подухвата, гдје се користи модел *пројектног финансирања*. Основна карактеристика пројектног финансирања је поврат свих улога искључиво из готовинског тока и добити које остварује финансирани пројекат. Сви кредитори учествују у ризицима које он носи на исти начин као и инвеститори, што је промотиван мотив за оба сектора. Потреба за развојем инфраструктуре посебно је изражена у транзиционим земљама, које су по правилу кредитно оптерећене и изложене бројним ризицима, комерцијалним и некомерцијалним. Примјеном пројектног финансирања учешће дуга у укупним изворима финансирања већи је него код класичног, али је финансијска полуга (*leverage*) висока, што повећава профитну стопу. Позитиван утицај високе финансијске полуге утиче на могућност веће профитне од каматне стопе, што јавно-приватно партнерство у пројектном финансирању чини исплативијим моделом од традиционалног. Успјешност улагања зависи од успјешности пројекта, јер се поврат улога очекује из новчаних прилива које одбацује пројекат, а не од самог дужника. У условима рецесије и кризе класична оцјена бонитета дужника на основу његових финансијских извјештаја престаје бити препрека потенцијалним улагачима. Новоосновани, посебни субјект нема

<sup>9</sup> Приватни партнер може искористити позитивне фекте економије обима зато што такав или сличан подухват ради за више наручилаца, јавних и приватних, и на тај начин остварује ниже укупне трошкове по јединици. Опширније о економији обима и ЈПП у : Јуричић, Д.: "Економија јавно-приватног партнерства", Економски преглед, 59(7-8) 452-468, Загреб, 2008.

билансе као препреку покретања пројекта, јер су пројекција очекиваних новчаних токова пројекта и процјена ризичности основни критеријуми за покретање сарадње и анализе исплативости инвестиционог пројекта која јој претходи.

Најтеже кризе најчешће долазе изненада, без најаве, не остављајући времена за брзу и ефикасну реакцију великих система, као што је јавни сектор. Али, без обзира на разлоге њеног настанка, ширине и интензитета утицаја, сваки субјект се треба припремити за излазак из ње, покушавајући да је искористи као погодност, а не као непоправљиву штету. Иновативност приватног сектора и спремност јавног за сарадњу у задовољавању јавних потреба, удружени кроз јавно-приватно партнерство, могу бити адекватан одговор на тај изазов.

#### **4. Могућност задужења јавног сектора и јавно-приватно партнерство**

Основне карактеристике јавно-приватног партнерства су дугорочност сарадње, уговорно дефинисање свих фаза пројекта, обострана одговорност за успјешност подухвата и алокација ризика на оба учесника. Потребне за развојем инфраструктуре и квалитетнијем задовољавању јавних потреба су посебно изражене у земљама транзиције које, по правилу, нису способне за нова кредитна задужења и изложене су многобројним ризицима.

*Политички ризик* представља опасност за профитабилност пројекта која настаје усљед неког чињења или нечињења владе, као и промјена економских услова на тржишту.<sup>10</sup> Потенцијални инвеститори не желе да улажу у подручја високог ризика и ниског кредитног рејтинга, па је проблем развоја у тим земљама изузетно сложен. Пројектно финансирање, у којем могућност задуживања није основни критеријум за улагаче, представља један од реалних модела за стварање услова за бржи развој. Јавни сектор мора поставити јасан и прецизан регулаторни оквир, али и дефинисати расподјелу одговорности између виших (државних, републичких) и нижих (локалних) управа и исказати своју улогу регулаторног органа.

---

<sup>10</sup> Voss, J.: " Political Risk Management in the Former Soviet Union and Black Sea Economic Cooperation", International Law Congress, 2000.



Европски стручњаци за статистику сматрају да анализу ризика треба усмјерити на слиједеће његове категорије:<sup>11</sup>

- *Ризик изградње*, који покрива догађаје и активности везане за почетно стање имовине која је предмет уговора. У пракси, ради се о догађајима као што су кашњење у испорукама, непоштовању усвојених стандарда, технички недостаци и екстерни негативни утицаји, што доводи до потребе компензације плаћања.
- *Ризик расположивости*, гдје се у периоду управљања имовином одређени партнер позива на одговорност због пружања услуга испод нивоа прописаних стандарда, због чега је обим или квалитет пружених услуга лошији од договорених.
- *Ризик потражње*, који покрива варијабилност потражње у односу на период уговарања. Овај ризик није директно везан за квалитет услуга које пружа приватни партнер, него је изазван пословним циклусом, новим захтјевима на тржишту или технолошком застарјелошћу. По својој суштини, овај ризик је дио економских ризика које сноси приватни партнер у тржишној економији.

У земљама у којима се дуже вријеме примјењује јавно-приватно партнерство јасно су дефинисани разлози сарадње двају традиционално супростављених сектора, као и предности које из оваквих подухвата произлазе, првенствено због повећања квалитета предмета уговарања, али и смањења укупних животних трошкова пројекта. Међутим, растерећење текућег задужења јавног сектора као инвеститора је најчешћи економски разлог и иницијатор покретања сарадње.

Раније су наведени различити облици и модалитети јавно-приватног партнерства. Међутим, да би се пројекти ЈПП водили ванбилансно, односно да се не би сматрала текућим задужењем државе, морају испунити одређене услове:<sup>12</sup>

1. Код уговорних облика јавно-приватног партнерства, јавни сектор купује услугу од приватног у дужем временском периоду, тако што приватни сектор изграђује одређену намјенску имовину, како би пружала ту услугу. Јавни сектор плаћа услугу коју користи за своје потребе или за потребе трећих лица.
2. Кључни критеријум за оцјену билансног или ванбилансног вођења је класификација имовине уз уговор о партнерству. Имовина везана уз јавно-приватно партнерство води се ванбилансно ако приватни

<sup>11</sup> Марењак, С. и остали, "Јавно-приватно партнерство и његова примјена у Хрватској", Часопис Грађевинар број 59, Загреб, 2007.

<sup>12</sup> European Commission / Theme 2, Economy and Finance, ЕК, 2004.

партнер сноси већину ризика везаног уз партнерство, односно ако сноси ризик изградње и бар још један од преостала два ризика – ризик расположивости или (и) ризик потражње. У том случају уговор о ЈПП се третира као оперативни лизинг и класификује као куповина услуга од јавног сектора.<sup>13</sup>

У супротном, имовина терети биланс јавног сектора, слично као у случају финансијског лизинга. Другим ријечима, ако ризик изградње сноси јавни сектор, или ако приватни партнер сноси ризик изградње, али не и остале ризике, имовина се води као јавна и терети биланс власника.

С обзиром на разноврсне и бројне модалитете уговора о ЈПП, није увијек могуће тако једноставно доћи до оцјене третмана имовине у подухвату. Тада је у тим граничним случајевима потребно укључити додатне критеријуме за оцјену статуса имовине и задужења јавног сектора, као што је питање статуса имовине на крају њеног вијека трајања.

Једна од најважнијих предности јавно-приватног партнерства је растерећење текућег задужења јавног сектора, односно могућност да јавни радови не оптерете јавни буџет једнократно и у великом износу. Задуживање јавног сектора је и законом ограничено, а приближавање граничној могућности задуживања повећава цијену дуга услед смањења кредитног рејтинга. Виша цијена дуга неповољно утиче на однос квалитета и цијене јавног добра или услуге, па је фискално растерећење у овом случају не само предност специфичног модела задовољења јавних потреба него и шанса да се оствари континуитет јавних инвестиција и када је јавни сектор презадужен.

## Закључак

Сарадња јавног и приватног сектора, иако позната кроз историју, последњих деценија доживљава интензивну примјену. Сектори се удружују на принципу стандардизације јавних добара и услуга те иновативности у управљању пројектима и ризиком. Приватни сектор је склонији прихватању новитета, из чега произлази једна од основних идеја партнерства – бржа интеграција нових технологија. Карактеристика модела ЈПП је алокација ризика на партнера који њиме боље управља, што се постиже одређивањем трошкова које тај ризик изазива. Усмјеравањем ризика животног циклуса пројекта на приватни сектор ствара се подстицај за квалитетније и исплативије пружање јавних услуга

---

<sup>13</sup> Eurostat, Извјештај за јавност 18/04, 2004.

и добара и постиже фискално растерећење буџета. Преусмјеравањем дијела финансијске одговорности на приватног субјекта ЈПП мобилише додатна средства за јавне подухвате, истовремено увећавајући обим инвестиција без значајнијег почетног капитала. На тај начин јавни сектор се фокусира на своје стратешке функције и ослобађа директног задовољавања дијела јавних потреба, а на корист заједнице која добија "вриједност за новац".

Међутим, ЈПП има много предности као иновативан приступ у финансирању јавних потреба, али садржи и бројне изазове. Структура овог партнерства је сложена и релативно нефлексибилна, а процедуре дуготрајне и скупе. Од јавног сектора се очекује да дјелује истовремено као конкурент и регулатор процеса, преузимајући свој дио ризика којег се не може одрећи. Предност модела ЈПП над традиционалним начином мора се доказати анализом трошкова прије самог покретања пројекта, али и у свим фазама реализације.

Елементи за успјешну примјену ЈПП у Републици Српској тек се дефинишу и изграђују. Ширина и распрострањеност овог начина финансирања зависи од будућег развоја конзистентног и подстицајног правног и институционалног оквира, подршке јавности и компетенција оба сектора - јавног и приватног. Мало је вјероватно да ће ЈПП у потпуности замијенити традиционални модел јавног сектора, али је један од иновативних и прихватљивих инструмената за развој инфраструктуре и јавних услуга.

## Литература

1. Abadie, R. and Howcraft, A.: "Developing public private partnership in New Europe", PriceWaterhouseCoopers, 2004.
2. Akintoye, A., Beck, M., Hardcastle, C.: "Public - private partnerships; Managing risks and opportunities", Blackwell Scientific Publications, Oxford, 2003.
3. Annexes part IV to ESA, 2004.
4. Atkinson, R.: "Project management: cost, time and quality, two best guesses and a phenomenon, its time to accept other success criteria", International Journal Project Management, vol. 17, No. 6, 1999.
5. Bailey, S. J.: "Public sector economics", Macmillan second edition, London, 2002.
6. Blackwell, M.: "The PFI/PPP and property", Chandos Publishing Ltd., Oxford, 2000.

7. Commission of European Communities: "Green paper-on public private partnerships and community law on public contracts and concessions", Commission of European Communities, Brussels, 2004.
8. Davies, P., Eustice, K.: "Delivering the PPP Promise- A review of PPP issues and activity", PriceWaterhouseCoopers, 2005.
9. Ђуричин, Д.: "Управљање помоћу пројеката", ЦИД Економског факултета у Београду, Београд, 2005.
10. EC DG for Economic and Financial Affairs: "Public finances in EMU, No.3", European Commission Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Brussels, 2004.
11. Epstain, P.: "Government service effort and accomplishment performance reports: a guide to understanding", GASB, Norwalk, 2005.
12. European Commission - Theme 2, Economy and Finance: "Dugoročni ugovori između vladinih institucija i nevladinih partnera (javno-privatno partnerstvo)", ЕК, 2004.
13. Eurostat, European Commission, decree stat/18/2004.
14. Green paper on public-private partnerships and community law on public contracts and concessions, 2004.
15. Guidelines for successful public - private partnerships, 2003.
16. Гулија, Б.: "Јавно-приватно партнерство", Euroscope, Билтен Европског документационог центра, Додатак бр. 73/04, 2004.
17. IFAC- PSC: "Research report - International IPSAS-s and statistical bases of financial reporting; An analysis of differences and recommendations for convergence", New York, 2005.
18. Иванишевић, М.: "Пословне финансије", Економски факултет, Београд, 2008.
19. Јуричић, Д.: "Економија јавно-приватног партнерства", Економски преглед, 59(7-8) 452-468, Загреб, 2008.
20. Марењак, С. и остали,: "Јавно-приватно партнерство и његова примјена у Хрватској", Часопис "Грађевинар" број 59, Загреб, 2007.
21. Марењак, С.: "Јавно приватно партнерство за јавне грађевине у Републици Хрватској, Хрватска удруга послодаваца, 2006.
22. Микеревић, Д.: "Стратешки финансијски менаџмент", Економски факултет, Бањалука и Финрар, 2005.
23. "Међународни рачуноводствени стандарди за јавни сектор", превод СРП Србије и СРП Републике Српске, Београд, 2007.
24. National Council for Public - Private Partnerships: "Critical choices: The debate over public- private partnerships and what it means for America's future", Washington D. C. 2003.
25. OECD: "Best practices for budget transparency", 2001.

26. OECD: "Models of public budgeting and accounting reform", OECD journal on budgeting, 2002.
27. Орсаг, С.: "Буџетирање капитала. Процјена вриједности инвестицијских пројеката", Масмедиа, Загреб, 2002.
28. Ровчанин, А.: "Управљање финансијама", Економски факултет, Сарајево, 2006.
29. Родић, Ј., Филиповић, М.: "Пословне финансије", Београдска пословна школа, Београд, 2008.
30. Scott, J. T.: "Cost-benefit analysis for global public-private partnerships: an evaluation of the desirability of intergovernmental organizations entering into public-private partnerships", Springer Science+Business Media, LLC, 2009.
31. Services directive (92/50/EEC)
32. Supplies directive (93/36/EEC)
33. Штиглиц, Ј.: "Економија јавног сектора", Економски факултет, Београд, 2004.
34. Tomassi, D., Allen, R.: "Managing public expenditure - A reference book for transition countries", OECD, 2001.
35. United Nations Economic Commission for Europe (UN/ECE): "Guidelines on public private partnerships for infrastructure development", ECE/TRADE/NONE/2000/8.
36. Utilities directive (93/38/EEC)
37. Voss, J.: " Political Risk Management in the Former Soviet Union and Black Sea Economic Cooperation", International Law Congress, 2000.
38. Works directive (93/27/EEC)
39. <http://pppue.undp.org/toolkit/MOD120.html>
40. <http://www.fon.bg.ac.yu>
41. <http://www.ipma.ch>
42. <http://www.pmi.org>
43. <http://www.senet.org>
44. <http://www.yupma.org.yu>



# **ДРЖАВНИ ПРОТЕКЦИОНИЗАМ КАО БАРИЈЕРА ИЗЛАСКА ЗЕМАЉА ИЗ ГЛОБАЛНЕ КРИЗЕ**

## **STATE PROTECTIONISM AS A BARRIER TO COUNTRIES' CRISIS RECOVERY**

**Јелена Тешић\*, Драган Глигорић\*\***

### **Резиме**

Пад свјетске трговине, који се десио као посљедица свјетске економске кризе, могао би узроковати даљу ланчану реакцију на пад производње и запослености. Опоравак свјетске економије у великој мјери зависи од опоравка свјетске трговине, с обзиром на позитиван мултипликативан ефекат који свјетска трговина има на привредни раст.

Свака криза, па тако и ова, ствара притисак за увођење рестриктивних протекционистичких мјера. Појачана примјена мјера државног протекционизма у циљу превазилажења кризе сасвим је очекивана реакција носиоца економске политике. Међутим, у избору мјера којима би се остварио и убрзао опоравак националне економије, требало би примјењивати што мање дискриминаторних мјера државног протекционизма. Пораст примјене оваквих мјера сигурно успорава излазак из кризе.

У циљу потврђивања наше констатације, наставак рада посвећен је анализи тендеција савременог протекционизма, његовим формама, начинима испољавања и ефектима које ће имати на текућу глобалну

---

\* Мр Јелена Тешић, асистент, Економски факултет Универзитета у Бањој Луци

\*\* Драган Глигорић, асистент, Економски факултет Универзитета у Бањој Луци

кризу. Резултати ове анализе упућују на закључак да се у циљу превазилажења кризе земље требају конкретније заложити за мултилатерализам у свјетској трговини.

**Кључне ријечи:** Државни протекционизам, свјетска трговина, нови протекционизам, глобална криза.

## Summary

Decline in world trade which was caused by the global crisis could cause further drop of production and employment. Because of the positive multiplicative effects of world trade on production growth, recovery of world economy is highly dependent on world trade recovery.

Like in all the crises there has been evidence of enforced strong pressure for implementation of restrictive protectionist measures. Rise of state protectionism for the purpose of recovery is expected reaction of economic policy creators. But, when choosing the measures one should implement as less as possible discriminatory measures of the state protectionism. Rise in this kind of measures will certainly delay recovery from the crisis.

Following of this work encompass analyze of new tendencies in the contemporary protectionism, its forms, ways of implementation and effect on recovery which will be set by the rise in protectionism. Results of this analyze indicate that for the scope of recovery countries should turn to multilateralism in world trade.

**Key words:** State protectionism, world trade, new protectionism, global crisis.

## Увод

Развој научно-теоријског концепта протекционизма као економске теорије, иако започет много раније, нагло је убрзан са првом забиљеженом економском кризом у историји. Сматра се да се прва економска криза десила 1873. године. Тада су се земље попут САД, Њемачке и Француске, управо примјењујући протекционистичке мјере, штитиле од привредно најразвијеније Енглеске. Научни темељ примјене протекционистичких мјера у то доба била је заштита недовољно развијене домаће индустрије, док су главни инструменти ограничавања међународне размјене биле царине, а послије се уведе и квантитативна ограничења као што су квоте.



Оно што разликује нови протекционизам од конвенционалног протекционизма јесу управо инструменти и форме примијењених протекционистичких мјера. Скоро да је немогуће утврдити све мјере које се данас примјењују. У претходне двије деценије, ограничавање слободних трговинских токова било је посљедица оног што се назива *нови протекционизам*. Ријеч је о баријерама које нису посљедица царина и квота, већ инструмената као што су добровољна ограничења извоза, стандарди, технички и други прописи, дампинг и извозне субвенције.

Нови протекционизам обухвата и мјере које се јављају у облику у тзв. скривеног протекционизма. Овај појам односи се на оне мјере које представљају дискриминацију иностране конкуренције, али су примијењене на веома суптилан начин тако да се њима заобилазе постојећа правила свјетске трговине. Ова иновативност и динамичност у развоју различитих мјера заштите посљедица је текуће глобалне кризе, као што је почетно научно утемељење протекционизма било посљедица прве економске кризе 1873. године.

Анализа протекционизма данас захтијева шири аспект посматрања. У овом раду истражују се нови облици протекционизма и протекционистичких мјера, које се најчешће примјењују у условима текуће кризе. Циљ је утврдити какве ће посљедице имати пораст протекционизма управо на могућности изласка из кризе, односно да ли ће реафирмација протекционизма само још више успорити опоравак националних привреда и свјетске економије.

## **1. Индикатори свјетске трговине у условима кризе**

Свјетска трговина, у периоду након Другог свјетског рата, биљежи снажан раст. Само су у периодима три свјетске рецесије – нафтног шока 1974. и 1975, инфлационе рецесије 1982. и dot-com кризе 2001. године биљежена негативна кретања. Ни текућа криза по томе није изузетак. Финансијска криза која је брзо обухватила реални сектор економије, одразила се и на свјетску трговину. Прелиминарни подаци СТО<sup>1</sup> за 2009. годину показују да је укупна свјетска трговина имала негативан тренд од 10% мјерено на годишњем нивоу, док су процјене Организације за економску сарадњу и развој још песимистичније и предвиђа се пад од 12,5% у 2009. години.

Међународна размјена је веома битан развојни сегмент сваке земље, нарочито земаља у развоју и земаља у транзицији. Кроз трансмисионе

---

<sup>1</sup> Свјетска трговинска организација (World Trade Organization)

канале путем преноса модерне технологије и знања, могућности специјализације, искориштавања предности економије обима, повећања конкурентности и искоришћавања потенцијала иностраног тржишта, трговина може да буде локомотива развоја земаља, поготово малих и отворених привреда. Показало се да је трговина један од значајнијих фактора у подстицању раста и развоја свих новоиндустријализованих земаља (ову констатацију потврђује примјер "четири азијска тигра"), те да је окренутост себи, односно стратегија супституиције увоза, имала негативне посљедице по земље које су је примјењивале.

Посљедице које је текућа криза оставила на трговинску разmjену разликују се од земље до земље, док су, наравно, најпогођеније мање и отвореније привреде, чија производња у многоме зависи од извоза. Пад свјетске трговине у условима текуће кризе, није толико дубок као у вријеме Велике депресије, али је требало много мање времена да се испољи. У вријеме Велике депресије била су потребна 24 мјесеца да би се негативни ефекти одразили на трговину у оној мјери у којој су се данас одразили: од новембра 2008. до јула 2009. године<sup>2</sup>.

За брз и синхронизован пад трговине у условима данашње кризе постоје два могућа објашњења: један с аспекта тражње, а други с аспекта понуде, како то економисти воле да објашњавају. Аспект тражње је више него очигледан. Пад трговине одвија се кроз традиционални трансмисиони канал пада тражње. Узрочно-посљедични ток је сљедећи: пад производње једне земље еквивалентан је паду прихода домаћинстава и привреде, што води паду потражње - од чега се један дио односи на увоз из других земаља. Увоз неке земље представља извоз њених трговинских партнера који опада, што се процесом мултипликатора негативно одражава на производњу и потрошњу трговинских партнера, а тиме и на њихов увоз. Дио тог опадајућег увоза представља пад извоза њихових трговинских партнера. Видимо да се пад извоза, односно увоза дешава у свим повезаним земљама. Други аспект објашњења - аспект понуде карактеристична је за савремене услове пословања и глобалну економију у којој се добар дио свјетске производње одвија кроз вертикалну интеграцију. Ланци снабдијевања, који се налазе у више различитих земаља, снажно су допринијели смањењу трговине. Механизам функционише на сљедећи начин: претпоставимо да се неки производ, на примјер ЛЦД монитор, финално производи у САД, док су компоненте за

---

<sup>2</sup> Uri Dadush. *Resurgent Protectionism: Risks and Possible Remedies*, Carnegie Endowment Economics Program, 2009, [http://www.carnegieendowment.org/files/Resurgent\\_Protectionism.pdf](http://www.carnegieendowment.org/files/Resurgent_Protectionism.pdf)

монитор произведене у више земаља, при чему је у свакој земљи на снази специјализација за тачно одређени дио монитора. Изненадна контракција тражње за мониторима у САД директно смањује не само увоз страних монитора, него и увоз компоненти које се користе у производњи домаћих монитора.

Још један фактор са аспекта понуде, који нуди објашњење за синхронизован и брз колапс међународне трговине, јесте могућност финансирања, односно несташица трговачких кредита. Кредитни колапс и криза повјерења у финансијском сектору одразили су се и на трговину, јер је узроковала кризу повјерења наплативости и плативости добара и услуга.

Анализа токова међународне размјене показује да протекционизам данас није, или барем није најзначајнији узрок колапса свјетске трговине. Међутим, остајемо при тврдњи да би ескалација протекционизма могла значајно успорити опоравак међународне размјене, а тако и опоравак укупне свјетске економије.

## **2. Реафирмација протекционизма као посљедица свјетске економске кризе**

У условима савремене економске кризе протекционизам је више него занимљива и оправдана тема за анализу. Веза између кризе и протекционизма је очигледна и природна. Земље се у условима кризе суочавају са падом производње и порастом незапослености. Ово за собом повлачи политички притисак на владе земаља за заштиту домаће економије. С друге стране, протекционизам у свом правом значењу је био скоро увијек лош лијек за кризу. Ово не због тога што нас (нео)либералистички концепт упућује на такав закључак већ због тога што је штетност ескалације примјене протекционистичких мјера потврђена управо кроз економску праксу протекционизма. Протекционистичке мјере у једној земљи, или само њихова најава, обично за резултат имају примјену контрамјера од стране земаља које ће таквим мјерама бити највише погођене. Како је стратегија сваке појединачне земље заснована на логици "просјак је твој комшија", односно како се економска корист једне земље остварује на штету друге земље, коначан ефекат по све земље је негативан. С обзиром да се кризни протекционизам односи углавном на заштиту постојећих и неконкурентних, успаваних индустрија и на очување радних мјеста у секторима у којима земља ионако нема компаративне предности, прелиминарни закључак јесте да протекционизам, чак ни у условима

кризе, нема научног оправдања. Једини оправдан разлог за примјену протекционизма је аргумент заштите младе индустрије<sup>3</sup>.

Гледајући у прошлост, парадигму протекционизма у вријеме Велике депресије представља Смут-Хоулијев закон (енг. Smoot-Hawley), из 1930. године, који је имао катастрофалне посљедице по свјетску трговину тог времена. Царине су у САД подигнуте за више од 900 производа: са просјечних 25%, на 50%, што је изазвало трговинске партнере САД да предузму исте мјере. Просјечна царина у Француској већ је у 1931. години повећана на 38%, а у Њемачкој на 41%. На сцени је био трговински рат, у коме губе сви. За три године, 1929-1933, свјетска трговина опала је за 66%<sup>4</sup>. Економисти сматрају да је више од половине укупног смањења свјетске трговине у том периоду резултат пораста царинских и квантитативних ограничења. Ово је само повећало сиромаштво, незапосленост и социо-економске тензије. Стопа незапослености у САД порасла је са 3%, у 1929, на 25%, у 1933. години. Незапосленост, која диже глас за примјеном заштите, доводи до појачања протекционизма, док протекционизам, са своје стране, има негативне ефекте у даљем порасту незапослености. Изгледа да незапосленост и протекционизам креирају заједно незгодну спиралу у којој не постоји trade-off између ове двије варијабле.

Примјетно је да протекционизам данас није онај у стилу протекционизма у вријеме Велике економске депресије. Постоји неколико је разлога за то. Прво, савремени услови и економске везе у данашњем глобализованом свијету представљају "природно" ограничење за примјену директних мјера заштите. Друго, правила СТО регулишу примјену протекционистичких мјера које су биле примјењиване у доба Велике депресије (царине и квоте) и треће, можда најважније, отворена примјена "видљивијих" мјера протекционизма има за посљедицу одмазду трговинских партнера. У таквим условима земље све више прибјегавају примјени такозваних мјера "скривеног протекционизма".

На самиту Г20, у новембру 2008. године у Вашингтону, свјетски лидери дали су заједничку изјаву о уздржавању од протекционизма. Ова обећања нису се испунила до данас. Искуство са претходним кризама показује да је притисак на примјену протекционистичких мјера директно

---

<sup>3</sup> Dominick Salvatore. *Међународна економија*, девето издање, Економски факултет Београд, 2009, стр. 315

<sup>4</sup> Matthieu Bussière, Emilia Pérez-Barreiro, Roland Straub, Daria Taglioni. *Protectionist Responses to the Crisis: Global Trends and Implications*, European Central Bank, Франкфурт, 2009

пропорционалан брзини, дубини и трајању кризе<sup>5</sup>. Озбиљност глобалне савремене кризе се показала не само по негативним нивоима економских показатеља, него и кроз брзину којом се криза пренијела из финансијског сектора САД и Западне Европе на реални сектор економије и остале земље свијета, које учествују у међународној подјели рада. Како су интензитет и брзина којом се криза ширила расли, растао је и притисак на владе земаља да примијене заштитне мјере у циљу одбране домаће привреде од иностране конкуренције.

### 3. Показатељи протекционизма у условима глобалне кризе

Осим података које пружају међународне организације, као што су Свјетска трговинска организација, Свјетска банка, Конференција УН-а о трговини и развоју, и неки други релевантни извори, доступни подаци о државним мјерама предузетим у условима текуће глобалне кризе могу се преузети из свеобухватне и често навођене базе података *Global Trade Alert*<sup>6</sup>.

Од новембра 2008. године од када је ГТА почео са радом, забиљежено је 605 државних мјера. Утврђено је да су 402 мјере имплементиране, од којих:

- 351 мјера имају за посљедицу дискриминацију страних комерцијалних интереса. Негативан утицај ових мјера је изразито јак, с обзиром да мјере нису ограничене на одређен број привредних сектора, производа и земаља;
- 51 мјера тиче се либерализације у области страних дирекних инвестиција и увоза полупроизвода. Мјере либерализације трговине су најчешће имплементиране са циљем укидања, или снижавања царина на увоз производа ниске фазе обраде. Ови производи учествују у производњи финалних производа, чија се производња на тај начин штити (ефективна царина на финални производ је снижавањем царине

---

<sup>5</sup> Uri Dadush. *Resurgent Protectionism: Risks and Possible Remedies*, Carnegie Endowment Economics Program, 2009

[http://www.carnegieendowment.org/files/Resurgent\\_Protectionism.pdf](http://www.carnegieendowment.org/files/Resurgent_Protectionism.pdf)

<sup>6</sup> Global Trade Alert (GTA) је мрежа 5 независних свјетски признатих институтуа и почео је са радом у новембру 2008. године управо као одговор и потреба кризом реафирмисаног протекционизма у спољној трговини. Од тада, ГТА тромјесечно издаје сумарну публикацију о предузетим државним мјерама у условима кризе а које су дискриминаторног карактера у области спољне трговине и страних инвестиција. На сајту [www.globaltradealert.org](http://www.globaltradealert.org) се такође, у реалном времену могу пронаћи до сада предузете мјера од стране влада свих земаља свијета. Занимљиво је да се у свом најновијем истраживању и Међународни монетарни фонд позива на истраживања ове иницијативе.

на полупроизвод који учествује у његовом стварању у том случају већа од номиналне царинске стопе финалног производа).

Остале 204 мјере тек треба да буду имплементиране<sup>7</sup>, од чега се само њих 18 тиче либерализације спољне трговине. Цифра од 186 државних мјера које су најављене, а чија би примјена по садржини нанијела штету иностраној конкуренцији, показује да се протекционистички притисак не стишава, иако већина великих економија "пузећи" излази из кризе. Ако је судити по подацима ГТА притисак на владе за заштитом потрајаће и у поткризном периоду.

Као што је претходно наведено, земље Г20 су се од новембра 2008. године у Вашингтону обавезале да ће се уздржати од примјене мјера протекционизма. Истраживања показују да је од тада па до данас у земљама Г20 имплементирано око 179 дискриминишућих мјера у области спољне трговине, што значи да земље Г20 у просјеку сваки радни дан донесу по једну дискриминишућу мјеру којом прекрше заједничку изјаву дату у Вашингтону.

На сљедећем графику приказана је структура имплементираних мјера државног протекционизма свих земаља од 1. новембра 2008. године па до 26. новембра 2009. године.

График бр. 1. Структура имплементираних мјера државног протекционизма



<sup>7</sup> Извјештај ГТА осим до сада примјењених мјера наводи и мјере чија ће имплементација услиједити у блиском периоду. То су оне мјере чија је примјена најављена законском и другом регулативом али имплементација тек треба да наступи (тзв. протекционизам у цијеви, "protectionism in the pipeline").

Извор: *GTA база података*, [www.globaltradealert.org](http://www.globaltradealert.org)

Државни стимулативни пакети обухватају 32%, односно трећину свих штетних мјера које су имплементирани у поменутом периоду, док мјере трговинске заштите (антидампинг, компензаторне царине и административне мјере забране увоза) заједно обухватају 20% имплементираних штетних мјера. Са графика видимо да царинске мјере представљају тек сваку седму имплементирану штетну мјеру, односно 14%.

Дакле, несумњиво су државни стимулативни пакети најчешће имплементирани мјера што не изненађује с обзиром да је економска криза имала своје корјене у финансијском сектору, те је већина мјера била усмјерена управо на спасавање банкарског сектора и одржавање стабилности финансијског система. Заједно са извозним субвенцијама и јавним набавкама које, такође, представљају финансијски притисак на буџетска издвајања, ове мјере представљају 40% кориштених мјера - посматрајући све земље свијета. Огромна финансијска издвајања из буџета можда ће се памтити као најзначајнија карактеристика садашње кризе. Ако је одговор на кризу тридесетих година прошлог вијека био у облику царинског рата, за данашњу кризу карактеристичан је рат фискалним издвајањима. Капацитете за овакве мјере имају, углавном, развијеније земље.

Контроверзна клаузула "Buy American", садржана у америчком стимулативном пакету помоћи (American Recovery and Reinvestment Act of 2009), очигледна је дискриминација у односу на инострану конкуренцију. Ова клаузула подразумијева да јавни радови, који су финансирани из стимулативног пакета, морају користити домаћи челик, жељезо и друга производна добра, дакле искључиво добра произведена у САД. Иако небеловац Пол Кругман не види велики проблем ове клаузуле у контексту слободне трговине, јер се ради о мјери донесеној у условима кризе, а не у "нормалним" условима, консензус на страни европских и канадских произвођача је да се ради о несумњиво дискриминаторној мјери, упереној на штету неамеричких произвођача. Истраживање спроведено на Петерсон институту за међународну економију (Peterson Institute for International Economics) показало је да би "Buy American" клаузула само наштетитила америчкој репутацији, те да ће проузроковати контрамјере трговинских партнера што би могло потпуно неутралисати циљани ефекат очувања радних мјеста<sup>8</sup>. С друге стране, порески обвезници

<sup>8</sup> Gary Hufbauer, Jeffrey Schot. *Buy American: Bad for Jobs, Worse for Reputation*, Peterson Institute for International Economics, 2009, <http://www.iie.com/publications/pb/pb09-2.pdf>

скупље плаћају јавне радове, јер у надметању за добијање послова не могу учествовати конкурентнији инострани добављачи. Како се сликовито наводи у једном од коментара Вол стрит журнала лекције научене у прошлости и економска теорија били су слабији од јаких лобистичких кругова у ходницима Сената. Појачани протекционизам није помогао 1930. године, па неће ни данас. Колико је значајна ставка укупних државних издвајања у циљу опоравка говори и податак да је од септембра 2008. године до јула 2009. године влада САД обезбиједила новац у вриједности од преко 12 билиона америчких долара. Од ових 12 билиона, скоро чак 4 билиона у облику субвенција, планова спашавања (енг. bailouts) и издатих гаранција имало је форму националног фаворизовања, што би према правилима СТО представљало нелегалну форму субвенција. Планови спашавања и субвенције не само да представљају огроман буџетски терет владама земаља, него претпостављају и неоптималну алокацију оскудних ресурса унутар саме земље, фаворизујући неконкурентне произвођаче.

*Мјере трговинске заштите или "трговински лијекови"* (енг. trade remedies) - антидампинг, компензаторне дајбине и интервентна заштита увоза су сљедеће најчешће кориштене мјере. У условима кризе све више земља прибјегава овим инструментима заштите. Подаци поменуте иницијативе ГТА слажу се са извјештајима интернт сајта *Global Antidumping Base*, који је покренула Свјетска банка, а на којем се пружа могућност увида у примјену ових мјера<sup>9</sup>. Њихови подаци такође јасно упућују и на то да је примјена ових типова заштите у условима кризе значајно повећана. Захтјеви за покретањем поступака испитивања дампинга, односно покренути антидампинг случајеви у земљама чланицама СТО, забиљежили су пораст од 30,3% у прва три тромјесечја 2009. године у односу на исти период 2008. године<sup>10</sup>. Већину покренутих процеса антидампинга, антисубвенција и интервентне заштите увоза покренуле су земље у развоју, док је најчешћа мета ових мјера била Кина,

---

<sup>9</sup> Иницијатива за оваквом базом података покренута је такође након ескалације кризе и увиђања да се у таквим условима врши злоупотреба ових врста мјера заштите; Chad P. Vown, професор на Brandeis University и стручњак Свјетске банке задужен за област спољне трговине и антидампинга, идејни је творац ове иницијативе; подаци о предузетим мјерама могу се наћи на [http://people.brandeis.edu/~cbown/global\\_ad/](http://people.brandeis.edu/~cbown/global_ad/)

<sup>10</sup> Сличне податке о порасту кориштења ових мјера у условима кризе пружа извјешатај Конференције УН-а о трговини и развоју о утицају кризе на спољњу трговину и инвестиције (UNCTAD, Trade and Development Board, *Global economic crisis: implications for trade and development*, Мај 2009)



а најпогођенији сектори су сектор метала, сектор машина и апарата, текстилни сектор и сектор трговине путничких возила.

Иако дозвољене правилима СТО, злоупотреба ових мјера под кринком нелојалне конкуренције очигледан је примјер како се може, на извјестан начин, заштитити циљани сектор привреде без кршења правила, али на дискриминаторан начин. Покренути са таквим циљем, овакви облици заштите могли би се назвати *скривени протекционизам*. Мјере скривеног протекционизма су оне мјере које нису директно кршење правила СТО, али се користе на начин да дискриминишу страна добра, стране компаније, иностране раднике и иностране инвеститоре<sup>11</sup>.

*Царинске мјере* представљају тек сваку седму имплементирану штетну мјеру. У предкризном периоду, до 2006. године, царине су значајно снижене у развијеним земљама (Европе, САД и Јапану), али и у брзорастућим економијама, као, на примјер, Бразил, Русија, Индија и Кина (тзв. BRIC земље). Када је криза наступила, поједине земље су већ на прве знакове кризе одговориле подизањем царина. На примјер, Русија је на период од 9 мјесеци подигла царине на челик и жељезо са 15 на 20%, 30% на увоз аутобуса и 25% на увоз камиона. Турска је такође подигла царине на челик са око 5% на данашњих 15%. Индија је поновно увела укинуту царину на челик од 5%, док је повећала царине на увоз соје. Еквадор је повећао царине на више од 940 својих производа, уз оправдање да би то требало сузити платнобилансни дефицит ове земље.

С обзиром да су у току Уругвајске рунде преговора земље претходно биле спустиле царине значајно испод лимита прописаних од стране СТО, наведени примјери подизања царина као одговор на кризу кретали су се у оквиру тако дозвољених лимита:(царина у Бразилу за непољопривредне производе износила је 12,5%, док је дозвољени лимит био 30,8%, у Индији 11,5% дозвољени лимит 36,2%, у Индонезији 6,7% дозвољени лимит 35,6% итд.). Данас, царински рат, по свему судећи, представља мању опасност него што је то било 30-их година када су царине биле најдоминантнији канал протекционизма. Како наводи извјештај СТО, трговински рат таквих пропорција данас је практично неизводљив, с обзиром да се 75% свјетске трговине одвија у оквиру царинских унија или зона слободне трговине као што су Еврпска унија и Сјеверноамерички

---

<sup>11</sup> Simon Evenett. *The collapse of global trade, murky protectionism, and the crisis: Recommendations for the G20*, VoxEU.org publication, Centre for Economic Policy Research, Лондон, Март 2009

споразум о слободној трговини<sup>12</sup>. Стога су земље, осим царина, прибјегле другим софистициранијим и мање очигледним мјерама заштите.

Поред ове три најзначајније и најчешће кориштене мјере, споменули бисмо још неке које су се почеле све чешће имплементирати у условима текуће кризе. На примјер "*зелени протекционизам*" (енг. *green protectionism*), који се односи на кориштење политика у области заштите животне околине, али на дискриминаторан начин, дакле штитећи домаће произвођаче на штету иностране конкуренције. Развијене земље су од наступања кризе покренуле различите иницијативе у овој области. То су на примјер захтјеви за примјену тзв. "*carbon*" пореза, укључивање "*environmental*" клаузула у стимулативне пакете помоћи, као и помоћ аутоиндустрији у циљу производње мање загађујућих аутомобила. Првенствени циљ оваквих мјера је давање финансијске инјекције и спасавање посрнутих индустрија и произвођача, а заштита животне средине служи као добар изговор да се то учини а да се не крше међународна правила и обавезе.

Такође, у односу на предкризни период, показује се и растући тренд у примјени *техничких баријера трговини* (енг. ТВТ- *technical barriers to trade*) и *санитетских и фитосанитетских стандарда* (енг. SPS- *sanitary and phytosanitary standards*). Према подацима СТО, пораст примјене ових мјера у односу на очекивани тренд, ако би се пратили подаци из претходних година, премашен је за 90 нових стандарда. Осим увођења нових, у условима кризе такође је појачана имплементација већ кориштених стандарда које извјештај СТО не биљежи. Занимљиво је да је чак и релативно сиромашна земља као што је Индија потпуно забранила увоз играчака из Кине уколико не испуњавају ригорозне здравствене и сигурносне стандарде. Може се очекивати да ће земље у развоју све чешће, колико им то институционални и кадровски потенцијали буду дозвољавали, почети примјењивати ове софистицираније мјере заштите. Уколико се врши злоупотреба стандарда, односно уколико се наведени стандарди користе искључиво у циљу дискриминације иностраних произвођача, овакве мјере заштите представљају један од облика скривеног протекционизма. Дакле, иако дозвољене правилима СТО, њихова злоупотреба свакако представља одређени облик протекционизма.

Паскал Лами, директор СТО, тренутно стање и тенденције у савременом протекционизму карактерише као "протекционизам ниског нивоа". С друге стране, постоје многи налази и мишљења из других

---

<sup>12</sup> World Trade Organization Staff Report, Report to the TPRB from the director-general on the financial and economic crisis and trade-related developments, 15. јули 2009

истраживачких извора, који са већом дозом упозорења упућују на анализу савремених тенденција у примјени мјера протекционизма. Они су засновани на чињеници да су у савременим условима на снази другачије форме и облици заштите, за чије откривање механизми у оквиру СТО једноставно нису довољни. Како упозорава Шуџиро Урата (Shujiro Urata), професор на Васеда универзитету у Токију (Waseda University), сарадник Свјетске банке и јапански водећи економиста, са кризом на сцену ступила су разна трговинска ограничења, међу којима је највише било оних која нису директно кршење СТО правила, али представљају очигледне протекционистичке кораке које Урата назива скривени или мрачни протекционизам. Према његовом мишљењу проблем ових мјера је што "успијевају да лете испод радара СТО"<sup>13</sup>.

Проблем ових мјера је што су њихови ефекти теже мјерљиви и теже их је контролисати од стране СТО. Улога СТО, као институције која надгледа примјену дискриминаторних мјера трговинских политика, у том смислу је увелико ограничена.

Зашто је неопходно да чак и мјерама које не крше постојећа правила СТО, дајемо епитет протекционистичких? Некомплетност споразума СТО даје аргумент да се мјере протекционизма анализирају и изван оквира правила СТО. На примјер, сјетимо се само некомплетности у области пољопривредних субвенција, или у области фискалних стимулативних пакета који у себи садрже дискриминаторну клаузулу "купујмо домаће". За овакве мјере не постоје правила која би испитала њихову дискриминаторност. Рестриктивне или штетне трговинске политике и примијењене мјере су, углавном, у областима у којима су правила или слаба, или не постоје<sup>14</sup>.

### 3.1. Мјерење утицаја дискриминаторних мјера

У идеалним условима свако истраживање штетних ефеката мјера државног протекционизма подразумијевало би мјерење утицаја сваке појединачне мјере на смањење свјетске трговине и богатства. Поједини теоретичари се залажу за мјерење штетног утицаја помоћу следећа 4 индикатора:

- број имплементираних штетних мјера,

---

<sup>13</sup> Shujiro Urata, *Battling Protectionism in the Global Financial Crisis*, Септембар 2009.  
[http://www.globalasia.org/V4N3\\_Fall\\_2009/Shujiro\\_Urata.html](http://www.globalasia.org/V4N3_Fall_2009/Shujiro_Urata.html)

<sup>14</sup> European Commission, *Fifth report on potentially trade restrictive measures in the context of the global economic crisis*, Новембар 2009  
[http://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2009/november/tradoc\\_145270.pdf](http://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2009/november/tradoc_145270.pdf)

- проценат тарифних линија који су погођене таквим мјерама,
- проценат привредних сектора који су погођени таквим мјерама,
- број трговинских партнера који су погођени таквим мјерама.

ГТА израчунава претходна 4 показатеља за сваку земљу. У наставку биће приказана табела која приказује 10 земаља које су нанијеле највише штете међународној трговини у претходном периоду, мјерено помоћу претходна 4 индикатора.

Табела бр. 1. Земље које су највише користиле протекционистичке мјере у периоду од 1. новембра 2008. године до 26. новембра 2009. године

	Рангирање према броју имплементираних штетних мјера	Рангирање према подручјима испољавања имплементираних мјера		
		% штићених тарифних линија	% штићених сектора	% погођених трговинских партнера
1	Русија (37)	Русија (39%)	Алжир (68%)	Кина (71%)
2	Аргентина (20)	Кина (27%)	Еквадор (38%)	Индија (61%)
3	Њемачка (16)	Индонезија, Еквадор (25%)	Индонезија (31%)	Русија (57%)
4	Кина, Индонезија, Индија, Велика Британија (11)		Русија (30%)	Индонезија (53%)
5		Индија(17%)	Кина, Бјелорусија, Мексико (29%)	Велика Британија (52%)
6		Јапан, Велика Британија (11%)		САД (52%)
7				Француска (51%)
8	Бразил (10)	САД (10%)	Њемачка (26%)	Њемачка (50%)
9	Италија, Шпанија (9)	Аргентина(7%)	САД (25%)	Аргентина (49%)
10		Француска (6%)	Аргентина (24%)	Шпанија (46%)

Извор: ГТА база података, [www.globaltradealert.org](http://www.globaltradealert.org).

У претходној табели је приказана занимљива чињеница: Русија је земља која је нанијела највише штете токовима међународне трговине, мјерено према броју имплементираних штетних мјера и процента штићених тарифних линија. Према остала 2 индикатора Русија је међу прве 4 земље које су нанијеле највише штете слободној трговини.

Иако би САД, Њемачка, Јапан, Велика Британија и Француска, као најразвијеније свјетске економије које истовремено имају највише гласова у Свјетској банци и Међународном монетарном фонду, требало да буду примјер земаља које најмање посежу за протекционистичким мјерама, пракса показује да су ове земље нашле своје мјесто у првих десет земаља које су нанијеле највише штете слободној трговини. Кина и Индија, као велике и брзорастуће економије од којих свијет данас очекује да буду носиоци опоравка од кризе с обзиром на огроман потенцијал њиховог тржишта, такође су на листи међу првих 10 земаља по броју имплементираних штетних мјера, процента погођених тарифних линија и погођених партнера. Ови показатељи забрињавају с обзиром да су земље

које су до данас били главни покретачи либерализације и глобализације најинтензивније посегле за протекционистичким мјерама.

Дакле, имамо апсурдну ситуацију: земље које су били покретачи либерализације свјетске трговине и међународне подјеле рада сада представљају земље које усмјеравају овај процес у супротном смјеру, занемарујући чињеницу да је управо њихов раст и развој своју снагу црпио из концепта слободне трговине и међународне специјализације, односно подјеле рада на глобалном нивоу.

### 3.2. Земље највише погођене новим протекционизмом

У претходном тексту било је ријечи о земљама које су највише примјењивале дискриминаторне, односно штетне мјере у области спољнотрговинске политике. У даљем тексту ћемо се осврнути на земље чији су комерцијални интереси били највише погођени растом протекционизма од почетка економске кризе. Наредна табела приказује 10 земаља које су биле највећа мета дискриминаторних мјера, као и број трговинских партнера који су таквим мјерама угрожавали комерцијалне интересе тих земаља.

*Табела бр. 2. Земље најпогођеније протекционистичким мјерама у периоду од 1. новембра 2008. године до 26. новембра 2009. године*

Земље (рангиране по опадајућој скали)	10 земаља које су најпогођеније дискриминаторним мјерама	
	Број мјера које су погодиле комерцијалне интересе земље	Број трговинских партнера који су примјењивали дискриминаторне мјере
Кина	141	58
САД	112	49
Њемачка	110	32
Француска	101	32
Белгија	96	30
Јапан	94	47
Холандија	31	31
Велика Британија	91	30
Италија	89	27
Шведска	85	23

*Извор: GTA база података, [www.globaltradealert.org](http://www.globaltradealert.org).*

Претходна табела показује да су кинески комерцијални интереси највише пута били оштећени дискриминаторним мјерама, чак 141 пут од

стране 59 трговинских партнера. Овакви резултати су више него очекивани. Још у предкризном периоду, а поготово након наступања кризе, кинески трговински партнери чинили су разне напоре да ограниче огроман извоз из Кине. Занимљив је и резултат да се остале земље у развоју не убрајају у првих 10 земаља чији су комерцијални интереси највише оштећени. Тако су Русија, Индија, и Индонезија међу земљама које су најзаслужније за пораст примјене протекционистичких мјера, али чији комерцијални интереси ипак нису највише оштећени тим мјерама.

Уколико посматрамо склоност неке земље да наметне дискриминаторна ограничења слободној трговини у поређењу са вриједношћу увоза те земље, можемо закључити да је број дискриминаторних мјера које земље намећу у позитивној корелацији са вриједношћу укупног увоза. Тако су, на примјер, Русија и Аргентина имале високу склоност ка наметању дискриминаторних ограничења на увоз производа.

С друге стране, земље које су највише изложене дискриминаторним мјерама су свакако земље које представљају највеће свјетске извознике. Отуда постоји позитивна корелација између броја мјера које су наметнуте земљи извознику и величине њеног извоза. Истраживања су показала да је управо Кина<sup>15</sup> била главна мета дискриминаторних мјера, како са становишта броја имплементираних мјера, тако и са становишта броја трговинских партнера које су те мјере имплементирали.

Поредећи претходне двије табеле уочавамо да су дискриминаторним мјерама највише погођене управо оне земље које су највише и заслужне за пораст примјене протекционистичких мјера што наводи на закључак да су земље на примјену дискриминаторних мјера често одговарале контрамјерама.

## **Закључна разматрања**

Истраживања су показала да у условима текуће кризе примјена протекционистичких мјера није тако интензивна као за вријеме Велике депресије у периоду 1929-1933. године. Ипак, притисак за примјеном државних мјера протекционизма нарочито је појачан након преношења

---

<sup>15</sup> Прелиминарни подаци за 2009. годину говоре да је кинески извоз у децембру 2009. године порастао за 17,7% у односу на исти мјесец претходне године чиме је, према процјенама економиста ова азијска економија претекла Њемачку и постала највећи извозник на свијету ([www.news.bbc.co.uk](http://www.news.bbc.co.uk)).

кризе из финансијског у реални сектор економије. Многи нови облици протекционизма постали су уочљиви управо у периоду текуће кризе.

Иако је избјегнута опасност од ескалације протекционизма у облику царинског рата као у вријеме Велике депресије, данас постоји опасност да "протекционистички рат" буде вођен другим инструментима. Оно по чему је ова криза специфична јесу огромна финансијска издвајања земаља, која често имају дискриминаторан карактер. Владе земаља би, упркос домаћим притисцима, требало да избјегавају оваква издвајања, с обзиром на то да "рат субвенцијама" не повећава конкурентност земље на дуг рок.

Осим фискалних издвајања, земље све интензивније примјењују мјере скривеног протекционизма. Појачана употреба иначе дозвољених мјера као што су антидампинг, техничке баријере и стандарди упућује на закључак да се ове мјере, иако легалне, обично злоупотребљавају. Показало се да су правила СТО, као организације која се стара о међународној размјени, или недовољна или сувише ригидна. За неке мјере WTO једноставно нема механизме откривања и санкционисања. С друге стране, неспорно је да велику улогу СТО има управо у спречавању царинског рата, с обзиром да су царине врло добро регулисане правилима СТО, због чега се и очекује да буду креирани нови механизми који би санкционисали све присутније софистицираније мјере заштите.

Иако најновији извјештај СТО не наглашава проблем појачане примјене протекционистичких мјера на глобалном нивоу, бројни други извори и истраживања још увијек упозоравају да протекционистички притисак не опада. Логично је да владе земаља у циљу превазилажења кризе треба да предузимају одређене мјере због огромне улоге државе коју она данас има у регулисању привредних активности. Међутим, у избору мјера којима би се остварио и убрзао опоравак националне економије, требало би што мање примјењивати дискриминаторне мјере државног протекционизма. Криза може управо да представља изазов да се највеће свјетске економије конкретније заложу за мултилатерализам у свјетској трговини. У том смислу, закључење Доха рунди преговора било би двојачко значајно: како у виду мјерљивих позитивних ефеката на међународну размјену и привредни раст, тако и са становишта психолошког стимуланса ка јачој и дубљој кооперацији земаља у циљу заједничког изласка из кризе.

Несумњиво је да либерализација у међународној размјени снажно доприноси и растућем тренду укупне свјетске економије. С друге стране, пад свјетске трговине који се десио као последица свјетске економске кризе може узроковати даљу ланчану реакцију на пад производње у свијету. У том смислу, негативни ефекти пораста протекционизма на кретање свјетске трговине негативно ће се одразити на могућности

изласка из кризе. Отворена тржишта значила би једну битну карику у ланцу у могућностима изласка из кризе. Стога је потребно да у условима текуће кризе тржишта буду отворена барем у мјери у којој су била у предкризном периоду: како на глобалном, тако и на регионалном нивоу.

### Литература:

1. Richard Baldwin. *The Great Trade Collapse: Causes, Consequences and Prospects*, VoxEU.org Publication, Centre for Economic Policy Research, Лондон, Новембар 2009.
2. Jagdish Bhagwati. The Lithium President: fight protectionism with more passion, у *The collapse of global trade, murky protectionism, and the crisis: Recommendations for the G20*, VoxEU.org publication, Centre for Economic Policy Research, Лондон, Март 2009.
3. Chad P. Bown. Protectionism is on the rise: antidumping investigations, у *The collapse of global trade, murky protectionism, and the crisis: Recommendations for the G20*, VoxEU.org publication, Centre for Economic Policy Research, Лондон, Март 2009.
4. Chad P. Bown. *The Global Resort to Antidumping, Safeguards, and other Trade Remedies amidst the Economic Crisis*, The World Bank, International Trade Department, Септембар 2009  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1476693##](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1476693##)
5. Matthieu Bussière, Emilia Pérez-Barreiro, Roland Straub, Daria Tagliani. *Protectionist Responses to the Crisis: Global Trends and Implications*, European Central Bank, Франкфурт 2009.
6. Uri Dadush. *Resurgent Protectionism: Risks and Possible Remedies*, Carnegie Endowment Economics Program, 2009.  
[http://www.carnegieendowment.org/files/Resurgent\\_Protectionism.pdf](http://www.carnegieendowment.org/files/Resurgent_Protectionism.pdf)
7. Elisa Gamberoni, Richard Newfarmer. *Trade Protection: Incipient but Worrisome Trends*. *Trade Notes*, World Bank, International Trade Department, Женева-Вашингтон, Март 2009.
8. Gary Hufbauer, Jeffrey Schott. *Buy American: Bad for Jobs, Worse for Reputation*, Peterson Institute for International Economics, 2009  
<http://www.iie.com/publications/pb/pb09-2.pdf>
9. Simon Evenett. *Broken Promises: a G-20 Summit Report by Global Trade Alert*, Centre for Economic Policy Research, Лондон, Септембар 2009.
10. Simon Evenett. *The Unrelenting Pressure of Protectionism: The 3rd GTA Report*, Centre for Economic Policy Research, Лондон, Децембар 2009.



11. Simon Evenett, John Whalley. Resist green protectionism. or pay the price at Copenhagen, у The collapse of global trade, murky protectionism, and the crisis: Recommendations for the G20, VoxEU.org publication, Centre for Economic Policy Research, Лондон, Март 2009.
12. Simon Evenett, Frederic Jenny. Bailouts: how to discourage a subsidies war, у The collapse of global trade, murky protectionism, and the crisis: Recommendations for the G20, VoxEU.org publication, Centre for Economic Policy Research, Лондон, Март 2009.
13. Paul Krugman. *Protectionism and stimulus (wonkish)*, The New York Times, 1. фебруар 2009. <http://krugman.blogs.nytimes.com/2009/02/01/protectionism-and-stimulus-wonkish/>
14. Dominick Salvatore. *Међународна економија*, девето издање, Економски факултет Београд, 2009.
15. Јадранко Прлић, Жељко Марић, *Међународна економија*, Свеучилиште у Мостару, Економски факултет Мостар, 2008.
16. Shujiro Urata, *Battling Protectionism in the Global Financial Crisis*, Септембар 2009. [http://www.globalasia.org/V4N3\\_Fall\\_2009/Shujiro\\_Urata.html](http://www.globalasia.org/V4N3_Fall_2009/Shujiro_Urata.html)
17. Deutsche Bank Research, *Back to the bad old days? The return of protectionism*, Јун 2009. [http://www.dbresearch.com/PROD/DBR\\_INTERNET\\_EN-PROD/PROD000000000242298.PDF](http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD000000000242298.PDF)
18. European Commission, *Fifth report on potentially trade restrictive measures in the context of the global economic crisis*, Новембар 2009. [http://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2009/november/tradoc\\_145270.pdf](http://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2009/november/tradoc_145270.pdf)
19. International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, Октобар 2009. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02/pdf/text.pdf>
20. The Economist, *The nuts and bolts come apart*, Opinion, 26. Март 2009. <http://econweb.tamu.edu/aglass/econ452/Nuts%20and%20Bolts%20Come%20Apart.pdf>
21. UNCTAD, Trade and Development Board, *Global economic crisis: implications for trade and development*, Мај 2009. [http://www.unctad.org/en/docs/cicrp1\\_en.pdf](http://www.unctad.org/en/docs/cicrp1_en.pdf)
22. World Trade Organization, *Trade Policy Commitments and Contingency Measures, World Trade Report 2009*, [http://www.wto.org/english/res\\_e/booksp\\_e/anrep\\_e/world\\_trade\\_report09\\_e.pdf](http://www.wto.org/english/res_e/booksp_e/anrep_e/world_trade_report09_e.pdf)
23. World Trade Organization, Staff Report, Report to the TPRB from the director-general on the financial and economic crisis and trade-related developments, 15. Јули 2009.
24. <http://www.iatp.org/tradeobservatory/library.cfm?refID=105582>